

GRAND ANGLE

MAI 2021

Comité du 03/05/21 • Achevé de rédiger le 06/05/21

Quel message retenir ? Celui des entreprises, des Banques Centrales ou des gouvernements ?



Jean-Marie MERCADAL
Directeur Général Délégué
en charge des gestions

Les entreprises annoncent de très bons résultats et semblent confiantes pour les prochains mois. Les Banques Centrales multiplient les messages de prudence et soulignent que nous sommes encore loin d'avoir retrouvé les niveaux d'activité d'avant « Covid ». Les gouvernements s'endettent, nous promettant une capacité de croissance future renforcée, pour une économie plus « verte », mais qui laisse aussi présager le retour des impôts et des réglementations... Quelle lecture porter sur ces différents messages et quelle stratégie d'investissement adopter après un très bon début d'année et des marchés au plus haut ?

Notre allocation
au 06/05/21

Sous-pondéré		Neutre	Surpondéré	
--	-	=	+	++

CLASSES D'ACTIFS

Le contexte est très particulier avec les politiques monétaires actuelles et le maintien de taux directeurs nuls ou négatifs. Tout paraît donc cher au regard des normes historiques.

Monétaire	→
Obligations	→
Convertibles	→
Actions	→
Matières premières	→
Alternatif/Perf. absolue	→

OBLIGATIONS

Les rendements obligataires sont plutôt orientés à la hausse, même si ce n'est que modérément. Les perspectives apparaissent donc médiocres en termes de performance absolue sur toute la classe d'actifs. En relatif, le segment « High Yield » offre les meilleures perspectives absolues, même s'il n'y a plus de potentiel de réduction des spreads.

Dettes souv. Euro Core	→
Dettes souv. Euro périph.	→
Euro Investment Grade	→
High Yield	→
Index. inflation/Breakeven	→
Dettes émer. devises fortes	→
Dettes émergentes locales	→

ACTIONS

Les actions sont globalement chères partout et le rétablissement des bénéfices est déjà dans les cours à notre avis. Mais elles bénéficient du manque d'attrait des obligations et offrent du rendement attractif en relatif...

États-Unis	→
Zone Euro	→
Royaume-Uni	→
Japon	→
Émergents	→
Chine	→

ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES

Le rattrapage des secteurs plus cycliques et sensibles à la remontée des taux d'intérêt est déjà bien avancé désormais. Une relative accalmie dans le mouvement de remontée des taux obligataires devrait favoriser une période sans écart notable entre les styles. La sélection individuelle des titres sera déterminante.

Croissance	→
Value	↓
Small / Mid caps	→
Cycliques	→
Financières	→

DEVICES

Nous privilégions un scénario de relative stabilité entre les grandes monnaies. Le dollar bénéficie de la dynamique économique positive des États-Unis, mais les déficits se creusent. Il n'y a par ailleurs pas de grande sur ou sous-évaluation manifeste en termes de parités de pouvoir d'achat d'une devise à l'autre.

Dollar US	→
Yen	→
Livre sterling	→

Les chiffres des performances cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

ALLOCATION D'ACTIFS

Cette année a bien commencé, dans la lignée de l'année dernière, pleine de surprises et de contradictions. Les marchés actions ont continué à progresser assez nettement si bien que les performances atteintes depuis le début de l'année sont déjà conséquentes et proches des attentes que nous avons formulées pour l'ensemble de l'année, avec des gains qui sont déjà de 10 % à 15 % sur les principaux indices. La tendance positive n'a pas été affectée par la remontée des taux d'intérêt obligataires, surtout aux États-Unis. Au contraire, les marchés continuent à être stimulés par des taux monétaires très bas et des liquidités abondantes fournies par les Banques Centrales et les gouvernements, dans un contexte de reprise économique qui s'annonce très prometteur vu les retards accumulés.

Cela étant dit, le Momentum positif semble s'estomper et les marchés deviennent un peu plus hésitants, avec une succession de séances boursières avec de faibles amplitudes et peu de volume. Ce n'est pas étonnant : d'une part parce qu'une pause n'apparaît pas illogique après le parcours réalisé et, d'autre part, l'avenir est plus difficile à lire. **Faut-il adhérer au message très positif donné par les entreprises ou, au contraire, à celui très prudent de la Réserve fédérale, dans un contexte où les dettes publiques continuent à s'accumuler, laissant craindre à terme un monde plus administré, réglementé et surtout davantage taxé ?**

Le message des entreprises est très encourageant. À ce jour, près de 60 % des entreprises de l'indice S&P 500 ont publié leurs comptes du premier trimestre et les résultats sont impressionnants : 87 % des annonces sont au-dessus des attentes et la croissance des bénéfices sur un an s'élève à plus de 45 % contre 25 % attendu. Il y a certes un effet de base naturel après le gel de l'activité de l'année dernière, mais c'est tout de même spectaculaire. Cette dynamique a naturellement été portée par l'envol des profits des grandes valeurs de la technologie (Apple, Alphabet...) qui constituent les plus grandes capitalisations de l'indice. En conséquence, les analystes financiers revoient leurs perspectives et révisent à la hausse leurs attentes pour les prochains mois. De ce fait, les résultats des entreprises de l'indice S&P 500 devraient progresser de 31 % cette année et dépasser ainsi assez nettement (de 13 %) le niveau qui avait été atteint en 2019. Pour 2022, les perspectives sont également très favorables, avec une progression de 13 % attendue. En Europe, le constat est également très positif dans l'ensemble, même si le secteur technologique est beaucoup moins représenté. Les résultats sont également révisés à la hausse et nous attendons une progression de 41 % des bénéfices cette année et de 15 % l'année prochaine. À noter qu'en Europe, ce n'est qu'en 2022 que nous dépasserons le niveau de 2019. La visibilité semble donc assez bonne pour les prochains 18/24 mois, en liaison avec le rebond des économies et un effet « rattrapage » naturel.

C'est toute l'ambiguïté actuelle du message donnée par les Banques Centrales, et surtout par celui de la Réserve fédérale. Elle étonne par sa prudence dans cette phase de reprise intense. Le discours de Jerome Powell est très prudent. Il a souligné à plusieurs reprises qu'il n'y a pas de risque d'inflation, que l'économie américaine est loin d'avoir retrouvé son niveau

d'avant crise, particulièrement sur la situation de l'emploi. Or, la dynamique actuelle semble lui donner tort : la croissance américaine est partie pour dépasser 7 % cette année, ce qui crée des tensions significatives sur le prix des matières premières, sur les coûts de transport et des pénuries sur certains segments de l'économie comme les composants électroniques et la main-d'œuvre dans certains secteurs. Par ailleurs, le rythme de création d'emplois suggère que le taux de chômage devrait passer sous le seuil de 4,0 % dès la fin de l'année. Pour rappel, le taux de chômage était monté à son plus haut niveau de l'après-guerre à 14,8 % en avril 2020 et il se situe désormais à 6,0 % après une reprise rapide des embauches ces dernières semaines dans le secteur des services avec la réouverture de l'économie à la suite du succès de la campagne de vaccination. Pour l'instant, les marchés obligataires semblent lui faire confiance. Certes, les taux longs ont monté, rapidement dans un premier temps, mais ils se stabilisent depuis plusieurs semaines nettement en dessous du niveau de 2 % sur le 10 ans gouvernemental américain. Notons au passage que la remontée des taux longs en Europe a été beaucoup moins forte, avec une tension de l'ordre de 40 points de base depuis le début de l'année et un rendement du Bund allemand à 10 ans qui se stabilise dans une fourchette -0,20 %/-0,25 %. Ce message très prudent est donc difficile à comprendre. S'il persiste, les marchés pourraient finir par s'inquiéter lorsque l'inflation affichée dépassera le niveau de 3 %, comme c'est très probable au cours des prochains mois. Même si c'est un cas de figure qui a été anticipé et communiqué par la Fed, la confiance des investisseurs pourrait être fortement ébranlée si cette situation persistait quelques mois. Ou, sinon, un changement de ton, voire une annonce de « tapering »⁽¹⁾ vers la fin de l'été ne serait pas illogique dans ce contexte. Dans une telle hypothèse, la réaction des marchés est difficile à prévoir, mais il convient de garder à l'esprit que la réaction a été assez violente lors des deux cas de figure précédents, en 2013 et 2015 : à chaque fois, nous avons assisté à une tension de l'ordre de 100 à 150 points de base des taux longs et un regain de volatilité notable à Wall Street. La zone Euro est en décalage de cycle par rapport aux États-Unis du fait d'une campagne de vaccination très poussive, si bien que le discours de la BCE « choque » moins. La politique très accommodante annoncée n'apparaît donc pas en complet décalage avec les observations de terrain.

Ce message de prudence des Banques Centrales détonne également avec les politiques menées par les gouvernements et le virage « idéologique » qui commence à se diffuser dans les esprits et, étonnamment, surtout aux États-Unis. Les plans de relance et d'investissement se succèdent et sont particulièrement impressionnants. Sans entrer dans trop de détails qui ont déjà été largement diffusés, la totalité des différents plans décidés et prévus avoisinera près de 6 900 Mds\$, soit près de 30 % du PIB américain. C'est impressionnant, surtout lorsqu'il s'agit de la première économie du monde. Cela portera le niveau de la dette publique américaine à près de 130 % du PIB, soit un niveau supérieur à celui de la France (autour de 120 %) et largement supérieur à celui de l'Allemagne (autour de 70 %). Le but initial était de soutenir la consommation des ménages américains par la distribution de chèques l'année dernière, mais il est aussi d'investir pour l'avenir dans le secteur des infrastructures,

⁽¹⁾ Tapering : réduction des programmes d'achat

Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

de l'économie numérique et aussi pour préparer le pays à la transition énergétique. L'objectif visé est louable et il devrait ainsi permettre d'accroître la croissance potentielle du pays. Les marchés ont retenu le côté très positif de ces investissements qui stimuleront l'activité. Mais il y a un volet moins agréable. Pour financer ces plans, les impôts devront monter. Il y a déjà des débats très médiatisés sur la taxation des grandes entreprises « GAFAM »⁽²⁾ qui optimisent leur fiscalité. Plus généralement, les Américains seront davantage taxés et le taux d'impôt sur les entreprises devrait donc remonter de 21 % à 28 % au cours des prochaines années. Il semble donc que nous entrons dans une ère où la discipline budgétaire ne sera pas la priorité, avec des dettes qui vont s'accumuler et le risque que, avec cette « habitude de dettes », les dépenses publiques ne soient pas utilisées pour de l'investissement, mais pour combler des déficits récurrents qui résultent d'une gestion laxiste des finances publiques. Les enseignements historiques montrent que les États sont loin d'être les plus efficaces dans l'allocation des capitaux à long terme.

Toujours est-il qu'au cours des prochains mois, un redémarrage économique spectaculaire s'annonce. En rythme annualisé, la croissance américaine sera de l'ordre de 10,0 % au cours des deux prochains trimestres, si bien que sur l'année, elle devrait nettement dépasser le consensus actuel qui est de 6,2 %. La zone Euro est en retard et le chemin de la reprise sera décalé par rapport aux États-Unis. La reprise commencera vraiment à accélérer au cours des prochains trimestres et sera également moins intense car le plan de relance est beaucoup moins important et tarde à être déployé. Au final, la croissance pourrait dépasser 5,0 %, soit un peu au-dessus du consensus actuel de 4,2 %. La Chine est au contraire en avance dans le cycle de sortie des confinements. L'économie chinoise s'était réouverte avant les autres. De ce fait, après un fort rebond au cours du second semestre 2020, le rythme de croissance ralentit désormais, notamment dans le secteur manufacturier. Par ailleurs, le gouvernement fait très attention au niveau d'endettement global et commence à prendre des mesures pour freiner la distribution de crédit, vis-à-vis du secteur immobilier notamment, pour mieux l'orienter vers les petites et moyennes entreprises. La croissance devrait cependant être largement supérieure à l'objectif plancher de 6 % donné par le gouvernement, autour de 9 %. **La croissance mondiale pourrait ainsi dépasser 6 % cette année**, après une contraction de près de 4 % en 2020. Pour l'instant, elle est attendue à un peu plus de 4 % en 2022.

Il convient également, dans le contexte actuel des marchés, de suivre **l'évolution de l'inflation** qui va redevenir un paramètre important. Aux États-Unis, elle a atteint 2,6 % en mars, majoritairement du fait d'un effet de base sur les prix du pétrole. Hors éléments conjoncturels, l'inflation sous-jacente⁽³⁾ reste pour l'instant maîtrisée autour de 1,6 %. Mais les prochains mois devraient montrer une accélération pour les raisons évoquées plus haut et l'inflation publiée devrait dépasser les 3,0 % dès cet été. Pour l'instant, le consensus sur l'ensemble de l'année est de 2,5 % et de 2,2 % pour l'année prochaine, ce qui illustre le fait que les marchés ne s'attendent pas à de fortes tensions actuellement. En zone Euro, l'inflation a progressé, passant de 0,8 % à 1,6 %, alors que l'inflation sous-jacente hors alimentation et énergie

a légèrement baissé à 0,9 %. Elle pourrait progresser au cours des prochains mois avec la reprise de l'activité et la tension dans certains segments de l'économie, mais elle est loin d'être problématique et reste encore éloignée de l'objectif de 2,0 % fixé par la BCE. Pour 2021, le consensus s'attend à une progression de 1,5 % et de 1,2 % pour 2022.

T A U X D ' I N T É R Ê T

La posture accommodante des Banques Centrales ne changera pas au cours des prochains mois

La Fed et la BCE ont plusieurs points communs : elles restent constantes dans leur communication et dans la conduite de leurs politiques monétaires. Elles sont d'accord sur le fait que la hausse de l'inflation est due à des facteurs qui sont essentiellement temporaires et elles ne devraient pas laisser les efforts budgétaires des pays en faveur de la relance être gâchés par une remontée intempestive des taux d'intérêt. Dans ces conditions, les taux directeurs ne seront pas modifiés et resteront à 0,0 % aux États-Unis et -0,5 % en zone Euro. Les taux longs devraient logiquement remonter en accompagnement de l'accélération économique attendue mais le mouvement devrait de ce fait rester assez contenu. Nous envisageons un taux US à 10 ans un peu au-dessus de 2,0 % en fin d'année et autour de 0,0 % sur le Bund 10 ans allemand. Les spreads de crédit sont déjà très resserrés dans l'ensemble et il y a peu de potentiel supplémentaire désormais, que ce soit sur le segment « **Investment Grade** » ou « **High Yield** ». La classe d'actifs reste toutefois soutenue par des flux très positifs, émanant notamment de la BCE à travers ses programmes d'achat. La dette émergente en devises locales a été pénalisée cette année par la remontée des taux américains et la baisse de quelques devises dans des pays atteints par la crise sanitaire. Elle nous semble assez intéressante globalement dans une perspective moyen terme.

A C T I O N S

Tout monte : les bénéfiques, les cours et... les valorisations

Les marchés ont logiquement progressé en anticipation de l'amélioration des bénéfiques des entreprises qui est en phase de concrétisation. Ce faisant, les valorisations ont également monté dans un contexte de persistance de faibles taux d'intérêt et de capitaux qui recherchent du rendement. Le paradoxe actuel est que le rendement « implicite » du marché actions (en tenant compte des dividendes et des rachats d'actions) est aujourd'hui supérieur à celui des obligations ! Par exemple, le rendement des dividendes des actions européennes est de l'ordre de 3 %, alors que de plus en plus d'entreprises annoncent des programmes de rachat de leurs titres, ce qui est une façon de rendre de l'argent aux actionnaires. Le PER⁽⁴⁾ 2021 de l'indice S&P 500 s'établit donc actuellement à 22,6, celui de 2022 à 20,

⁽²⁾ GAFAM : Google, Amazon, Facebook, Apple et Microsoft

⁽³⁾ Inflation sous-jacente : inflation hors énergie et alimentation

⁽⁴⁾ PER : Price Earning Ratio. Indicateur d'analyse boursière : ratio de cours divisé par le bénéfice.

Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

ALLOCATION D'ACTIFS

en tenant compte des dernières révisions à la hausse des estimations de bénéfices. C'est assez cher historiquement, laisse assez peu de place à une nouvelle forte appréciation et rend l'ensemble du marché vulnérable à une tension des taux d'intérêt. Cela étant dit, il y a peu d'alternative actuellement vu le manque d'attrait des marchés de taux d'intérêt aujourd'hui. Le PER 2021 de l'indice EuroStoxx s'établit à 18, le PER 2022 à 16, ce qui est également assez élevé au regard des normes historiques de ce marché, toutefois moins excessif que l'indice S&P 500.

En termes de secteurs, le rattrapage des secteurs sensibles à la reprise économique s'est poursuivi et semble désormais proche de son terme. Une pondération plus équilibrée entre les différents styles et secteurs semble plus adaptée. Pour synthétiser notre pensée, nous ne voyons pas beaucoup de potentiel d'appréciation supplémentaire globale des marchés actions à court terme mais, en contrepartie, il n'y a pas beaucoup d'autre alternative.

Notre scénario central

La tentation de passer de « neutre » à « sous-pondéré » sur les actions est grande. Mais les marchés actions sont sous la double influence de politiques monétaires et budgétaires très puissantes, et il est dangereux d'aller à contrecourant de ce soutien de façon trop marquée, même si tout est assez cher et qu'il nous semble qu'il y a un peu de « complaisance » dans les marchés.

Nous conseillons donc des expositions actions raisonnables, proches des pondérations stratégiques, qui ne mettront pas les portefeuilles en zone de risque trop important en cas de correction soudaine et qui, au contraire, permettront de réinvestir sereinement. Les catalyseurs potentiels d'une baisse sont nombreux, nous en avons évoqué plusieurs. Le plus important est l'éventualité d'un « tapering »⁽⁵⁾ qui serait évoqué par la Fed dès la rentrée. Nous pourrions aussi ajouter le risque de nouvelles phases de regain d'épidémie, ce qui arrive dans certains pays où pourtant le taux de vaccination de la population était élevé.

Bref, l'histoire boursière montre que la psychologie des investisseurs peut se retourner rapidement. Et nous arrivons en mai : tout le monde connaît l'adage boursier « Sell in may and go away »... Mais même les adages boursiers traditionnels semblent avoir perdu de leur valeur dans ce monde financier « administré »...

⁽⁵⁾ Tapering : réduction des programmes d'achat



Suivez-nous !



Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Ces placements permettent de profiter du potentiel de performance des marchés financiers en contrepartie d'une certaine prise de risque. Le capital investi et les performances ne sont pas garantis et il existe un risque de perte en capital. Source des indices cités : www.bloomberg.com

Ce document à caractère d'information est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la Directive MIF.

Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite d'OFI Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par OFI Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Les liens vers des sites web gérés par des tiers, présents dans ce document ne sont placés qu'à titre d'information. OFI Asset Management ne garantit aucunement le contenu, la

qualité ou l'exhaustivité de tels sites web et ne peut par conséquent en être tenue pour responsable. La présence d'un lien vers le site web d'un tiers ne signifie pas qu'OFI Asset Management a conclu des accords de collaboration avec ce tiers ou qu'OFI Asset Management approuve les informations publiées sur de tels sites web. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie. OFI Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. OFI Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Photos : Shutterstock.com / OFI AM



AGENDA

12

MAI

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE

15

JUIN

Réunion de la Réserve Fédérale américaine (Fed)

17

JUIN

Réunion de politique monétaire de la BoJ (Banque du Japon)