

GRAND ANGLE

FÉVRIER 2022

Comité du 17/01/22 • Achevé de rédiger le 20/01/22

Davantage de volatilité, mais probablement peu d'amplitude



Jean-Marie
MERCADAL

Directeur des stratégies
d'investissement
OFI Holding

Eric
BERTRAND

Directeur Général
Délégué et Directeur
des Gestions OFI AM

Après une fin d'année boursière euphorique, l'état d'esprit général des marchés a changé. Il y a certes la diffusion du nouveau variant Omicron qui restreint l'activité, particulièrement en Chine. Mais ce sont surtout la résurgence de l'inflation et le message beaucoup plus dur de la Réserve fédérale qui posent question. Si les facteurs de risques sont nombreux, les fondamentaux des entreprises paraissent également solides. Nous pensons donc que les marchés pourraient être plus volatils, mais n'anticipons pas de mouvements boursiers de grande ampleur, c'est-à-dire des mouvements supérieurs à 10 ou 15 %.

Notre allocation

au 20/01/22

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

CLASSES D'ACTIFS

Les marchés obligataires pourraient être plus volatils alors que les incertitudes sur le caractère transitoire de l'inflation s'intensifient et que le resserrement monétaire aux États-Unis se rapproche. Les actions devraient évoluer sans grande tendance au cours des prochaines semaines.

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

OBLIGATIONS

Il y a peu de potentiel de resserrement des spreads de crédit⁽¹⁾ actuellement. Les obligations émergentes en monnaies locales ont été très pénalisées en 2021 par la hausse de l'inflation dans de nombreux pays, ce qui a provoqué une hausse des taux et une baisse des monnaies. Elles pourraient être à nouveau recherchées dans les prochaines semaines.

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 bénéfices des entreprises devraient à nouveau progresser cette année. Cela constitue un soutien solide si bien que nous pensons qu'elles restent intéressantes à moyen terme et mériteront d'être renforcées durant les phases de correction. Cette année, les actions européennes pourraient surperformer.

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

ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES

Les valeurs sensibles à la remontée des taux d'intérêt devraient surperformer. Elles sont davantage représentées dans le style « value ». Les valeurs à hauts dividendes nous semblent également intéressantes dans un contexte où nous ne voyons pas de forte appréciation des marchés au cours des prochains mois.

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

DEVICES

Il semble que les investisseurs aient déjà pris en compte la remontée des taux d'intérêt aux États-Unis. Sa dynamique semble s'estomper. Nous n'anticipons pas de forte variation sur la parité euro/dollar. L'appréciation du Yuan chinois devrait aussi s'estomper cette année.

Dollar US	→
Yen	→
Livre sterling	→

⁽¹⁾ Spreads de crédit : différentiel de rendement d'une obligation d'entreprise privée avec celui d'une obligation souveraine. 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

CONTEXTE ET ANALYSE

Les économies et les entreprises ont dans l'ensemble fait preuve d'une remarquable capacité d'adaptation durant cette crise, bien aidées par les Banques Centrales et les États qui ont fourni des liquidités nécessaires. À titre d'illustration, le bilan de la Réserve fédérale au temps de la crise financière de 2008/2009 était d'environ 850 Mds\$. Il s'élève à près de 8 800 Mds\$ actuellement. La forte progression des bourses au cours de ces derniers mois reflète ainsi cette réussite. **Mais après un tel parcours, les questions sur la pérennité d'une telle dynamique paraissent légitimes.**

D'un point de vue technique tout d'abord :

- Après trois années de performances supérieures à 15 %, une quatrième année de performance du même ordre est historiquement rare. Dans le même ordre d'idée, les analystes techniques de Citigroup ont remarqué que, depuis 1935, il n'y avait eu que quatre cas de configuration annuelle appelée « *bullish outside year* »⁽²⁾ : en 1935, 1982, 2016 et 2020. La performance moyenne de l'année qui suit une telle configuration est de 23 % (27 % en 2021). En revanche, les résultats sont beaucoup moins positifs pour l'année qui suit, avec une seule performance positive, de seulement 1 % en 1984 et des baisses de -37 % en 1937 et -6 % en 2018.
- La hausse récente a été tirée par un très petit nombre de valeurs, particulièrement les grandes capitalisations du segment de la croissance. Ainsi, les indices sont très concentrés : par exemple, les sept plus grandes capitalisations de l'indice S&P 500 qui représentent près du tiers de l'indice.
- Les ventes de titres de la part des dirigeants d'entreprises sont au plus haut ces dernières années, de même que les opérations de M&A (fusions et acquisitions), signes qui annoncent plutôt des fins de cycle boursier.
- Les achats en provenance des particuliers ont été très importants l'année dernière. Or ce sont des mains réputées plus faibles, qui entrent tardivement en bourse historiquement et qui sont susceptibles de « paniquer » en cas de baisse, accélérant les consolidations.

D'un point de vue fondamental, il semble acquis que la croissance économique mondiale sera moins élevée qu'en 2021, année de reprise, mais restera tout de même assez soutenue et encore supérieure à un rythme de croisière « normal ». La croissance mondiale est ainsi attendue à 4,4 %, avec 3,9 % aux États-Unis et 4,2 % en zone Euro. C'est le moteur « Chine » qui paraît le moins fiable aujourd'hui. L'année 2021 s'est achevée sur une croissance supérieure à 8 %, mais les derniers mois inquiètent : l'activité est pénalisée par les contrecoups de la faillite de plusieurs promoteurs immobiliers alors que des confinements ont été initiés dans plusieurs villes, touchées par l'arrivée du virus Omicron. Le gouvernement a donc pris un certain nombre de mesures de stimulation, quitte à faire une pause dans la vague de mesures réglementaires engagées dans le cadre de la « prospérité commune ». L'année 2022 est effectivement très importante en termes d'image (Jeux olympiques, mais surtout, Congrès du PCC en novembre qui pourrait donner au Président Xi Jinping le pouvoir à vie). Il a ainsi été demandé aux SOE (entreprises d'État) de reprendre les promoteurs immobiliers en difficulté afin de permettre l'achèvement des constructions engagées. De même, les gouvernements locaux émettent des

emprunts afin de soutenir les investissements. Les banques sont également sollicitées pour accorder davantage de crédits aux PME. L'objectif est d'accélérer les investissements sur 102 projets majeurs qui avaient été identifiés dans le cadre du plan 2021-2025, avec plusieurs secteurs prioritaires : la sécurité alimentaire et énergétique, les industries à haute valeur ajoutée, l'immobilier milieu de gamme et les infrastructures (le passage à la 6G, lignes électriques à très haute tension, centres de « big data », l'industrie liée à internet et l'intelligence artificielle essentiellement). Dans ces conditions, l'objectif de croissance initial de 5,0 % à 5,5 % devrait être atteint.

Le sujet majeur pour les marchés au cours des prochaines semaines sera l'inflation et ses conséquences sur le niveau général des taux d'intérêt. Cela tranche radicalement avec le contexte sous-jacent de déflation qui caractérisait nos économies ces dernières années. L'inflation atteint ainsi ses plus hauts niveaux depuis plusieurs décennies, à près de 7 % aux États-Unis et 5 % en zone Euro. **Pour le moment, les marchés restent plutôt convaincus par le scénario d'un phénomène transitoire** car les anticipations d'inflation à long terme n'ont pas trop monté : elles se stabilisent autour de 2,75 % aux États-Unis et 2,50 % en zone Euro. Les investisseurs ont également bien intégré le message de la Réserve fédérale et son plan de remontée assez rapide des taux directeurs. Ils anticipent ainsi des Fed Funds⁽³⁾ autour de 2 % à la fin de ce cycle, c'est-à-dire d'ici fin 2023. À cette date, les taux à 10 ans devraient donc se situer autour de 2,5 %, car les courbes des taux ont naturellement tendance à s'aplatir en fin de cycle. C'est la raison pour laquelle la tension des taux longs obligataires américains est assez modérée, en tout cas jusqu'à présent, même si elle a tendance à s'accroître depuis le début de l'année.

Il y a actuellement deux thèses sur le sujet de l'inflation.

La première, consensuelle donc, est qu'il s'agit d'un phénomène transitoire. C'est le scénario central des Banques Centrales. Il s'appuie sur le fait que les dernières statistiques sont le fruit de phénomènes transitoires liés à des goulets d'étranglement qui se sont créés lors de la réouverture des économies. De même, les effets de base ne devraient pas durer : par exemple, les prix des voitures d'occasion et des maisons ont fortement progressé ces derniers mois, or il s'agit de biens que l'on n'achète pas tous les ans. Les prix devraient donc se calmer une fois l'euphorie liée à la réouverture passée. Il en est de même en ce qui concerne les prix de l'énergie : le pétrole a plus que doublé depuis les plus bas de 2020, et il ne va pas doubler tous les ans. Par ailleurs, il convient également de noter que la hausse des prix, si elle est trop rapide, provoque elle-même une baisse de la demande, et donc des prix dans un second temps. L'inflation est donc de nature à « s'auto-résorber » en quelque sorte. Enfin, ceux qui défendent ce scénario considèrent que les forces déflationnistes sous-jacentes ne sont pas mortes : tendances séculaires à l'endettement croissant, digitalisation et robotisation des économies, vieillissement des populations...

Mais ce scénario central est de plus en plus discuté et la thèse d'une inflation plus durable commence à se propager.

En premier lieu par une amorce de propagation aux salaires, particulièrement aux États-Unis. Il s'agit de la fameuse spirale prix/salaires. Ainsi, les salaires sont en progression de 4,7 % sur 1 an outre-Atlantique, et de près de 15,0 % dans certains segments des services, alors que le taux de chômage est revenu à 3,9 %, soit presque son niveau d'avant crise de 3,6%. Cette rareté de main-

⁽²⁾ « *Bullish outside year* » : configuration technique annuelle haussière • ⁽³⁾ Taux monétaires américains.

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

d'œuvre a été accentuée par la conjonction de plusieurs facteurs : le caractère émotionnel très important de cette crise a incité certaines personnes à se reposer la question de la quête de sens, si bien que ces personnes ne sont pas revenues sur le marché du travail, et ne reviendront pas dans les conditions actuelles. Il y a en premier lieu ceux qui ont choisi ces circonstances pour partir à la retraite avec un peu d'avance, bien aidés par les fonds de pension au plus haut. Mais le phénomène « antiwork », qui a commencé à germer au début des années 2010 dans la mouvance « occupy Wall Street » a pris de l'ampleur, notamment chez les jeunes à l'occasion de ces confinements imposés. Ce mouvement trouve son parallèle d'ailleurs actuellement en Chine, également chez les jeunes, avec le phénomène « stay laying flat ».

Ensuite, par les coûts induits par la transition énergétique. Pour décarboner l'économie, il va falloir détruire des capacités de production d'énergie pour en construire d'autres, sans qu'au final la quantité d'énergie produite soit supérieure : il s'agit donc d'une charge qu'il faudra bien payer, d'autant plus que cette transition pourrait provoquer une envolée du prix des métaux nécessaires au développement des nouvelles énergies.

Enfin, par les tendances à la relocalisation. Cette crise a mis en évidence la fragilité de circuits d'approvisionnement trop dispersés, notamment dans les secteurs vitaux de la santé et de l'agriculture, mais aussi de la technologie. Cette tendance risque aussi d'être accentuée par le contexte de « nouvelle guerre froide » entre les États-Unis et la Chine. Les entreprises occidentales pourraient ainsi vouloir réduire leur dépendance à la Chine. Mais surtout, la question de l'empreinte carbone des produits consommés deviendra majeure dans les enjeux de consommation, ce qui impliquera de relocaliser la production, avec probablement des hausses de prix.

Ce sujet de l'inflation n'est donc pas « blanc ou noir ». Nous avons le sentiment que le monde a effectivement changé et que l'inflation pourrait être structurellement plus élevée au cours des prochaines années, dépassant ainsi en rythme de croisière les objectifs de 2 % fixés par les Banques Centrales américaine et européennes. Un tel scénario d'une inflation autour de 3 % apparaît donc plausible, ce qui permettrait également une diminution plus indolore dans la durée des ratios d'endettement publics rapportés au PIB. **Dans ce contexte d'incertitude, nous pensons que les marchés pourraient être plus volatils, notamment sur la partie longue de la courbe des taux, ce qui impacterait les marchés actions. Un repli de l'ordre de 7 % à 10 % donnerait des occasions pour investir à nouveau.**

TAUX D'INTÉRÊT

Banques centrales : une question de vitesse et d'ampleur

Le marché intègre désormais quatre hausses de taux de la Fed en 2022. C'est une accélération du calendrier mais cela ne se traduit pas pour autant par une hausse des anticipations de taux terminal, qui reste à ce stade bien inférieur à celui de la Fed (2,5 %). Tant que cela sera le cas, le taux à 10 ans ne « dérapera » pas à la hausse. Nous pensons cependant que ces anticipations vont s'ajuster davantage, ce qui poussera les taux longs un peu au-dessus de 2 %. Par ailleurs, l'incertitude sur le timing et l'ampleur de la réduction du bilan de la Fed, qui devrait intervenir courant 2022, milite

pour une hausse de la prime de terme.

En Europe, les taux allemands devraient repasser en territoire positif au cours de la première moitié de l'année, tirés par les taux américains mais pas uniquement. La BCE ralentit ses achats de dettes plus rapidement que les Trésors européens ne réduisent leurs programmes d'émissions nets (de l'ordre de - 120 milliards versus 2021). Par conséquent, les marchés vont devoir absorber environ 300 milliards de dettes souveraines de plus comparé à 2021. Cela contribuera à installer durablement, nous le pensons, les taux longs allemands en positif avec l'objectif d'atteindre, courant 2022, la zone 0,25 %/0,50 %.

Les spreads de crédit⁽⁴⁾ « **Investment Grade** » sont sous légère pression en ce début d'année dans un contexte de remontée des taux. Malgré la hausse significative du rendement du marché « Investment Grade » en euro depuis août dernier (+0,50 %), nous pensons que les primes de risque peuvent encore s'écarter légèrement et la hausse de taux que nous anticipons confèrera alors un point d'entrée très intéressant sur la classe d'actifs.

Les spreads « **High Yield** » sont un peu plus résilients sur ces deux premières semaines mais le marché est prudent. Nous restons positifs sur la classe d'actifs, les entreprises vont financièrement bien : leurs ratios de crédit se sont améliorés, la liquidité est forte après un volume d'émissions historique en 2021 et les perspectives sont bonnes. La volatilité sur les marchés, née du changement de régime des Banques Centrales, ne devrait cependant pas épargner la classe d'actifs, lui conférant des points d'entrées intéressants.

ACTIONS

Se positionner dans un univers volatil

Après un cru 2021 que nous pouvons qualifier d'exceptionnel, les marchés actions entament l'année 2022 de façon plus heurtée mais les indices tutoient toujours néanmoins leurs plus hauts historiques de part et d'autre de l'Atlantique. Si notre scénario central s'avère être le bon, nous assisterons donc à une légère remontée des taux d'intérêt à court et à long terme qui ne remettront pas en cause l'attrait relatif des marchés actions par rapport aux marchés obligataires. Portés par une croissance mondiale qui devrait osciller entre 4,5 % et 5,0 %, les bénéfices par action des sociétés américaines et européennes devraient être en progression respectivement de l'ordre de 8 % et 7 % au cours de cette année. Nous savons que les bénéfices sont étroitement corrélés à la croissance mondiale qui constitue donc un facteur de soutien. Évidemment, notre scénario central n'inclut pas un violent rebond de la pandémie qui pèserait sur la croissance économique et par là même sur la croissance des profits. L'autre risque pourrait être la poursuite de l'inflation qui obérerait les marges des entreprises si ces dernières ne parviennent pas à faire passer dans les prix de vente la hausse de leurs coûts de production.

⁽⁴⁾ Spread : écart de taux.

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

C'est justement le sujet de l'inflation qui aura été déterminant en ce début d'année sur les performances sectorielles. Nous n'avions pas été habitués à voir en quinze jours des écarts de performances de plus de 25 % entre des valeurs des secteurs bancaires, automobiles et pétroliers d'une part et celles appartenant à des secteurs dits de croissance comme le luxe et la technologie d'autre part. La logique est simple : si les taux sont amenés à progresser un peu plus qu'escompté, les secteurs évalués principalement par l'actualisation de leurs profits futurs seront pénalisés, contrairement au secteur bancaire par exemple ou à celui de l'énergie qui bénéficie de la forte appréciation des prix de l'or noir entre autres. Cette rotation n'a pas de raison de s'inverser à court terme.

Nous avons relevé d'un cran notre recommandation début décembre en profitant de la consolidation des marchés liée à l'apparition du variant Omicron. Nous revenons à une recommandation neutre à la suite de la progression des indices au cours des 6 dernières semaines dans la mesure où nous attendons une hausse sur l'année des marchés actions, en ligne avec l'appréciation des bénéficiaires (pas de raison de voir les multiples de capitalisation s'apprécier dans un contexte de remontée des taux d'intérêt). Cette progression devrait être beaucoup plus modérée que celle de l'an dernier puisque seulement à un chiffre. Elle devrait être attrayante par rapport à celle attendue des marchés obligataires, mais nul doute que la volatilité à venir permettra des points d'entrée en dessous des niveaux actuels.

Notre scénario central

L'adéquation du resserrement monétaire face à la montée des indices d'inflation crée des phases de volatilité sur les marchés. Tant que les indices d'inflation ne reflueront pas nettement, la vitesse et l'ampleur de l'action des banques continueront d'alimenter les inquiétudes sur les marchés d'actifs risqués.

Des ajustements des anticipations de relèvement de taux et d'achat de titres nous paraissent encore devoir s'opérer en attendant le reflux de l'inflation.

Dans ce contexte, nous voyons les taux d'intérêt toujours modestement orientés à la hausse et des marchés actions qui s'ajusteront en conséquence, sur le niveau global des indices comme sur les styles. Après avoir matérialisé nos gains des six dernières semaines, cette phase d'incertitude devrait nous permettre d'obtenir de meilleurs points d'entrée pour se positionner sur les marchés actions.



AGENDA

25

JANVIER

Réunion de la Réserve
Fédérale américaine
(Fed)

3

FÉVRIER

Réunion du Conseil des
gouverneurs de la BCE

14

MARS

Réunion de
l'Eurogroupe

17

MARS

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



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