

GRAND ANGLE

SEPTEMBRE 2022

Comité du 29/08/22 • Achevé de rédiger le 01/09/22

Les marchés ont-ils bien intégré la nouvelle détermination de la Fed ?



Jean-Marie
MERCADAL

Directeur des stratégies
d'investissement
OFI Holding

Eric
BERTRAND

Directeur Général
Délégué et Directeur
des Gestions OFI AM

Dans un discours de moins de 10 minutes durant lequel il a prononcé 45 fois le mot inflation, Jerome Powell a été très clair : la Fed va continuer sa politique de durcissement actuelle, au risque de faire basculer l'économie en récession. S'agit-il d'une forme de changement de paradigme des Banques Centrales ? Quelle stratégie d'investissement envisager dans ce contexte un peu nouveau, dans un monde pour le moins tendu ?

Notre allocation

au 01/09/22

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

CLASSES D'ACTIFS

Le contexte global est assez sombre et peu lisible actuellement. Mais, en contrepartie, les valorisations des actions sont raisonnables et les marchés paraissent très pessimistes et semblent avoir pris en compte un scénario déjà négatif, ce qui nous incite à conserver des positions assez neutres.

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

OBLIGATIONS

Les taux longs ont logiquement remonté avec le durcissement monétaire annoncé. Ils devraient désormais globalement se stabiliser. Nous conservons notre vue positive sur le segment « High Yield » même après le rebond de cet été. Les taux de défaut implicites nous paraissent trop élevés et le rendement absolu est intéressant. C'est aussi le cas sur les obligations émergentes en devises locales, également après un beau rebond depuis 2 mois.

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 ont encore été révisés à la hausse pour les exercices 2022 et 2023. Ce mouvement pourrait s'inverser avec le ralentissement économique attendu, mais les valorisations sont raisonnables et devraient permettre aux marchés de relativement bien résister. Nous anticipons de ce fait une sorte de « trading range »⁽¹⁾ pour les prochains mois.

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

ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES

Les valeurs de croissance se sont bien rétablies ces dernières semaines alors que les valeurs cycliques ont été pénalisées par les perspectives économiques moroses. La période actuelle très compliquée ne permet pas d'avoir une vision simple de cette segmentation et il convient de privilégier le choix des titres.

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

DEVISES

Le dollar a toutes les raisons de rester ferme à moyen terme mais a déjà intégré beaucoup de bonnes nouvelles.

Dollar US	→
Yen	→
Livre sterling	→

⁽¹⁾ Trading range : écart entre les plus hauts et les plus bas niveaux de prix observés sur une période donnée.
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

Le discours de Jerome Powell a eu pour effet direct de mettre un terme, au moins provisoire, au « rally d'été » des marchés. L'indice S&P 500 a connu cette année son meilleur mois de juillet depuis 1950 et l'ensemble des marchés actions se sont repris depuis leurs plus bas de juin de l'ordre de 7 à 10 %, dans le sillage des bons résultats publiés par les entreprises au 1^{er} semestre. Mais près de la moitié de ces gains a été perdu après le discours de Jackson Hole, ce qui montre que la Fed a quand même surpris dans sa détermination.

En effet, après plus de 40 ans de tendance régulière à la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt, les marchés se sont habitués à voir les Banques Centrales intervenir en dernier ressort en cas de crise grave, économique ou financière. Les trois derniers exemples significatifs en date sont éloquentes : la Fed est intervenue après l'explosion de la bulle des valeurs technologiques de 2000, lors de la crise des « subprimes » de 2008 et dernièrement pour remédier à la crise sanitaire mondiale de la Covid. Les bilans des Banques Centrales ont donc explosé avec une création monétaire qui a permis de financer les dettes publiques alors que les taux ont été abaissés à des niveaux inédits, jusqu'à devenir négatifs. Ce sentiment que les Banques Centrales seront toujours là en cas « de coup dur » semble encore très présent dans l'esprit des investisseurs, c'est le fameux « put Banques Centrales ».

Mais aujourd'hui, cette « protection implicite » semble plus fragile après le dernier discours de Jerome Powell. Il y a un an, au même endroit, il avait expliqué que le regain d'inflation n'était que transitoire. Changement radical de ton cette année : il nous a indiqué que l'inflation doit revenir sous le seuil des 2 %, et que cela risque de prendre du temps. Le rythme de remontée des taux ne va donc pas faiblir, et ce dès le mois de septembre. Il est prêt à assumer la responsabilité d'un ralentissement économique marqué, avec ses conséquences négatives pour les ménages et les entreprises.

La situation actuelle diffère des crises précédentes que nous avons mentionnées : cette fois, cette stimulation monétaire a bien souvent renfloué directement les consommateurs et les entreprises alors que les autres fois, les liquidités étaient stockées dans le bilan des banques. Ceci a provoqué une hausse de la demande alors que l'offre était contrainte par les aléas liés à la Covid et à la situation en Ukraine pour ce qui est de certaines matières premières. En termes de timing, l'inflation américaine risque d'être encore stimulée à court terme par deux phénomènes :

- le marché du travail est encore très tendu car de nombreux acteurs ne sont pas encore revenus sur le marché de l'emploi au sortir de la crise de la Covid : le nombre d'américains qui ne sont pas en recherche de travail s'est établi à près de 19,9 millions, contre 19,1 millions en 2019.
- Joe Biden, juste avant les élections de « Mid Term », a besoin de redorer son blason en respectant quelques promesses de campagne. C'est ainsi qu'il vient de proposer une sorte de franchise, sous certaines conditions, dans le remboursement des prêts étudiants, ce qui va encore creuser le déficit budgétaire et accroître la demande à court terme. Certains économistes estiment que cela fera monter l'inflation de 0,2 % à 0,3 % par an.

À plus long terme, les goulets d'étranglement à la suite de la réouverture des économies et de la fin des confinements en Chine devraient se résorber assez rapidement. Mais la question à long terme du coût de l'énergie se pose. La crise en Ukraine nous rappelle brutalement que le mix énergétique doit changer : non seulement pour des raisons géopolitiques, mais aussi et surtout par nécessité de transition vers une économie décarbonée. À l'occasion de cette crise, nous constatons donc que des retards importants ont été pris, ce qui va nécessiter des investissements massifs mais qui ne produiront leurs effets que dans quelques années. Par ailleurs, les enseignements issus de la crise de la Covid et le regain récent, et très préoccupant, de tensions géopolitiques entre les États-Unis et la Chine autour du cas de Taiwan montre que les deux pays vont réduire leur interconnexion. Pour l'Occident, il va donc falloir se désengager de la production en Chine et créer des capacités dans d'autres pays et localement, ce qui va induire la aussi une augmentation des coûts.

Bref, personne n'est vraiment en mesure de comprendre complètement cette situation inédite sur l'inflation et de déterminer sa persistance. Les Banques Centrales n'ont donc pas d'autre choix que d'adopter une posture très ferme. C'est donc dans ces conditions que Jerome Powell a marqué les esprits et souhaite prendre des mesures claires pour ralentir la demande.

Il se réfère ainsi clairement à la politique de son prédécesseur Paul Volker qui avait mené une politique très stricte à la fin des années 1970/ début 1980 pour enrayer drastiquement la spirale inflationniste de l'époque en soulignant que les Banques Centrales doivent être capables de prendre leurs responsabilités quand il le faut pour créer les conditions d'une inflation stable et modérée.

Les marchés ont donc pris acte de cette fermeté affirmée. Il n'y a plus de détente anticipée des Fed Funds en 2023 et le niveau cible se situe à 3,50 %/3,75 % à fin 2023. Dans ces conditions, le rendement du T-Notes 10 ans devrait se stabiliser entre 3,00 % et 3,50 %. C'est le scénario central désormais. Mais il y a néanmoins un risque que l'inflation ne retombe pas rapidement dans la fourchette attendue et que les taux soient remontés davantage, à plus de 4 % ? Cela changerait la donne avec un nouvel ajustement à la hausse probable des taux longs, mais de moindre ampleur car les risques de récession s'amplifieraient et la courbe des taux pourrait s'inverser encore plus. En revanche, dans ce cas de figure, les marchés actions pourraient subir un ajustement à la baisse des perspectives bénéficiaires des entreprises du fait d'un ralentissement économique plus important. En zone Euro, la BCE devra aussi ajuster ses taux à la hausse, surtout que l'euro subit une pression baissière vis-à-vis du dollar, ce qui ne favorise pas la réduction de l'inflation.

Sur le plan économique, l'orientation est clairement au ralentissement : les indices PMI des grands pays, indicateurs avancés de l'activité économique, sont partout orientés à la baisse, y compris **en Chine** qui se situait pourtant dans un cycle différent de reprise post confinements liés à la politique stricte de « zéro Covid ». Le pays subit encore principalement les conséquences de la crise immobilière et de la faillite de nombreux promoteurs, ce qui provoque un fort mécontentement de la population et une baisse de la confiance et des prix. Il y a actuellement un mouvement de « grève » des remboursements de crédit de la part d'acquéreurs

dont les biens ne sont pas achevés. Les prix ont baissé de plus de 1 % sur un an et les transactions ont chuté de près de 30 % depuis le début de l'année. Or, l'immobilier représente près de 30 % du PIB et il y a des craintes désormais que cette crise ne se propage au secteur bancaire. Le gouvernement a conscience de ce problème très important et a déjà pris des mesures, sans réellement inverser la tendance pour le moment. Un plan plus complet pour ce secteur et pour l'ensemble de l'économie est attendu à l'occasion de l'échéance très importante de novembre avec la tenue du 20^e congrès du Parti communiste chinois. En attendant, la croissance du pays a été révisée à la baisse pour 2022, autour de 3,0 % selon le consensus. L'objectif de 5,0 à 5,5 % du gouvernement est renvoyé à l'année prochaine, et encore : la terminologie est « autour de 5,0% »... **Aux États-Unis**, l'économie est également en phase de ralentissement, qui pourrait s'accroître si l'immobilier baisse davantage, pénalisé par la hausse des taux d'intérêt. Les dépenses des ménages sont également en ralentissement et la confiance des chefs d'entreprises commence à s'éroder, ce qui peut peser sur l'investissement. La croissance américaine devrait donc se situer à 2,0 % en 2022 et à 1,3 % en 2023. **La zone Euro** a relativement bien résisté jusqu'à présent grâce aux pays du Sud où la saison touristique a été très bonne. Mais les indicateurs avancés suggèrent désormais un sérieux ralentissement, voire une récession, en partie liée à la situation de manque de gaz après l'embargo sur la Russie qui fait exploser les prix de l'électricité. La croissance 2022 devrait être de l'ordre de 3,0 %, mais de seulement 0,5 % en 2023.

En synthèse, le contexte actuel de cette rentrée est particulièrement compliqué et anxiogène : incertitudes sur la persistance de l'inflation, politiques monétaires restrictives, ralentissement économique, graves tensions politiques et géopolitiques... Bref, pas de nature à adopter des stratégies d'investissement agressives ! Notons quand même deux éléments positifs : les valorisations des actions nous semblent très raisonnables et peuvent supporter des révisions à la baisse des bénéficiaires ; par ailleurs, le degré de pessimisme dans les marchés se situe à des niveaux extrêmes, ce qui signifie que la moindre bonne nouvelle engendrerait des rebonds très violents.

TAUX D'INTÉRÊT

Les Banques Centrales ont clairement choisi la lutte contre l'inflation

L'équilibre entre la hausse de l'inflation, la réponse des Banques Centrales à celle-ci et la dynamique de croissance, maintient un régime de volatilité important sur le marché des taux. D'autant plus avec le retrait récent des « forwards guidances »⁽²⁾ par la Fed et la BCE. La période estivale que nous venons de traverser nous l'a confirmé.

Les investisseurs ont d'abord « espéré » un assouplissement dans le rythme et l'ampleur du resserrement monétaire à venir sur fond de dégradation des perspectives de croissance, faisant ainsi rebaisser les anticipations de hausse de taux directeurs et les taux longs de mi-juin à fin juillet.

Mais cette phase de marché a surtout permis aux Banques

Centrales, Fed et BCE en tête, de confirmer que leur objectif premier restait la lutte contre le risque inflationniste. Le discours de Jerome Powell lors du Symposium de Jackson Hole a notamment permis de réaffirmer fermement les intentions de l'institution, quitte à entraîner l'économie américaine en récession. De son côté la BCE, qui a surpris une première fois le marché avec une hausse de 50 points de base de ses taux directeurs en juillet (contre 25 points de base attendus), évoque désormais la possibilité d'une hausse de 75 points de base pour la réunion de début septembre.

Suite à ces propos, les investisseurs ont à nouveau modifié leurs attentes, n'anticipant plus de baisse des taux directeurs aux États-Unis en 2023 et ajustant à la hausse leurs anticipations sur l'évolution des taux directeurs de la BCE, avec plus de 150 points de base de hausse attendue d'ici la fin d'année. Avec un taux terminal des taux directeurs anticipé autour de 2,0 % en zone Euro et 3,5 % aux États-Unis, les maturités longues semblent refléter correctement, sur les niveaux actuels de 1,5 % sur le 10 ans allemand et 3,0 % sur le 10 ans américain, le contexte macroéconomique. Un contexte qui justifie le fait d'avoir des courbes de taux plates, voire inversées comme c'est déjà le cas aux États-Unis aujourd'hui.

À court terme, il est peu probable que la volatilité sur les taux d'intérêt s'affaiblisse. Il faudra une accalmie sur l'évolution des prix de l'énergie et la publication de plusieurs données montrant un affaiblissement de la dynamique inflationniste sous-jacente pour nous offrir plus de visibilité.

Le niveau de rendement actuel du crédit, tant sur le segment « **Investment Grade** » à plus de 3 % que sur le segment « **High Yield** » à un peu moins de 7 %, nous permet de conserver une vue positive sur la classe d'actifs. Malgré la détérioration de la situation économique à venir, le niveau de portage offre un coussin de protection important. Les spreads de crédit⁽³⁾, surtout contre la dette d'État, retrouvent des niveaux de 2012 et anticipent déjà une période de récession et une nette hausse des taux de défaut sur le segment « **High Yield** », au-delà de tout précédent historique.

ACTIONS

Les actions tangent mais ne plient pas

Nous l'avons bien compris, à première vue les éléments n'incitent guère à l'optimisme. Généralement, ni les craintes d'inflation ni les craintes de récession ne sont propices à l'investissement en actions. Et pourtant, avant la correction de la dernière semaine du mois d'août, les différents indices de la planète ont connu l'un des plus beaux étés des dix dernières années ! Pourquoi ce regain de confiance alors que, dans le même temps, nous parlons de restrictions et de sacrifices à venir et que la guerre ne faiblit pas sur le territoire européen ? Principalement, parce que les sociétés ont publié des résultats semestriels supérieurs aux attentes et, au-delà de ces publications, parce que les chefs d'entreprises continuent de distiller des messages positifs même si comme tout un chacun ils sont conscients de l'immense incertitude macroéconomique qui les entoure.

En début d'année, les analystes attendaient en Europe des résultats 2022 en hausse de moins de 10 % par rapport à ceux de 2021. Ils

⁽²⁾ Forward Guidance : outil utilisé par une Banque Centrale pour influencer, avec ses propres prévisions, les anticipations du marché quant aux niveaux futurs des taux d'intérêt

⁽³⁾ 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

les attendent à ce jour en progression de plus de 15 % post publications semestrielles. Des résultats qui progressent et des cours qui baissent entraînent mathématiquement une forte contraction des multiples de valorisation. Les PER⁽⁴⁾ prévisionnels des 12 mois à venir tournent autour de 11 en Europe et n'excèdent pas 17 aux États-Unis. Certes, avec la hausse des taux longs, il est normal que ces multiples aient baissé, mais à ce niveau, ils anticipent déjà soit une baisse sensible des profits dès 2023, soit la poursuite de la remontée des taux d'intérêt de part et d'autre de l'Atlantique. L'autre argument qui joue en faveur des actions est le « sentiment de marché » qui n'a jamais été aussi négatif de la part des investisseurs. Cela signifie que s'ils sont logiques avec eux-mêmes, beaucoup ont déjà réduit la sensibilité à cette classe d'actifs en ayant allégé leurs positions ou en ayant utilisé des stratégies optionnelles de couverture. En termes de style, même si la récente tension sur les taux affecte la valorisation des valeurs de croissance, les valeurs cycliques et financières ont sous-performé récemment au fur et à mesure que les craintes d'une récession plus massive que prévue gagnaient du terrain. Si la valorisation des marchés n'est pas prohibitive et si le sentiment des opérateurs est déjà très sombre, alors pourquoi ne pas être résolument à l'achat ? Parce que trop d'incertitudes demeurent, que ce soient les aléas géopolitiques, la politique des Banques Centrales, l'ampleur de la révision des profits à venir si la récession est pire que prévue, et surtout la capacité des entreprises à préserver leurs marges dans un contexte où les pressions concernant l'augmentation des salaires vont devenir de plus en plus prégnantes. **C'est pour ces raisons que nous conservons une opinion neutre sur ces niveaux en essayant de renforcer les positions une dizaine de pourcents plus bas et de les alléger une dizaine de pourcents plus hauts. Il sera bien temps d'adopter une position plus tranchée lorsque quelques réponses seront apportées aux nombreuses interrogations.**

Notre scénario central

Les Banques Centrales ont clairement réaffirmé leur priorité de lutte contre l'inflation au détriment de la croissance. Elles invalident ainsi des marchés qui anticipaient un assouplissement de leur part dès les premiers signes de ralentissement économique. Leur discours répond également à des anticipations d'inflation qui dérapaient à nouveau. Les parties longues des courbes ont bien intégré ce discours et reviennent aujourd'hui sur des niveaux qui nous paraissent beaucoup plus cohérents face au cycle de remontée des taux courts et des incertitudes sur l'inflation nous conduisant à réduire notre sous-exposition. Le crédit en particulier sur ces niveaux de taux et de spread nous paraît offrir des niveaux de portages intéressants.

Les marchés actions continuent d'osciller entre réalité fondamentale après la saison des résultats, valorisation faible et incertitudes fortes face aux défis des mois à venir nous conduisant à conserver notre approche de resensibilisation dans les baisses et allègements dans les hausses, sans grande tendance qui se dessine à ce jour.

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



AGENDA

8 SEPTEMBRE	Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE
9 SEPTEMBRE	Réunion de l'Eurogroupe
20 SEPTEMBRE	Réunion de la Réserve Fédérale américaine (Fed)
21 SEPTEMBRE	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