

GRAND ANGLE

MARS 2021

Comité du 08/03/21 • Achevé de rédiger le 11/03/21

La parole des Banques Centrales est-elle « démonétisée » ?



Jean-Marie MERCADAL
Directeur Général Délégué
en charge des gestions

Cette crise de la Covid-19 a mis les Banques Centrales en lumière. Leur action rapide et pragmatique a été saluée. Mais aujourd'hui, après une année de création monétaire massive, plusieurs questions se posent. Sont-elles toujours indépendantes, au service de la croissance et de la stabilité des prix ou dévoyées aux États en vue de faciliter le remboursement de leurs dettes ? Les taux à 10 ans américains ont triplé depuis l'été dernier et le rythme de remontée s'est accéléré. S'agit-il d'une simple « jacquerie » d'investisseurs obligataires déçus ponctuellement ou le signe d'une perte de confiance plus profonde ?

Notre allocation au 11/03/21

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

CLASSES D'ACTIFS

Les marchés actions sont soutenus par le rétablissement économique, mais une large part de ce rétablissement nous semble intégré dans les cours actuels. Les marchés obligataires sont logiquement plus nerveux dans ce contexte et il nous semble encore trop tôt pour y revenir franchement.

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

OBLIGATIONS

La hausse des taux s'accélère un peu plus que prévu, mais il n'y a pas beaucoup de fort potentiel de tension car les politiques monétaires resteront accommodantes et les marchés finiront par l'acter. Il n'y a pas beaucoup de potentiel de réduction des spreads de crédit⁽¹⁾, ni beaucoup de risque d'écartement. La dette émergente a souffert, mais reste intéressante à moyen terme.

Dettesouv. Euro Core	→
Dettesouv. Euro périph.	→
Euro Investment Grade	→
High Yield	→
Index. inflation/Breakeven	→
Dettesém. devises fortes	→
Dettesém. émergente locale	→

ACTIONS

Nous conservons une vue assez positive en relatif sur les actions européennes, moins sensibles aux grandes valeurs de croissance. Nous soulignons dans notre dernière publication que les actions chinoises étaient « sur achetées ». Il y aura à nouveau des opportunités dans la phase de correction actuelle.

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

ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES

Nous conservons notre vue : c'est « maintenant ou jamais » pour le style « value / cyclique ». Le rattrapage a déjà bien commencé, il ne nous semble pas fini. Il en est de même pour le segment « petites et moyennes capitalisations ».

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

DEVICES

Le dollar bénéficie du momentum positif relatif de la croissance américaine et de la hausse des taux obligataires. Mais nous voyons peu de potentiel d'appréciation et restons sur notre vue d'évolutions modérées des grandes parités de change.

Dollar US	→
Yen	→
Livre sterling	→

⁽¹⁾ Spreads de crédit : représentant le 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

Cela fait pratiquement un an que le virus de la Covid-19 domine l'actualité économique et financière et met nos nerfs à l'épreuve ! Aujourd'hui enfin, le bout du tunnel semble proche : le nombre de cas Covid dans le monde est en nette baisse et les espoirs d'un retour assez rapide au monde ouvert d'avant s'accroissent. Les campagnes de vaccination sont en effet un réel succès aux États-Unis et au Royaume Uni. La zone Euro est pour l'instant en retard pour des raisons mystérieuses, mais les « choses » finiront par s'arranger. L'Asie, et particulièrement la Chine, avait quant à elle déjà globalement résolu le problème...

Après la pire récession de l'après-guerre, les perspectives s'améliorent donc, et la question d'une sorte de normalisation des politiques monétaires va se poser.

Les Banques Centrales ont pris leurs responsabilités durant cette crise en finançant largement les déficits et dettes publiques. Elles ont gagné ainsi une grande crédibilité globale et pris une place très importante dans le débat public. Les mesures prises ont été efficaces : elles ont permis de soutenir les entreprises et d'éviter des faillites et, sur le plan sociétal, elles ont créé les conditions suffisantes pour maintenir une certaine cohésion dans les populations. Si leur stratégie et les moyens mis en place ont pu paraître aventureux, elles ont agi conformément à l'une de leur mission première : entretenir les conditions d'une croissance suffisante pour viser le plein emploi. L'autre mission essentielle est de garantir la stabilité des prix et la valeur de la monnaie. S'il n'existe pas de limite théorique à la taille des bilans des Banques Centrales, c'est sur ce second volet que de sérieux doutes commencent à naître sur les marchés. À l'heure où l'économie redémarre et où quelques tensions inflationnistes se manifestent, il est peut-être temps de se soucier des effets potentiels négatifs à terme de cette création monétaire artificielle qui finira par éroder le pouvoir d'achat des ménages et des épargnants... alors que dans le même temps, une inflation plus élevée permettrait de réduire plus rapidement le ratio de dette des États rapportée au PIB, car un taux d'inflation plus fort induit une croissance des PIB nominaux plus importante...

Les gouvernements ne pourront pas revenir rapidement à une gestion plus rigoureuse des dépenses publiques pour des raisons de cohésion sociale. **Tous ces sujets commencent à peser sur les marchés obligataires.** Dans le contexte actuel, une remontée incontrôlée des taux d'intérêt aurait des effets négatifs en chaîne sur les marchés et le prix des actifs en général. Les Banques Centrales vont devoir ramener de la confiance sur ces sujets.

É C O N O M I E

Sur le plan économique, les pays qui représentent près de 90% du PIB mondial seront donc opérationnels d'ici quelques mois. Un phénomène de rattrapage de consommation et d'investissement devrait s'enclencher,

créant une accélération de la croissance assortie de tensions probables et ponctuelles sur les prix.

Aux États-Unis, le modèle de la Fed d'Atlanta qui mesure le PIB « instantané » donne un rythme de croissance de près de 9,5% désormais contre 5,0% en début d'année. Toutes les données à haute fréquence sont concordantes et la consommation des ménages pourrait encore s'accroître à la réception des chèques envoyés par le Trésor américain, ce qui est prévu dans le plan de relance de Joe Biden qui vient d'être adopté et qui va par ailleurs stimuler l'économie pour les années à venir. **En zone Euro,** le redémarrage risque d'être freiné par une campagne de vaccination poussive qui oblige les autorités à maintenir encore des mesures de confinement. Ceci pèse en premier lieu sur le secteur des services alors que l'industrie semble plus dynamique. Les indicateurs avancés de conjoncture (indice PMI) sont tout de même globalement bien orientés.

La Chine est en avance de cycle par rapport aux autres pays : la crise sanitaire a été résolue plus tôt. Le rebond initial assez fort de l'économie va bientôt s'estomper, d'autant plus que le gouvernement semble vouloir éviter la surchauffe de certains secteurs, notamment pour contenir les prix dans l'immobilier. Les indicateurs avancés commencent donc à rebaisser, mais la confiance globale à moyen terme des chefs d'entreprises et des consommateurs reste assez élevée, ce qui est rassurant.

La croissance mondiale pourrait donc dépasser en 2021 les prévisions actuelles données par les grands instituts de conjoncture.

Après s'être contractée de 3,8% en 2020, l'économie mondiale pourrait croître de 5,4% d'après le consensus des économistes recensé par Bloomberg. Le rebond prévu aux États-Unis serait de 5,0% cette année après une récession de 3,5% en 2020. Mais de plus en plus de stratèges estiment que le rétablissement de l'économie américaine pourrait être encore plus important avec l'adoption du plan de relance. Les plus optimistes envisagent une croissance de 7,0% en 2021. C'est un peu différent en zone Euro avec une croissance 2021 attendue à 4,2% contre une récession de 6,8% en 2020 ! Enfin, la Chine devrait connaître une croissance solide de 8,4% cette année contre seulement +2,3% l'année dernière. **Dans ce contexte de rebond économique et de création monétaire, le sujet de l'inflation redevient donc d'actualité.** Les dernières statistiques indiquent en effet une reprise significative des taux d'inflation à partir d'un niveau très bas induit par la crise de la Covid-19. Ceci peut être interprété comme une nouvelle qui va dans le sens de ce qui est souhaité par les Banques Centrales pour se rapprocher de leur objectif de 2% (Fed et BCE). Mais pour l'instant, et comme l'inflation est souvent observée sur des périodes de 12 mois glissants, il s'agit principalement d'une forme de rattrapage par rapport à une situation très particulière de l'année dernière. Les prix du pétrole ont significativement remonté depuis un an et le caractère désinflationniste de la crise sanitaire sur les prix de certains services va s'estomper, dans un contexte de tension sur les coûts des entreprises (prix du fret maritime en nette

hausse, pénurie de puces électroniques, hausse générale du prix des matières premières avec la reprise, reprise de la construction avec des tensions sur le prix du bois...).

En conséquence, il est clair qu'il y a un petit risque d'emballage à court terme des indices de prix, surtout aux États-Unis ou l'inflation pourrait se situer pendant quelques mois autour de 3%, scénario qui a déjà été envisagé par la Fed, qui a indiqué qu'elle n'interviendrait pas. En zone Euro, on est encore loin de l'objectif de 2%...

TAUX D'INTÉRÊT

Les Banques Centrales vont devoir convaincre à nouveau sur leur scénario...

Nous l'avons souligné lors de notre dernière publication, la communication des Banques Centrales sera plus compliquée. Il devient en effet plus difficile de comprendre le maintien de telles politiques procycliques alors qu'une reprise franche s'annonce. Pourtant, la logique des Banques Centrales n'a pas changé et se comprend : les taux de chômage sont encore trop importants de part et d'autre de l'Atlantique. Aux États-Unis, où les mécanismes d'indemnisation du chômage n'ont pas été aussi généreux qu'en zone Euro, il y a encore 9 millions d'américains qui n'ont pas retrouvé leur poste. Et par ailleurs, le taux de participation à l'emploi n'est pas satisfaisant. Il ne l'était pas déjà avant la crise. Dans ces conditions, les Banques Centrales restent très vigilantes et ne veulent pas changer d'orientation de politique monétaire trop rapidement, ce qui se conçoit. Il convient également de garder à l'esprit que le Président de la Fed, Jerome Powell, avait déjà anticipé cette remontée ponctuelle de l'inflation : il a expliqué qu'il jugerait l'inflation en tendance, laissant entendre ainsi qu'il la laisserait le cas échéant dépasser pendant quelque temps la cible de 2%. La BCE doit s'exprimer à nouveau dans les prochains jours, mais le ton devrait être similaire. **Les Banques Centrales agissent ainsi conformément à leur analyse fondamentale de la situation et leur logique** : il n'y aura ainsi probablement pas de modification de leurs politiques au cours des prochains mois. Les politiques d'achat de titres vont continuer et les taux monétaires resteront à leurs niveaux actuels jusqu'en 2023. Elles ne croient pas à un scénario d'emballage à long terme de l'inflation. Il est vrai qu'il y a encore beaucoup de forces déflationnistes sous-jacentes dans nos économies : les mouvements de relocalisation, s'ils ont lieu, seront lents si bien qu'il y aura toujours une pression à la baisse des prix par la globalisation, le progrès technologique accroît la productivité, nos populations vieillissent et sont quelquefois en décroissance...

En conséquence, le mouvement de remontée des taux va ralentir et restera piloté par les Banques Centrales pour finir vers 1,75% et 2,00% aux États Unis et -0,20% / 0,00% en Allemagne à l'horizon des prochains mois. **Sur le crédit « Investment Grade »**, il n'y pas de resserrement

supplémentaire des « spreads⁽²⁾ » à attendre de notre point de vue, le rebond économique étant intégré dans les cours actuels. Un mouvement de pentification de la courbe des taux (mais de l'ordre de 10 bp) peut se produire, ce qui reste modéré. Le raisonnement est identique sur le segment « High Yield », qui reste toutefois intéressant pour le différentiel de rendement. **Les obligations émergentes** ont été pénalisées par la remontée des taux américains et, pour ce qui concerne les dettes locales, par la relative fermeté du dollar. Nous pensons qu'elles restent intéressantes dans une optique moyen terme, avec des rendements désormais proches de 5% en moyenne sur un panier de dettes gouvernementales de maturité 5 ans. Plus généralement sur **les parités de change**, le dollar bénéficie du momentum relatif favorable de l'économie américaine et de la remontée des rendements obligataires. Ce mouvement pourrait se poursuivre au cours des prochaines semaines, et notamment vis-à-vis du RMB chinois qui avait bien progressé l'année dernière. Mais fondamentalement, nous ne voyons pas de fort potentiel haussier pour la monnaie américaine et avons plutôt le sentiment que les parités de change entre les principales devises internationales sont proches de cours d'équilibre objectifs, sans forte sur-évaluations ou sous-évaluations flagrantes. **L'or a été pénalisé récemment par la remontée des taux réels**. Nous pensons qu'il s'agit d'une diversification intéressante dans un portefeuille et les cours atteints nous paraissent constituer un « timing » attractif.

ACTIONS

Hausse des taux = baisse des marchés ?

Pour l'instant, s'il y a un mouvement assez fort de rotation sectorielle, les marchés actions restent globalement plutôt fermes et ne subissent pas trop la remontée des taux obligataires. Au fond, les taux longs montent pour de bonnes raisons, qui sont liées à l'amélioration conjoncturelle. Historiquement, une hausse des taux longs n'implique pas forcément une baisse des marchés actions : lors des 16 dernières phases de hausse significative des rendements obligataires depuis l'après-guerre, les marchés actions ont monté à 13 reprises. Les seules exceptions (de sinistre mémoire !) sont 1987, 1994 et 2018 : à chaque fois, les marchés avaient été surpris par des décisions inattendues de la Réserve Fédérale... Ajoutons également que cette fois-ci, le niveau absolu des taux est particulièrement très bas et qu'une certaine normalisation se conçoit. Les marchés ont déjà anticipé la fin de la Covid-19 et la réouverture des économies : parmi les plus importantes performances depuis le début de l'année figurent les perdants de la période des confinements. Notons que le rebond de ces secteurs a commencé dès le mois de novembre dernier : à la hausse figurent donc les valeurs pétrolières, les industrielles, les compagnies aériennes, les banques avec la repentification de la courbe des taux... Inversement, les valeurs de croissance, aux niveaux de valorisations les plus élevés, ont logiquement davantage corrigé ces dernières semaines : elles sont effectivement naturellement

⁽²⁾ 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

plus sensibles aux variations de taux d'intérêt, dans un sens comme dans l'autre. Les plus grandes capitalisations boursières du monde, Apple, Amazon, Microsoft, Tesla bien sûr, ont perdu ainsi jusqu'à 10 à 15% en extrêmes, (-33% pour Tesla !), avant de se reprendre quelque peu ces derniers jours. Nous conservons l'idée que nous avons depuis quelques mois, à savoir que le mouvement de rattrapage des secteurs cycliques/value n'est pas encore terminé. Plus globalement, cette année marquera un rétablissement spectaculaire des bénéfices des entreprises : +25% de progression attendue sur les résultats des entreprises de l'indice S&P 500 et +32% en zone Euro. Ces estimations sont susceptibles d'être révisées à la hausse. Pour 2022, les premières estimations donnent des progressions de l'ordre de 17% aux États-Unis comme en zone Euro. En termes de valorisation, cela donnerait donc pour l'indice S&P 500 un PER⁽³⁾ 2021 de 22,5 et de 19,5 pour 2022. Concernant l'indice Eurostoxx, cela donne des niveaux de 18,7 et 15,5 respectivement. Ce n'est ni excessif, ni sous-évalué. Les autres méthodes utilisées (prix/valeurs d'actifs, PER ajustés du cycle...) montrent plutôt des actions globalement un peu chères. Mais inversement, elles restent intéressantes par rapport aux marchés obligataires, notamment pour le rendement des dividendes. Nous pensons que ce rétablissement des bénéfices a déjà été largement anticipé par les marchés ces derniers mois. Une pause pourrait être observée dans un contexte plus volatile sur les marchés obligataires. Nous pensons qu'il convient donc de rester « neutre » sur les allocations actions afin d'être en situation plus confortable pour réinvestir durant les phases de volatilité accrue qui pourraient se produire au cours des prochaines semaines.

Notre scénario central

“Good News = Bad News et inversement” ! Les perspectives de reprise économique rapide induisent naturellement des risques de hausse des taux et de l'inflation... ce qui met logiquement une pression sur la valorisation d'actifs dopés par la création monétaire ! Mais inversement, cela montre que la conjoncture s'améliore, et les résultats des entreprises seront bien meilleurs cette année et l'année prochaine. Dans ce contexte, les forces semblent s'équilibrer et finalement, le message des Banques Centrales semble être le suivant : restons humbles et prudents après cette crise très violente, ne brusquons pas les choses ! Nous pensons donc que les politiques monétaires accommodantes vont continuer, et que les marchés en prendront acte tôt ou tard. En attendant, nous préconisons d'adopter des stratégies d'investissement un peu plus prudentes pour garder des marges de manœuvre durant des phases plus volatiles qui nous semblent possibles.

⁽³⁾ PER : Price Earning Ratio. Indicateur d'analyse boursière : ratio de cours divisé par le bénéfice.



AGENDA

16

MARS

Réunion de la Réserve
Fédérale américaine
(Fed)

18

MARS

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

24

MARS

Réunion du Conseil des
gouverneurs de la BCE



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