

## POINT DE VUE

### Perspectives d'investissement 2022 – Marchés actions

#### Actions : Le cycle peut-il perdurer ?

*Les pressions inflationnistes, le ralentissement des taux de croissance et le resserrement des politiques monétaires font craindre à certains que les actions ne soient confrontées à une épreuve de force en 2022. Mais pour Matt Peron, directeur de la recherche, le cycle du marché des actions pourrait se révéler résistant.*

#### Principaux points

- L'inflation, le resserrement des politiques monétaires et le ralentissement de la croissance ont fait craindre que le redressement post-pandémique des actions ne touche à sa fin.
- Mais étant donné la rapidité du rebond jusqu'à présent, ces tendances pourraient se combiner pour contribuer à modérer et à prolonger le cycle des marchés en 2022.
- Ainsi, les investisseurs en actions devraient privilégier les secteurs liés à une économie toujours en hausse, mais capables de résister aux changements de politique monétaire, à un marché du travail tendu et à la présence persistante de la COVID-19

Le marché baissier qui a suivi l'éclatement de la pandémie de COVID-19 s'est avéré être l'un des plus rapides jamais enregistrés. Aujourd'hui, alors que les craintes relatives à l'inflation augmentent, que les banques centrales réduisent leurs mesures de relance et que la croissance économique s'avère inégale, les investisseurs sont en droit de se demander si la reprise qui s'en est suivie ne pourrait pas être tout aussi rapide. Nous sommes bien conscients que, du fait de la pandémie mondiale, nous ne sommes pas en présence d'un cycle d'expansion et de ralentissement ordinaire. Mais nous estimons également que le risque de voir le marché arriver prématurément en fin de cycle est plus faible que certains investisseurs ne pourraient le craindre. En réalité, les tendances à l'origine de l'incertitude actuelle pourraient contribuer à prolonger le cycle plutôt qu'à y mettre fin, avec d'importantes implications pour les investisseurs.

#### Risques relatifs au cycle de marché : ce qui inquiète les investisseurs

Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, le cycle de marché moyen de l'indice S&P 500<sup>®</sup> dure environ 5.5 ans, de son point le plus bas à son point le plus haut.<sup>1</sup> Ainsi, si l'on se fie à l'histoire, l'indice de référence des grandes capitalisations américaines devrait atteindre le point médian de son expansion actuelle vers la mi-2022, après avoir touché son point le plus bas en mars 2020. Mais les indices actions internationaux sont déjà bien au-dessus des sommets d'avant la pandémie (graphique 1), stimulés par les généreuses mesures de relance. Dans le même temps, les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement et les pénuries de main-d'œuvre, ainsi que la

libération de la demande insatisfaite, ont entraîné une hausse des prix dans l'ensemble de l'économie et porté l'inflation à des niveaux que l'on n'avait pas vus depuis plus de dix ans.

### Graphique 1 : Rebond des actions

*Les indices actions ont déjà dépassé les sommets atteints avant la pandémie, ce qui fait craindre que la reprise n'ait été trop forte et trop rapide, en particulier aux États-Unis.*



Source : Bloomberg, données du 2 janvier 2020 au 5 novembre 2021.

Remarque : Les lignes en pointillés représentent les sommets pré-pandémiques des indices correspondants.

### Continuer à avancer : passer les ralentisseurs, sans rater le virage

Selon nous, l'inflation est devenue le principal risque qui pèsera sur le cycle du marché en 2022 et elle doit être surveillée de près. Mais même si les prix devraient rester élevés à court terme, certains des principaux moteurs de l'inflation, tels que la hausse des salaires et des coûts des matières premières, pourraient commencer à faiblir. Les augmentations de salaire, par exemple, pourraient ralentir après une première phase de hausse, dans la mesure où de plus en plus de personnes reviennent sur le marché du travail, et que les employeurs accordent d'autres avantages, comme le télétravail, ou que les entreprises remplacent certaines fonctions par des moyens technologiques.

L'année 2022 pourrait également marquer le début de la transformation de la COVID-19 qui, de crise de santé publique, deviendrait une maladie endémique gérable sans devoir arrêter l'économie. En juillet, par exemple, une forte augmentation des cas de COVID-19 en Asie du Sud-Est, plaque tournante de la confection et de la fabrication de semi-conducteurs, a entraîné des confinements de plusieurs mois. Dans des pays comme le Viêt Nam, les politiques mises en œuvre ont fait baisser le nombre de cas, mais ont également entraîné une forte baisse du produit intérieur brut (PIB), menacé les investissements étrangers et réduit les exportations. Par la suite, le Premier ministre vietnamien a effectivement confié que le pays ne pourrait pas « recourir éternellement à des mesures de quarantaine et de confinement ».<sup>2</sup>

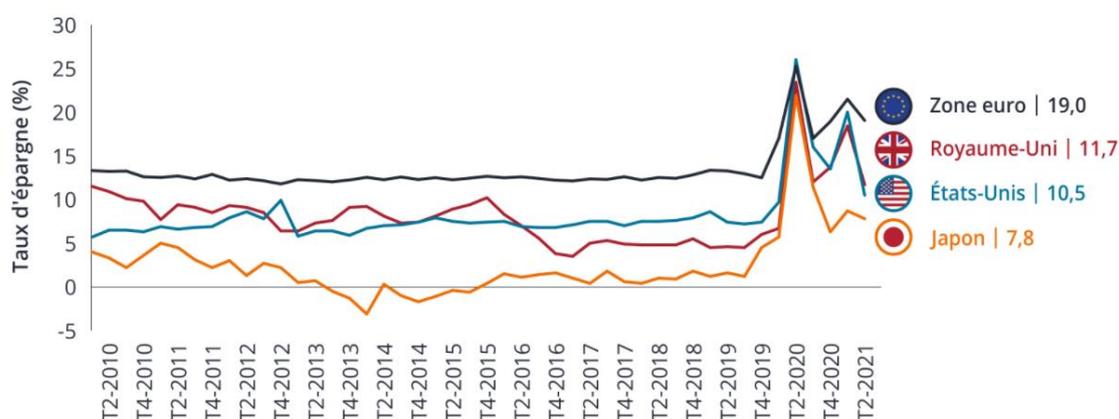
Grâce à l'augmentation de la couverture vaccinale et à de nouveaux médicaments prometteurs qui se sont avérés capables de limiter la gravité de l'infection, il pourrait être plus facile de « vivre avec la COVID » en 2022. Mais cette transition devrait se dérouler à des rythmes différents selon les régions. Il faudra également du temps pour que les problèmes d'approvisionnement qui se sont déjà accumulés se résolvent. Aussi, les investisseurs devraient, selon nous, se préparer à une croissance saccadée. Aux États-Unis, le PIB réel n'a augmenté qu'à un taux annualisé de 2 % au cours du troisième trimestre de 2021, contre 6,7 % au deuxième trimestre, en raison des inquiétudes

suscitées par le variant delta, des pénuries d’approvisionnement et de la fin des programmes d’aide gouvernementale, qui ont pesé sur les dépenses de consommation.<sup>3</sup>

S’il est temporaire, ce ralentissement pourrait constituer une étape bienvenue vers un taux de croissance plus durable de l’économie. Il reste largement de quoi alimenter l’expansion. Les généreux programmes de relance mis en place pendant la pandémie ont entraîné une forte augmentation des taux d’épargne des particuliers, comme le montre le graphique 2, conférant aux consommateurs un véritable pouvoir d’achat malgré la hausse des prix. (La hausse des prix de l’immobilier, des salaires et la vigueur des marchés financiers ont également contribué à cette évolution.) En Europe, on estime que les ménages ont accumulé des réserves de liquidités excédentaires d’une valeur de 2,7 points de pourcentage du PIB (300 milliards d’euros) en 2020, et ce bilan a probablement augmenté début 2021.<sup>4</sup> Ces réserves devraient contribuer à stimuler les dépenses jusqu’à ce que le taux d’épargne se normalise, c’est-à-dire jusqu’en 2022.

### Graphique 2 : Taux d’épargne des ménages et des particuliers

Grâce aux programmes d’aide gouvernementale pour lutter contre les effets de la pandémie et aux dépenses reportées, les consommateurs disposent d’un pouvoir d’achat accru.



Source : Office for National Statistics (au 30 septembre 2021) ; Federal Reserve Bank of St. Louis (au 29 octobre 2021) ; Cabinet Office, Gouvernement du Japon (au 15 octobre 2021) ; et Eurostat (au 15 octobre 2021).

Remarque : Les données sont trimestrielles.

Les dépenses sont elles aussi susceptibles d’augmenter. Alors que les consommateurs ont fait le plein d’automobiles, d’appareils électroménagers, de vêtements et d’autres biens pendant la phase initiale de la reprise, les dépenses de restauration et de voyage sont restées à la traîne. Par exemple, le nombre de touristes qui se sont rendus en Espagne pendant les mois d’été n’a atteint qu’environ 50 % de celui de 2019, et les taux d’occupation des hôtels en France ont été inférieurs de 20 points de pourcentage pendant la même période.<sup>5</sup> Aujourd’hui, avec l’assouplissement des restrictions imposées aux interactions sociales, les choses commencent à s’inverser. La rotation de la consommation des biens vers les services pourrait aider l’économie à poursuivre son expansion en 2022, tout en permettant aux stocks de se reconstituer et aux pressions sur les prix de se calmer.

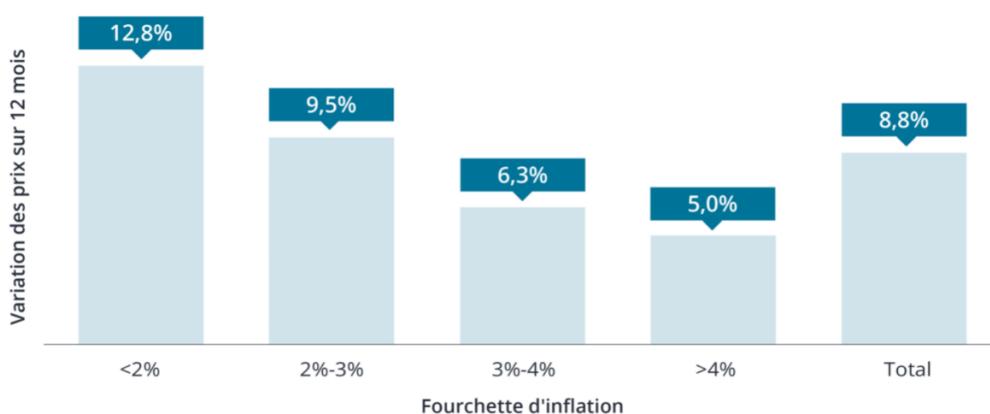
### Qu’en est-il des banques centrales ?

Les politiques monétaires ultra-accommodantes qui ont soutenu l’épargne et fait exploser les prix des actifs pendant la pandémie touchent à leur fin. Les banques centrales ont déjà commencé à réduire leurs achats mensuels d’obligations et d’autres titres. La prochaine étape consistera à relever les taux d’intérêt.

À première vue, la hausse des taux pourrait sembler défavorable aux actifs risqués tels que les actions, puisque des rendements plus élevés réduisent la valeur actuelle des flux de trésorerie, des dividendes et des bénéfices futurs. Mais en réalité, pour les actions, le facteur le plus important est le taux de variation. Pour éviter de commettre une erreur de politique qui mettrait fin au cycle actuel, les régulateurs doivent trouver le bon équilibre : une hausse trop rapide pourrait étouffer la croissance économique ; une hausse trop lente risquerait d'accélérer l'inflation. Comme le montre le graphique 3, le S&P 500 a toujours enregistré des hausses d'environ 10 % ou plus sur les périodes de 12 mois au cours desquelles l'inflation était en moyenne de 3 % ou moins. Mais l'on voit aussi qu'à mesure que l'inflation augmente, la capacité de l'indice de référence à progresser diminue.

### Graphique 3 : Variation du S&P 500 au cours des différentes périodes d'inflation (1945 - 2021)

Dans le passé, le S&P a offert une bonne couverture contre l'inflation, mais jusqu'à un certain point seulement, ce qui souligne l'enjeu que représentent les politiques des banques centrales en 2022.



Source : Robert Shiller, Université de Yale ; Bloomberg, au 30 septembre 2021.

Remarque : Les données montrent le taux d'appréciation de la valeur de l'indice S&P 500 sur la période de 12 mois qui a suivi.

Jusqu'à présent, les autorités monétaires ont agi avec prudence. La Reserve Bank of New Zealand a relevé son taux d'escompte de 0,25 point de pourcentage en octobre pour le porter à 0,5 %, mais elle l'a fait un mois après ce que les économistes avaient prévu, préférant attendre la fin d'une vague de COVID. En novembre, la Banque d'Angleterre a maintenu son taux de référence stable en raison de ses inquiétudes à propos du marché du travail. Enfin, la présidente de la Banque centrale européenne (BCE), Christine Lagarde, a déclaré qu'il était « très peu probable » que la BCE relève ses taux en 2022, dans la mesure où un resserrement monétaire serait contre-productif à un moment où la hausse des prix de l'alimentation et de l'énergie pèse déjà sur le pouvoir d'achat.

Quelles que soient les décisions des banques centrales en 2022, il ne faut pas oublier qu'au-delà de la politique monétaire, il existe de puissantes tendances qui peuvent contribuer à contenir les prix, à stimuler la croissance et à soutenir les valorisations des actions. La numérisation, une force désinflationniste, progresse rapidement. Même avec un resserrement monétaire, il faudra des années pour que les taux et les bilans des banques centrales se « normalisent ». (Aux États-Unis, par exemple, les rendements du Trésor à 10 ans corrigés de l'inflation restent largement en territoire négatif<sup>6</sup>). Qui plus est, de nouvelles mesures de relance budgétaire sont prévues, notamment le projet de loi sur les infrastructures de 1 000 milliards de dollars récemment adopté aux États-Unis et le plan de relance européen NextGenerationEU de 750 milliards d'euros.

### Conséquences pour les investisseurs

Tout ceci implique que, selon nous, la reprise est encore loin d'être terminée et qu'en 2022, les investisseurs en actions ont tout intérêt à se positionner en début ou en milieu de cycle de marché, plutôt que d'être trop défensifs. Cela signifie qu'il faut privilégier les secteurs qui tirent parti d'une économie toujours en hausse, mais qui peuvent composer avec les changements de politique monétaire, un marché du travail tendu et, bien sûr, la présence persistante (mais, espérons-le, en régression) de la COVID-19.

### Le retour de la value — deuxième prise

Plus tôt en 2021, les actions des entreprises liées au cycle économique (généralement considérées comme des titres value) ont commencé à surperformer les valeurs de croissance, qui s'étaient imposées pendant la pandémie en raison de l'explosion de la demande de technologies. Ce mouvement s'est inversé après que le variant delta ait compromis la reprise (graphique 4). Mais si le PIB continue de croître en 2022 comme nous le prévoyons (malgré des revers de court terme) et que les taux d'intérêt remontent doucement, les secteurs orientés value comme les secteurs financiers, industriels, des matériaux et de l'énergie pourraient à nouveau surperformer.

**Graphique 4 : L'écart entre croissance et value**

*Les valeurs de croissance ont dominé le reste du marché pendant la pandémie, mais cela pourrait changer si la reprise économique se poursuit et si la hausse des taux exerce une pression sur les valorisations.*



Source : Bloomberg, le 31 octobre 2021

Les multiples boursiers pourraient également inciter les investisseurs à se tourner vers la value. Le ratio cours/bénéfices (P/E) à 12 mois de l'indice MSCI World Value était de 15 au début du mois de novembre. Le P/E de l'indice MSCI World Growth était quant à lui plus de deux fois plus élevé, à 33.<sup>7</sup> Il existe des raisons légitimes à cet écart, comme le fait que de nombreuses valeurs de croissance bénéficient de tendances porteuses durables. Mais en période de resserrement monétaire, les investisseurs se montrent souvent plus sensibles aux valorisations, ce qui pourrait renforcer l'attrait des titres value à court terme. (Plus tard dans le cycle, lorsque la politique monétaire redeviendra plus neutre, les moteurs de croissance séculaires reviendront au premier plan, ce qui sera plus favorable aux valeurs de croissance).

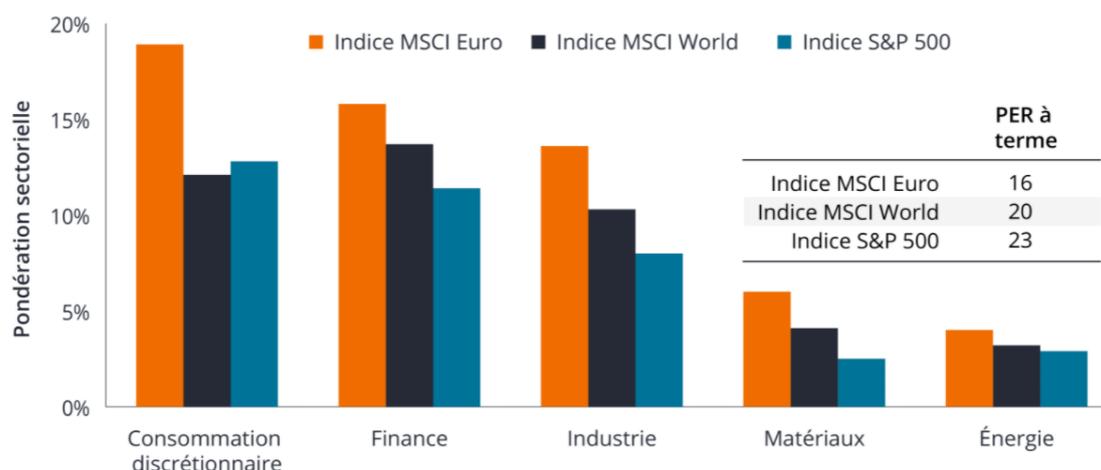
### Des opportunités mondiales

Si l'on traduit ce raisonnement en termes géographiques, certaines régions du globe commencent à se démarquer. Bien que nous restions positifs quant aux perspectives des actions américaines, la

zone euro dispose d'un biais cyclique, puisque des secteurs tels que ceux de la consommation discrétionnaire, des finances et de l'industrie représentent un pourcentage important de l'indice MSCI Euro en termes de capitalisation boursière. L'indice de référence se négocie également à un P/E plus faible que la moyenne des marchés développés (graphique 5). Qui plus est, la zone euro n'a pas connu le même niveau de pénurie de main-d'œuvre que les États-Unis ou le Royaume-Uni<sup>8</sup>, ce qui pourrait conduire la BCE à mettre en œuvre une politique de resserrement monétaire plus lente.

### Graphique 5 : Le biais value de la zone euro

Les actions de la zone euro présentent une forte proportion de secteurs cycliques et se négocient avec une décote par rapport aux autres marchés.



Source : Bloomberg, MSCI et S&P Global. Pondérations sectorielles au 29 octobre 2021. Les données des P/E sont basées sur les bénéfices prévisionnels estimés à 12 mois et en date du 5 novembre 2021.

Sur les marchés émergents, les flambées de COVID ainsi que les changements réglementaires et la restructuration de la dette chinoise ont pesé sur les actions au second semestre 2021.<sup>9</sup> Mais, de même que pour l'Europe, nous pensons que ces marchés pourraient tirer parti d'une croissance continue de l'économie mondiale en 2022, notamment si les matières premières et les exportations de la région font l'objet d'une demande accrue. Les actions value des marchés émergents devançant déjà leurs homologues de croissance depuis quatre trimestres consécutifs, et cette dynamique pourrait se poursuivre.<sup>10</sup> L'Asie du Sud-Est, en particulier, pourrait connaître un fort rebond à mesure que les usines reprennent leurs activités et que les pouvoirs publics adoptent des mesures moins draconiennes pour gérer les cas de COVID. Les perspectives de la Chine sont plus complexes en raison des changements de politique en cours et pourraient nécessiter une approche tactique à court terme.

### Faiseurs de prix et innovateurs

Avec la hausse du coût de production et des salaires et les contraintes d'approvisionnement et de main-d'œuvre qui limitent la production, les entreprises doivent gagner en efficacité. Celles qui y parviendront devraient être mieux placées pour préserver et accroître leurs bénéfices, ce qui justifiera une valorisation plus élevée de leurs actions. Ces entreprises pourraient également s'assurer de meilleures performances à long terme.

Selon nous, de telles entreprises sont présentes dans l'ensemble de l'économie — aussi bien celles qui sont liées au cycle économique que celles dont les moteurs de croissance sont plus séculaires — et elles devraient contribuer largement aux performances des actions, indépendamment de ce qui

se passera en 2022. Les actions orientées value pourraient effectivement connaître des périodes fastes tout au long de la prochaine phase de la reprise. Mais à long terme, nous pensons que l'innovation restera le principal moteur de la croissance et que les entreprises innovantes pourront générer des flux de trésorerie disponibles à un rythme supérieur à celui des marchés et de l'inflation.

<sup>1</sup> National Bureau of Economic Research, au 19 juillet 2021.

<sup>2</sup> Think Global Health, « Vietnam Ends "Zero-COVID" — Is It Too Soon? » 14 octobre 2021.

<sup>3</sup> Bureau of Economic Analysis, estimation avancée, en date du 28 octobre 2021. Le PIB réel mesure le taux de croissance économique corrigé de l'inflation.

<sup>4</sup> SPG Global Ratings, « Economic Outlook Europe Q4 2021 : A Faster-Than-Expected Liftoff » 23 septembre 2021.

<sup>5</sup> SPG Global Ratings, « Economic Outlook Europe Q4 2021 : A Faster-Than-Expected Liftoff » 23 septembre 2021.

<sup>6</sup> Département du Trésor des États-Unis, au 5 novembre 2021.

<sup>7</sup> Bloomberg, le 5 novembre 2021. Les indices MSCI World Value et MSCI World Growth représentent les grandes et moyennes capitalisations qui affichent respectivement des caractéristiques des styles value et croissance, dans 23 pays développés.

<sup>8</sup> SPG Global Ratings, « Economic Outlook Europe Q4 2021 : A Faster-Than-Expected Liftoff » 23 septembre 2021.

<sup>9</sup> Bloomberg. Du 30 juin 2021 au 5 novembre 2021, l'indice MSCI Emerging Markets a enregistré une performance totale de -7,12 %.

<sup>10</sup> Bloomberg. Données basées sur les performances de l'indice MSCI Emerging Markets Value Net Total Return et de l'indice MSCI Emerging Markets Growth Net Total Return du 30 septembre 2020 au 30 septembre 2021.

<sup>11</sup> Gartner, « Gartner Forecasts Worldwide Hyperautomation-Enabling Software Market to Reach Nearly \$600 Billion by 2022 », avril 2021

Les opinions exprimées ici sont celles de l'auteur au moment de la publication du présent document et peuvent différer de celles d'autres collaborateurs/équipes de Janus Henderson Investors. Les références à des titres, fonds, secteurs et indices au sein du présent document ne sauraient être interprétées comme une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les données de performance tiennent compte du revenu, des gains et des pertes en capital mais n'incluent pas les frais récurrents ou les autres dépenses du fonds.

La valeur d'un investissement et ses rendements peuvent augmenter ou diminuer et vous pourriez ne pas récupérer l'intégralité du montant investi à l'origine.

Les informations contenues dans cet article ne constituent pas une recommandation d'investissement.

A des fins promotionnelles.