

# GRAND ANGLE

OCTOBRE 2021

Comité du 27/09/21 • Achevé de rédiger le 29/09/21

## La résilience des marchés va être à nouveau testée



Jean-Marie  
MERCADAL

Directeur des stratégies  
d'investissement  
OFI Holding

Eric  
BERTRAND

Directeur Général  
Délégué et Directeur  
des Gestions OFI AM

**Les marchés actions occidentaux ont été à peine affectés par l'épisode « Evergrande » ou l'annonce d'un durcissement de la politique monétaire américaine plus tôt que prévu...**

**La résilience des marchés est exceptionnelle. Elle risque d'être cependant à nouveau « challengée » par plusieurs questions majeures alors que nous entrons dans une période statistiquement moins favorable à Wall Street : pérennité de la reprise économique, impact du regain de l'inflation sur la consommation des ménages et les marges des entreprises, Chine... et bien sûr, les politiques monétaires !**

### Notre allocation

au 29/09/21

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

### CLASSES D'ACTIFS

Dans un contexte de réduction potentielle des programmes d'achat de titres obligataires des Banques Centrales, les taux d'intérêt à long terme pourraient remonter quelque peu. Les obligations n'apparaissent donc pas attractives dans ce contexte. En relatif, les actions semblent plus prometteuses et pourront être renforcées si des phases plus volatiles surviennent.

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

### OBLIGATIONS

Les marchés obligataires pourraient connaître également des phases plus volatiles avec un moindre soutien des Banques Centrales. Une tension supplémentaire semble ainsi possible, mais elle ne devrait pas être significative car elle pénaliserait trop le financement des États. Les « spreads »<sup>(1)</sup> de crédit sont déjà très faibles. Les obligations émergentes sont intéressantes pour leur rendement dans une optique de diversification.

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 valorisations d'ensemble sont plutôt dans des bornes élevées, mais elles n'ont pas spécialement progressé cette année car les bénéfices des entreprises se sont nettement repris. Il conviendra de bien surveiller la prochaine phase de publication de résultats car la dynamique de révisions des bénéfices pourrait s'estomper, notamment avec la hausse des prix qui pourrait peser sur les marges.

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

### ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES

Les valeurs les plus sensibles à la hausse des taux d'intérêt pourraient connaître un regain de vigueur dans ce contexte de normalisation progressive des politiques monétaires. Il s'agit de la segmentation et de la problématique la plus discriminante actuellement.

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

### DEVICES

Le dollar pourrait rester assez ferme vis-à-vis de l'euro car soutenu par un différentiel de taux d'intérêt qui devrait s'accroître modérément. Nous n'anticipons toutefois pas de mouvements de grande ampleur.

Dollar US	→
Yen	→
Livre sterling	→

<sup>(1)</sup> 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

Pour la première fois depuis 7 mois, les actions américaines et européennes ont baissé en septembre... légèrement certes, de l'ordre de 2 % à ce jour. Les performances depuis le début de l'année demeurent très bonnes avec des progressions de plus de 15 % sur la plupart des indices des pays développés. De surcroît, cette hausse s'est déroulée dans des conditions de marché particulières, avec une volatilité exceptionnellement basse : il n'y a ainsi pas eu de correction de plus de 10 % depuis plus d'un an et demi par exemple.

Jusqu'à présent, en effet, les marchés ont été guidés par la conjonction de deux forces très puissantes. D'une part la poursuite d'un rebond économique « post-covid » très puissant, qui s'est traduit par une amélioration spectaculaire des bénéfices des entreprises. D'autre part, des politiques monétaires très accommodantes qui ont permis de maintenir une liquidité abondante sur les marchés et maintenu les taux d'intérêt à des niveaux très bas, en dépit de la remontée de l'inflation. Ceci a naturellement poussé les flux d'investissement vers les actions et les actifs non cotés, au premier rang desquels figurent l'immobilier et le « Private Equity », jusqu'à l'excès selon certains stratégies.

**Mais aujourd'hui, ces forces très puissantes semblent s'essouffler.**

**En premier lieu, en raison d'une forme de décélération du « momentum de croissance ».** Est-ce dû à un effet temporaire lié à la vague du variant Delta ? C'est possible, mais toujours est-il que la croissance ralentit en effet plus vite que prévu, particulièrement en Chine et aux États-Unis.

**En Chine,** le pic de croissance a été atteint au début de l'année. Depuis, les indicateurs montrent une forme de ralentissement et la croissance aura du mal à atteindre 8,4 %, ce qui est à ce jour attendu par le consensus des économistes recensés par Bloomberg. Pour 2022, le consensus s'attend à une croissance de seulement 5,6 %. L'économie chinoise a été la première à s'ouvrir après les confinements liés au Covid. Le rattrapage initial s'estompe donc naturellement, mais il n'y a pas que cela. Le pays est « secoué » par une vague de mesures réglementaires, aux objectifs certes louables (retrouver une certaine harmonie dans la société en réduisant les écarts de richesse, relancer la natalité, accélérer la réorientation vers une économie décarbonée...), mais qui provoque de réelles tensions. C'est dans ce contexte qu'a eu lieu la quasi-faillite de l'entreprise, qui était encore il y a peu le premier promoteur immobilier au monde, « Evergrande ». Il s'agit d'un problème purement chinois. L'exposition des banques et des investisseurs internationaux au secteur immobilier chinois est insignifiant. Il y a donc peu de risques d'assister à un phénomène de contagion comme lors de la crise des « subprimes » américains en 2007. En revanche, un nouvel accès de faiblesse de l'économie chinoise aurait

des répercussions mondiales. Le gouvernement chinois cherche à enrayer l'envolée des prix de l'immobilier et de l'endettement consécutif, mais ce secteur représente un bon quart de l'économie du pays. De plus, l'immobilier constitue le socle du patrimoine des ménages chinois avec 40 % de leurs actifs. Une baisse des prix pourrait peser sur la confiance, freiner la consommation domestique et ainsi accélérer le ralentissement économique en cours, avec cette fois-ci un impact potentiel sur toute l'économie mondiale. Les autorités chinoises ont, semble-t-il, pris la mesure de ce risque, surtout avant une année très importante durant laquelle se tiendra le congrès du Parti communiste. À l'occasion de ce congrès, le Président Xi Jinping cherchera une approbation unanime pour un troisième mandat et ouvrir la voie à une présidence « à vie », ce qui ne s'était plus produit depuis Mao Zedong. La Banque de Chine vient donc d'injecter des liquidités dans le système bancaire. Là aussi, il y a de la création monétaire. La prime de risque sur les actions chinoises a donc logiquement monté ces dernières semaines et devrait rester assez élevée, même si dans le contexte actuel, il y aura des opportunités d'investissement.

**Aux États-Unis,** de nombreux économistes ont révisé significativement leurs estimations de croissance pour le troisième trimestre. Le modèle de la Fed d'Atlanta « GDP Now Model », qui donne une indication la plus en temps réel possible, prévoit 3,7 % pour le trimestre contre 5,3 % au début du mois de septembre. Dans la publication de son dernier « beige Book » la Réserve fédérale observe que certes, le regain du variant Delta a contribué à ce ralentissement, mais que c'est loin d'être la seule raison. En effet, la consommation des ménages a nettement baissé, probablement en raison de la hausse des prix observée, notamment dans le domaine de l'énergie, et alors que des hausses d'impôts se profilent. Cette hausse des prix pourrait également finir par éroder les marges des entreprises. Il s'agit d'un paramètre très important à suivre lors de la prochaine campagne de publication des résultats trimestriels. L'inflation a en effet dépassé 5 % sur 12 mois aux États-Unis, ce qui commence à être significatif. Pour l'instant, le consensus des économistes estime une croissance de l'économie américaine de 6,2 % cette année et de 4,3 % en 2022.

**En zone Euro,** le rythme de reprise est jusqu'à présent supérieur aux attentes et la dynamique d'ensemble reste bonne. Les pays européens ont fait le pari de rouvrir assez tôt leurs économies en dépit de la diffusion du variant Delta, pari gagnant : il n'y a pas eu trop de conséquences sanitaires fâcheuses grâce à des campagnes de vaccination qui ont fini par porter leurs fruits. Nous notons toutefois un certain tassement de la confiance des consommateurs. La confiance des chefs d'entreprises se situe globalement à des niveaux très élevés mais, là aussi, quelques signes d'essoufflement se manifestent avec les pénuries de produits intermédiaires et de main-d'œuvre, et de risques sur les marges en raison de la hausse des prix des matières premières et des produits intermédiaires. L'indice des prix est également à son plus

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

haut niveau depuis 10 ans, à près de 3,0 % sur 12 mois. La croissance est pour l'instant attendue à 4,8 % cette année et 4,4 % en 2022.

**C'est dans ce contexte que la Reserve fédérale américaine a décidé de commencer à normaliser sa politique monétaire, un peu plus tôt que ce qui était attendu. Elle a annoncé une réduction de ses achats de titres sur le marché obligataire dès la fin de l'année, et un premier relèvement de ses taux directeurs d'ici un an.**

Lors de cette crise de la Covid-19, les Banques Centrales ont été louées dans le débat public pour avoir pris leurs responsabilités. Elles ont à certains égards dépassé leur fonction purement technique et assuré un rôle politique sociétal. Mais aujourd'hui, de sérieuses questions se posent à leurs sujets sur les dérives de ces politiques de stimulation monétaire : elles ont en effet favorisé une envolée du prix des actifs, accentuant de fait les disparités de richesse entre ceux qui détiennent des biens et les autres. Par ailleurs, elles sont suspectées de financer de manière trop laxiste les États, ce qui ne favorise pas le retour à une certaine discipline budgétaire. Compte tenu de tous ces éléments, la décision de la Reserve fédérale semble donc logique. Après tout, l'économie est repartie, le taux de chômage a nettement rebaisé et l'inflation a enfin dépassé les objectifs qu'elle s'était fixés... Les marchés n'y ont pour l'instant accordé que peu d'importance et les taux se sont seulement tendus d'une quinzaine de points de base sur le 10 ans, qui s'approche ainsi du niveau de 1,50 %. Les marchés ne semblent ainsi définitivement pas croire à la remontée durable de l'inflation, ou alors anticipent un ralentissement économique plus marqué, ou pensent que les Banques Centrales n'iront pas au bout de leur logique : elles maintiendront des taux réels négatifs pendant longtemps pour aider le désendettement des États... au détriment des porteurs d'obligations.

## TAUX D'INTÉRÊT

### Vers une normalisation ?

La réunion de la Fed du 22 septembre dernier clôture un mois qui aura vu les grandes Banques Centrales un cran plus « hawkish » (politique restrictive de lutte contre l'inflation, notamment par une hausse des taux d'intérêts) sous la contrainte d'une inflation plus forte que lors de leurs dernières projections de juin. La confiance des Banques Centrales dans la croissance s'est renforcée, même si le parcours est plus chaotique en raison du variant Delta. Ce dernier a obligé la Fed à réviser ses perspectives 2021 à la baisse, tout en augmentant celles pour 2022 et 2023. En Europe le schéma est un peu inversé, avec une révision à la hausse de la croissance pour 2021, et marginalement à la baisse pour 2022.

Cependant, la « grande image » semble s'orienter vers un schéma central se résumant à moins de soutien monétaire

du côté de la Fed et de la BCE dès le quatrième trimestre 2021, une croissance en décélération mais solide, et une inflation vers une normalisation en 2022. Ce schéma amènerait les taux à remonter vers 0,00 % en Allemagne et autour de 1,75 %/2,00 % aux États-Unis dans les tous prochains mois.

Le virage monétaire à négocier n'est pas dénué de risque et les marchés auront en permanence dans un coin de leur tête le risque d'une inflation « pas si temporaire », contraignant les Banques Centrales à une normalisation plus rapide que celle actuellement dessinée.

Dans ce contexte, le marché du crédit continuera d'être principalement dirigé par les variations de taux d'intérêt à défaut des marges de crédit. Le segment « **Investment Grade** » devrait rester cher, avec très peu de potentiel de resserrement. Sur le marché « **High Yield** », le raisonnement est assez similaire, les spreads<sup>(2)</sup> sont assez compressés mais le portage reste intéressant en relatif. En outre, l'aspect redémarrage de l'économie devrait l'emporter sur le risque induit par le resserrement monétaire attendu.

À noter que dans un contexte de sortie progressive de la pandémie, les **obligations émergentes** - qui ont souffert en 2021 - devraient retrouver de l'attrait dans les prochains mois, une fois le virage monétaire de la Fed effectué et l'épidémie mieux contrôlée dans les pays émergents.

## ACTIONS

### Un trimestre relativement calme

Les marchés actions ont connu un trimestre relativement calme, et le niveau actuel est proche de celui de juin. La volatilité remonte quand même sur fond d'inquiétude concernant la conjoncture chinoise mais aussi le durcissement probable à venir des autorités monétaires, au moins outre-Atlantique. Lorsque ce dernier sujet devient prégnant, il est intéressant de constater la forte rotation sectorielle qui s'ensuit. En effet, les marchés actions opèrent depuis 30 ans dans un environnement où les taux d'intérêt ne connaissent globalement que la baisse même si des tensions ont pu voir le jour ponctuellement. Dans ce contexte, toutes les sociétés à forte visibilité, valeurs dites défensives ou valeurs de croissance, même si le terme peut paraître galvaudé, sont considérées comme des alternatives aux obligations. Elles bénéficient de l'actualisation de leurs profits futurs à un taux très faible. Si les taux étaient amenés à progresser, même modestement, la valorisation de ce segment s'en verrait affectée. Parallèlement les valeurs bancaires, qui bénéficient d'une appréciation des taux, voient leurs cours de bourse progresser même si nous sommes encore bien loin des niveaux atteints il y a une décennie.

Les prochaines semaines seront celles de la publication des résultats du troisième trimestre. Les résultats du second

<sup>(2)</sup>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

trimestre avaient été d'une excellente facture. Au-delà des chiffres eux-mêmes, cette publication permettra de savoir si les chefs d'entreprises arrivent ou non à répercuter sur leurs prix de vente l'inflation constatée sur les matières premières, mais aussi sur les salaires dans les secteurs tels que les services par exemple. De la réponse à cette question, mais aussi de la vitesse et de l'amplitude de la remontée des taux, dépendra la poursuite de la rotation sectorielle à laquelle nous assistons depuis peu. Attention cependant aux faux départs qui ont souvent eu lieu en ce domaine.

## Notre scénario central

**Les annonces de retrait graduel du soutien monétaire de la Réserve fédérale américaine et de la Banque Centrale Européenne devraient se poursuivre d'ici à la fin de l'année, alimentant des hausses de taux longs que nous pensons raisonnables. Ce mouvement, s'effectuant dans un contexte de réouverture de l'économie et de Banques Centrales prudentes, limite le potentiel haussier des actions. Conjugué avec d'éventuelles déceptions de résultats actions au troisième trimestre, ce mouvement pourrait apporter une phase de volatilité qui serait l'occasion de reprendre du risque dans les portefeuilles.**

**Du côté des risques, notre mémoire a probablement oublié que les taux pouvaient remonter rapidement et significativement, échaudée par ces dernières années. Ce scénario alternatif pourrait nous rappeler à l'ordre avec une inflation qui resterait élevée plus longtemps que ne le pense les Banques Centrales.**



## AGENDA

<b>4</b> OCTOBRE	Réunion de l'Eurogroupe
<b>6</b> OCTOBRE	Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE
<b>27</b> OCTOBRE	Réunion de politique monétaire de la BoJ (Banque du Japon)
<b>2</b> NOVEMBRE	Réunion de la Réserve Fédérale américaine (Fed)



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](http://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