FLASH MARCHÉS

17 JUIN 2022

ACTUALITÉ

Comment sortir de l'engrenage négatif actuel des marchés ?

Les marchés sont dans un engrenage infernal qui a tendance à s'accélérer ces derniers jours.

Suivez-nous !



Jean-Marie MERCADAL
Directeur des stratégies d'investissement
OFI HOLDING

La logique actuelle est la suivante : les taux d'intérêt sont trop bas par rapport à l'inflation qui est au plus haut depuis plus de 40 ans. Les Banques Centrales durcissent leurs politiques monétaires et les taux remontent donc rapidement. De ce fait, les actifs à « duration longue » se dégonflent, dont les actions, et un sérieux ralentissement économique s'annonce… Une fin de cet enchaînement négatif est-elle envisageable au cours des prochaines semaines ?

La position des Banques Centrales est très inconfortable actuellement. Elles ont grandement contribué à sortir de la crise de la Covid-19, mais elles sont désormais critiquées pour ne pas avoir pris la mesure de la très forte poussée inflationniste qui touche la plupart des pays, à l'exception notable de la Chine qui se situe dans un cycle monétaire et économique en complet décalage.

Elles sont donc engagées dans un processus de remontée des taux directeurs pour essayer de juguler l'inflation, au risque de provoquer un ralentissement économique, voire une récession. La BCE est par ailleurs confrontée à de nouvelles tensions inter-pays sur le marché de la dette gouvernementale avec un écartement des spreads[1] entre les pays du « Sud » et l'Allemagne. Sous la pression de ces événements, elle a ainsi annoncé réfléchir à un nouveau dispositif pour limiter ces tensions, sans en préciser les modalités pour le moment. Bref, elles semblent actuellement davantage subir les événements que d'être dans l'anticipation.

C'est dans ce contexte que la BCE et la Réserve fédérale se sont exprimées cette semaine.

La BCE s'est ainsi réunie dans l'urgence mercredi pour essayer de calmer les tensions inter-pays sur le marché de la dette gouvernementale avec un écartement des spreads entre les pays du « Sud » et l'Allemagne. Isabel Schnabel, en charge des opérations de marché à la BCE, a ainsi affirmé que l'engagement de l'institution serait « sans limites » pour éviter la fragmentation de la zone, ce qui a relâché la pression sur les « spreads » des pays les plus endettés. Le dispositif envisagé n'est pour l'instant pas précisé. Sur le plan des taux d'intérêt, une hausse de 25 points de base du principal taux directeur est attendue en juillet (mais le marché pousse pour plus), suivie d'une hausse probable de 50 points de base en septembre et d'un autre mouvement avant la fin de l'année, la courbe anticipant plus de 1 % de taux directeur en fin d'année.

La réunion de la Fed était prévue. Jerome Powell a reconnu que le pilotage de la politique monétaire était délicat car il y a toujours le risque « d'aller trop loin », mais sa principale préoccupation actuelle est l'inflation. Ce faisant, il reconnaît qu'il y a désormais un risque sur la croissance, même s'il juge l'économie américaine très solide. Il a donc annoncé une hausse de 75 points de base des taux monétaires, la plus forte en une fois depuis 1994. Il a néanmoins déclaré que des mouvements de cette ampleur ne seront pas la « nouvelle norme », il agira au cas par cas selon les événements (« data dependant »). Les Fed Funds évoluent donc désormais dans une fourchette 1,50 %/1,75 %. Ils sont désormais attendus à près de 3,3 % par les 18 membres de la Fed à la fin de l'année et jusqu'à 3,75 % d'ici la fin de 2023, mais avec une très forte incertitude selon l'inflexion ou pas de l'inflation. La croissance est désormais attendue à 1,7 % cette année et l'année prochaine.

C'est donc le « timing du pic d'inflation » qui sera déterminant pour les prochains mois. La question, du caractère transitoire de l'inflation, scénario que les Banques Centrales ont largement soutenu, pose désormais question. Seule une inflexion dans cette dynamique inflationniste pourrait enrayer la phase de hausse des taux obligataires.

De ce point de vue, la poussée inflationniste actuelle est liée à des facteurs très conjoncturels, d'autres semblent plus structurels.

Pour ce qui est des facteurs conjoncturels, il y a deux principales explications :

- La forte hausse des matières premières énergétiques et agricoles. Elle est liée au phénomène de reprise économique forte qui a suivi le mouvement de réouverture post-covid des économies. Elle a été accentuée par le conflit en Ukraine comme nous le savons. De ce point de vue, il n'y a pas de réelle visibilité à court terme sur une issue rapide du conflit, si bien que les tensions sur les prix de l'énergie et agricoles pourraient rester élevées au cours des prochaines semaines. Par ailleurs, si l'économie montre de sérieux signes de ralentissement en Occident, la Chine semble s'ouvrir - après l'épisode Omicron - et son économie accélère. Reste que les prix actuels du pétrole sont plutôt élevés et que, même s'ils se stabilisent à ces niveaux, une moindre progression des cours devrait limiter la hausse de l'inflation.
- Les goulets d'étranglement issus de la désorganisation du commerce mondial et des confinements récents en Chine. De ce point de vue, les choses semblent progressivement s'améliorer et le pire semble être passé. Les délais d'attente des bateaux dans les principaux ports mondiaux commencent à diminuer alors que les usines réouvrent en Chine. Ainsi, si 10,5 % de la flotte mondiale de commerce en avril n'était toujours pas disponible, la situation s'améliore car ce taux était de 13,8 % en janvier.

Plus structurellement, l'inflation pourrait être plus élevée au cours des prochaines années, pour deux raisons principales :

- L'amorce d'un mouvement de « démondialisation ». Le monde post-covid semble donc différent. La crise sanitaire a mis en évidence les dangers d'être trop dépendant d'usines très éloignées. Un mouvement de relocalisation peut ainsi s'amorcer, d'autant plus que la multiplication des échanges intercontinentaux est négative pour l'empreinte carbone. Par ailleurs, la tension géopolitique actuelle très élevée incite à un certain repli sur soi. C'est donc l'amorce d'une inversion de tendance qui avait largement contribué à la « déflation » dans les pays Occidentaux en réduisant le prix des biens industriels et de consommation courante. Cette thématique est désormais largement répandue et partagée.

[1] Spreads : écart de taux

• Le coût de la transition énergétique. L'objectif de réduction des émissions carbone à horizon assez proche va mobiliser des capitaux énormes pour remplacer les infrastructures énergétiques existantes. Cette destruction/reconstruction a un coût qu'il conviendra de répercuter aux utilisateurs.

Nous pensons donc que les statistiques d'inflation vont rester très volatiles à courte terme, mais il y a une possibilité pour que le pic ne soit pas trop éloigné. Pour l'instant, l'inflation inscrite dans le cours des obligations indexées est assez stable à 2,60 % aux États-Unis et 2,20 % en zone Euro. **Dans cette hypothèse, le mouvement de remontée des taux obligataires devrait commencer à s'infléchir.**

Les obligations « High Yield » européennes, à près de 7 % de rendement en moyenne sur le gisement, semblent avoir intégré un scénario récessif et intégré la phase de hausse des taux et nous paraissent attractives.

La baisse des marchés actions pourrait se calmer dans notre hypothèse de stabilisation des taux obligataires **et des rebonds techniques assez violents sont possibles** car les niveaux de valorisations atteints sont convenables. La visibilité d'ensemble reste quand même globalement assez faible, particulièrement sur les bénéfices des entreprises. Pour l'instant, il n'y a pas encore eu de mouvement de révisions à la baisse. Il y en aura probablement dans ce contexte de ralentissement économique, mais l'ampleur est aujourd'hui difficile à estimer. Avec des PER[(2)] respectifs de l'ordre de 17 et 12 pour les actions américaines et européennes, un mouvement de révisions léger serait supportable. Nous pensons donc qu'il y aura des phases encore très volatiles et des replis supplémentaires des indices sont possibles. Mais il convient selon nous - et si nous avons raison sur notre scénario de début de stabilisation des taux obligataires - de se préparer à réinvestir dans ces phases.

(2) PER : Price Earning Ratio. Indicateur d'analyse boursière : ratio de cours divisé par le bénéfice.
Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Ce document à caractère promotionnel est destiné exclusivement 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 perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie. Le(s) fonds mentionné(s) dans le document a/ont été agréé(s) par l'AMF ou la CSSF et est/sont autorisé(s) à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans le fonds. Le DICI (Document d'Informations Clés pour l'Investisseur) doit être obligatoirement remis aux souscripteurs préalablement à la souscription. Les règles de fonctionnement, le profil de risque et de rendement et les frais relatifs à l'investissement dans un fonds sont décrits dans le DICI de ce dernier. Le DICI et les derniers documents périodiques sont disponibles sur demande auprès d'OFI Asset Management. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. 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. Dans l'hypothèse où un fonds fait l'objet d'un traitement fiscal particulier, il est précisé que ce traitement dépend de la situation individuelle de chaque client et qu'il est susceptible d'être modifié ultérieurement. Achevé de rédiger le 17/06/2022.

OFI ASSET MANAGEMENT • Société de gestion de portefeuille • RCS Paris 384 940 342 • Agrément N° GP 92-12
S.A. à Conseil d'Administration au capital de 42 000 000 euros • APE 6630Z • FR 51384940342

22, rue Vernier 75017 Paris - FRANCE • Tél. : +33 (0)1 40 68 17 17 • www.ofi-am.fr