



Le défi des banques centrales



Jean-Luc HIVERT

*Président et Directeur des
Investissements de LFAM*

Nous avons pointé fin décembre la trajectoire d'inflation comme **l'élément capable de faire dérailler les marchés** et c'est ce scénario qui se dessine.

Il faut revenir à l'été 2008, pour observer un contexte comparable. Jean-Claude Trichet, alors Président de la BCE, devait alors faire face à une hausse des prix à la consommation de 4% et avait donc relevé ses taux de 4% à 4,25%.

Nous sommes aujourd'hui sur une hausse de prix à la consommation qui continue d'accélérer et qui est désormais **supérieure à 5% en zone Euro**. Mais **les taux directeurs européens sont toujours négatifs**.

Les banques centrales, notamment la BCE, n'ont finalement pas pu tenir leur position qui consistait à mener leur politique monétaire en regardant au-delà du pic d'inflation et les marchés ont été douchés par ce revirement.

Au-delà du focus actuel sur l'inflation, il faut regarder le sujet de la croissance qui pourrait bientôt s'ajouter à nos préoccupations. En effet, **le rebond post pandémie se modère et la hausse des prix va accentuer ce ralentissement en**

mordant sur le pouvoir d'achat. Le schéma économique présentant trop d'inflation et pas assez de croissance est un scénario adverse pour les marchés, et sans être le scénario central aujourd'hui, il risque néanmoins d'être évoqué prochainement.

Bien entendu, c'est également un schéma complexe à gérer pour les banques centrales. Souvenons-nous qu'en 2008, Mr. Trichet avait été critiqué pour sa hausse de taux alors que la croissance montrait déjà des signes d'essoufflement.

MARCHÉS ACTIONS

Depuis le début de l'année, les marchés actions ont été impactés par les annonces de **durcissement de politiques monétaires** aux États-Unis et en Europe ainsi que par la **situation géopolitique** entre la Russie et les pays occidentaux.

Encore aujourd'hui, **les niveaux de volatilité sur les marchés actions restent élevés**, principalement alimentés par des craintes géopolitiques. Parallèlement, la saison de publication des résultats reste globalement très positive et continue de soutenir les marchés. **La croissance des revenus est supérieure aux attentes**, grâce à une meilleure dynamique de l'activité commerciale au dernier trimestre. **La croissance des bénéfices par action a également dépassé les espérances**, s'établissant respectivement à **+28 %** et **+44 %¹** sur un an aux États-Unis et en Europe.

A cette dichotomie entre la situation macroéconomique et microéconomique, s'ajoutent des facteurs de soutien aux marchés actions. **Les indicateurs avancés** restent bien orientés, **les niveaux de stocks** se maintiennent sur des niveaux historiquement bas et **le cycle d'investissement** des entreprises devrait accélérer. De plus, les politiques de retours aux actionnaires ainsi que l'activité de fusions-acquisitions restent dynamiques.

En définitive, nous considérons **qu'il y a toujours un potentiel de hausse sur les marchés actions**. Cependant et au vu de l'environnement de marché actuel **nous renforçons notre attention concernant la sélection des titres**.

¹ Source : Bloomberg

MARCHÉS OBLIGATAIRES – EMPRUNTS D'ÉTATS

L'inflation reste l'inquiétude principale des marchés obligataires avec des chiffres sortis encore une fois au-dessus des attentes au mois de janvier. L'inflation est, en effet ressortie à 7,5% Outre-Atlantique et à 5,1% en zone Euro, **ce qui a provoqué un changement de ton à la fois du côté de la FED et de la BCE**. La thèse de l'inflation transitoire semble maintenant difficile à défendre pour les banquiers centraux, surtout quand la question devient de plus en plus politique en lien avec les fortes hausses du prix de l'essence et des biens alimentaires.

L'ensemble des prévisionnistes a eu **beaucoup de mal à prévoir l'évolution de l'inflation** depuis maintenant de nombreux mois, et cette incertitude autour de l'évolution future des prix ne semble pas devoir disparaître à court terme. Devant ce choc **lié principalement à des problématiques d'offre**, les banquiers centraux n'ont d'autres choix que de tenter de ralentir la demande en rendant les conditions financières moins accommodantes, **entraînant en parallèle une forte hausse de la volatilité de l'ensemble des actifs financiers**.

Les anticipations de hausse de taux ont donc logiquement fortement accéléré depuis le début de l'année : aux États-Unis, les marchés anticipaient environ 100 points de base (pbs) de hausse de taux durant l'année 2022, ces anticipations sont maintenant passées à 200 pbs. De la même manière, 50 pbs de hausse de taux sont maintenant attendus de la part de la BCE alors que rien n'était anticipé en début d'année.

Simultanément, les banques centrales **mettent aussi fin de manière plus rapide que prévu** à leurs programmes d'achats d'actifs pour tenter de ralentir la spirale inflationniste. Jusqu'où les banques centrales pourront elles aller sans casser la croissance ? La question reste ouverte mais il nous semble que sans soutiens budgétaires importants, **l'impact conjugué de conditions financières moins accommodantes et de prix en hausse devrait jouer assez rapidement sur la demande finale**, « forçant » potentiellement les autorités à choisir entre lutter contre la hausse des prix et maintenir une croissance satisfaisante.

Avec ces perspectives en tête, il est probable que **les primes de risques des pays périphériques restent sous pression**. Il nous semble aussi probable que **les parties courtes des courbes de taux américaines et européennes continuent à se tendre**, a minima tant que la croissance (et donc la consommation) reste résiliente.

MARCHÉS OBLIGATAIRES – OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT

Le marché à Haut Rendement a lui aussi été secoué par le changement de discours plus restrictif que prévu des différentes banques centrales.

Ce changement de posture a conduit à une **hausse significative des taux sans risques²** :

- **+ 43 pbs** pour le **taux à 10 ans américain** depuis le début d'année (passant de 1,510% à 1,937%)
- **+ 57 pbs** sur le **taux à 10 ans Français** (passant de 0,191% à 0,762%)
- **+ 46 pbs** sur le **taux à 10 ans allemand** (passant de -0,186% à 0,292% soit le plus haut observé depuis 2015)

Mais aussi à une **hausse des primes de risque crédit depuis le début de l'année²**:

- **L'indice à Haut Rendement américain** s'est écarté de 52 pbs à 357 pbs
- **L'indice à Haut Rendement euro** s'est écarté de 34 pbs à 321 pbs
- **L'indice à Haut Rendement émergent** s'est écarté de 3 pbs à 564 pbs

Au total, **la hausse des taux sans risques et primes de risque crédit a conduit à une performance totale négative² (portage + variation des prix des obligations) depuis le début d'année de :**

- - 3,96% sur **l'indice à Haut Rendement américain**
- - 3,22% sur **l'indice à Haut Rendement euro**
- - 3,11% sur **l'indice Haut Rendement émergent**

² Source : Bloomberg du 31/12/2021 au 11/02/2022

Comme indiqué dans notre note de rentrée publiée en début d'année, nous pensons que le premier semestre restera volatile pour ce segment de marché, compte tenu des risques sanitaires et de la sortie des banques centrales. **Toutefois, nous pensons que les fondamentaux des entreprises restent solides** et ce faisant **les taux de défauts devraient rester bas** ce qui est favorable aux actifs obligataires à Haut Rendement.

Nos prévisions sur primes de risque pour le premier semestre 2022 étaient de 350-400 pbs³ ce qui reste en ligne avec les niveaux actuels.

PERSPECTIVES 2022 ET ALLOCATION D'ACTIFS

Un début d'année compliqué pour les gestions diversifiées **qui pâtissent de leur composante obligataire** et surtout de la **rotation sectorielle inédite** qui n'a cessé de s'amplifier depuis début janvier.

Seuls les fonds sous-jacents à **dominante « value »** réussissent à délivrer une performance positive et **les fonds plus « core » et croissance sont très pénalisés** par le poids des valeurs technologiques dans leurs portefeuilles. Ce constat est vrai sur toutes les zones géographiques.

Dans nos allocations diversifiées, la sous-sensibilité obligataire qui avait été conservée en début d'année permet de **compenser les performances décevantes des obligations d'entreprises**, qui cumule la hausse des taux et l'écartement des primes de risque, alors que les anticipations de retrait progressif des liquidités piloté par les différentes banques centrales sont de plus en plus intégrées par les marchés.

Si les indices actions affichent des performances négatives depuis janvier, **le recul reste en revanche limité à ce stade**. A ce jour, 70% des entreprises européennes ayant déjà publié battent les anticipations et la tendance est même meilleure aux États-Unis.

Pour l'année 2022, les entreprises peuvent compter sur **la disparition progressive des goulets d'étranglement**, sur la **reprise des investissements** et sur **le maintien d'une consommation toujours forte** pour anticiper la poursuite de cette tendance. Tout cela nous pousse à conserver dans les allocations une exposition aux actions dans des proportions similaires (légèrement sous pondérée), même si l'impact des pressions inflationnistes brouille la visibilité.

Nous continuons de **favoriser les actions européennes**, mais envisageons des **arbitrages en faveur du marché chinois d'ici la fin du trimestre**. En effet, la Chine prend le contre-pied des autres pays développés en s'appuyant sur une politique monétaire plus accommodante.

Dans le même temps, pour ce qui est des États-Unis, la lecture des intentions de la FED est plus facile et le retrait des liquidités déjà bien intégré dans les cours actuels. **L'avance des Américains dans leur normalisation monétaire donne à la zone géographique un avantage qui pourrait être exploité dans les allocations**. Même si les incertitudes entourant l'inflation restent fortes, le pic aux États Unis est selon nous en passe d'être atteint et **les actions américaines pourraient donc retrouver un avantage comparatif**.

En termes de valorisation, notre préférence va toujours à la zone Euro, **mais une réallocation pourrait être envisagée en faveur des Etats-Unis avant la fin du trimestre**.

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Publication à caractère informatif destinée aux clients non professionnels au sens de la Directive MIF 2.

Éditée par La Française, Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 78 836 320 € - RCS PARIS 480 871 490.

La Française Asset Management - Société par Actions Simplifiée au capital de 17 696 676 € - RCS PARIS B 314 024 019 - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 97-076 (www.amf-france.org).

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et ne constituent pas un engagement contractuel du Groupe La Française. Ces appréciations sont susceptibles d'évoluer sans préavis dans les limites du prospectus qui seul fait foi. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française. www.la-francaise.com

³ Sur le HW00 Global High Yield Index