



ODDO BHF

MARKET *view*

8 juillet 2022



Prof. Dr. Jan Viebig

Global Co directeur des investissements, ODDO BHF

Marchés financiers mondiaux : cinq leçons du premier semestre 2022



“

Les actions restent l'une des classes d'actifs les plus attractives à long terme, et les marchés actions ont déjà fortement baissé. Néanmoins, comme les chocs d'offre durent généralement plus longtemps que les chocs de demande, nous attendons encore le moment d'acheter.

”



Les nerfs des investisseurs sont mis à rude épreuve. Les marchés actions et obligataires ont connu l'un des pires semestres depuis des décennies. Le S&P500 a plongé de 19,97 % en dollars durant la première moitié de 2022, tandis que l'Euro Stoxx 50 a perdu 17,39 % en euros. Avec une chute de 29,22 % à la fin du premier semestre, les pertes de l'indice composite Nasdaq ont été encore plus importantes. Quant aux obligations d'État à 10 ans, les investisseurs aux États-Unis, en Allemagne et en France ont chacun perdu plus de 10 % au cours de cette période. Il n'y avait guère moyen d'échapper à la dégringolade des prix : le bitcoin, qui se négociait au-dessus de 60 000 dollars en novembre 2021, est tombé à 18 731 dollars à la fin du premier semestre. Plus des deux tiers de la valeur de la crypto-monnaie se sont volatilisés en quelques mois. Les prix de l'énergie pour les seuls pétrole et gaz, ainsi que les devises considérées comme des valeurs refuges telles que le dollar et le franc suisse, ont pris de la valeur en raison de la guerre en Ukraine.

Premier enseignement du premier semestre 2022 : nous avons affaire à un choc d'offre. Comme dans le cas d'un choc de demande, le PIB diminue lors d'un choc d'offre avec une différence cruciale : les

prix augmentent et ne diminuent pas comme avec un choc de demande. Les consommateurs auront moins d'argent disponible pour des dépenses supplémentaires en raison de l'augmentation des prix. En plus des dépenses de consommation, les investissements vont également diminuer ou stagner car les taux d'intérêt vont augmenter. Le produit intérieur brut augmentera beaucoup plus lentement et pourrait même baisser temporairement. Le risque de récession aux États-Unis, par exemple, est d'environ 50 %.

Deuxième leçon pour le second semestre 2022 : l'ère de l'argent bon marché est révolue. Jusqu'en décembre 2021, la BCE avait tablé sur une inflation à 1,7 % en 2022 dans les 19 économies de la zone euro. Aujourd'hui, dans ses projections de juin 2022, elle prévoit une inflation moyenne de 6,8 % en 2022 et de 3,5 % en 2023. Avec une inflation combinée bien supérieure à 8 % dans la zone euro et aux États-Unis, et bien au-dessus de l'objectif de la BCE et de la Fed d'une inflation limitée à 2 %, ces dernières seront contraintes de relever sensiblement les taux d'intérêt. Nous prévoyons que le taux effectif des fonds fédéraux passera à 3,4 % en juin 2023. En Europe, le taux de dépôt de la BCE dépassera probablement 1,4 % en juin 2023.



Troisième enseignement : le risque de financement des États souverains très endettés augmente, ce qui oblige les banques centrales à intervenir. Pour une entité très endettée, se refinancer à des taux d'intérêt en hausse est douloureux. Cela s'applique aussi aux entreprises. Les rendements à 10 ans de la Grèce (ratio dette/PIB : 193 %) ont atteint 4,7 % à court terme le mois dernier, ceux de l'Italie (ratio dette/PIB : 151 %) plus de 4,1 %. En Europe, la BCE a convoqué une réunion d'urgence à la mi-juin afin de contrer une « fragmentation » de la zone euro, c'est-à-dire afin d'éviter une hausse significative des taux dans les États périphériques du sud de la zone euro. Elle a annoncé qu'elle utiliserait les rendements du programme PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) pour éviter une hausse soudaine des taux dans les États membres très endettés. En outre, dans sa déclaration issue de la réunion d'urgence du 15 juin 2022, la BCE a indiqué travailler sur un « instrument anti-fragmentation », ce qui signifie vraisemblablement de nouveaux achats d'obligations d'État des États périphériques très endettés. Au Japon aussi, la banque centrale est contrainte d'acheter davantage d'obligations d'État. Les hedge funds parient de plus en plus que la banque centrale japonaise devra abandonner ou modifier son contrôle de la courbe des taux. Rien que le mois dernier, la banque centrale japonaise a acheté pour 119 milliards de dollars d'obligations. Elle détient désormais plus de 50 % des obligations d'État du Japon.

Quatrième conséquence : les chocs exogènes dus au conflit ukrainien deviennent plus probables. La

menace d'un embargo énergétique pèse sur l'Europe. En cas d'embargo total sur le gaz russe, la Bundesbank envisage une chute du produit intérieur brut allant jusqu'à 5 % en Allemagne, le diagnostic commun des instituts de recherche prévoyant une baisse pouvant atteindre 8,9 %. L'une des plus graves récessions d'après-guerre en Allemagne et en Europe est donc envisageable. Il n'est toutefois pas certain qu'elle se produise réellement.

Cinquième et dernière leçon : à la lumière des risques décrits ci-dessus, les investisseurs de long terme devraient se demander quand augmenter à nouveau le niveau de risque dans leurs portefeuilles. Les actions restent l'une des classes d'actifs les plus attractives à long terme, et les marchés actions ont déjà fortement baissé. Les valorisations en Europe et sur les marchés émergents ne sont plus trop chères, selon les normes d'évaluation standard. Aux États-Unis cependant, les actions se négocient encore bien au-dessus des niveaux de valorisation moyens du passé. Le ratio prix/bénéfices de Shiller, le ratio prix/valeur comptable et l'« indicateur de Buffet » (capitalisation boursière américaine/PIB américain), pour ne citer que les mesures de valorisation les plus courantes qui ont fait leurs preuves par le passé durant les périodes de tension sur les marchés financiers, sont encore supérieurs à leurs moyennes à long terme aux États-Unis. **Comme les chocs d'offre durent généralement plus longtemps que les chocs de demande, nous attendons encore le moment d'acheter.**

Avertissement

Ce document a été préparé par ODDO BHF dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à charge de ODDO BHF. Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de ODDO BHF. Toute référence à des valeurs individuelles a été incluse à des fins d'illustration uniquement. Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital.

ODDO BHF

12, boulevard de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09 France - Tél. : 33(0)1 44 51 85 00 - Fax : 33(0)1 44 51 85 10 - www.oddo-bhf.com ODDO BHF SCA, société en commandite par actions au capital de 70 000 000 € - RCS 652 027 384 Paris - agréée en qualité d'établissement de crédit par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (ACPR) et immatriculée à l'ORIAS en qualité de courtier d'assurance sous le numéro 08046444. - www.oddo-bhf.com