



ODDO BHF

## MONTHLY *investment brief*

4 avril, 2022



Laurent Denize – Directeur des investissements, ODDO BHF AM  
laurent.denize@oddo-bhf.com

### DEMAIN IL SERA ENCORE TEMPS



“ Nous sommes rentrés dans un cycle haussier sur les matières premières [...] phénomène là aussi générateur d’une inflation non plus conjoncturelle mais structurelle. ”



Soyons clair, les perspectives sur les marchés actions se sont significativement détériorées depuis le début de l’année. Au-delà de la trajectoire de la croissance mondiale, une inflation plus élevée que prévu entraîne des conséquences négatives sur les obligations, certes, mais aussi potentiellement sur les actions.

#### Quelle relation entre inflation, taux neutre des banques centrales et niveau des obligations à 10 ans ?

Reprenons un peu la théorie afin de définir quel pourrait être le point d’équilibre des taux américains à moyen terme.

Conceptuellement, le rendement d’une obligation d’État à 10 ans doit être égal à la somme de la croissance potentielle et de l’inflation. Aux Etats-Unis, la croissance potentielle est de l’ordre de 2%. Si l’inflation à long terme est estimée autour de 2,5%, alors la valeur à long terme pour le rendement du bon du Trésor américain à 10 ans devrait plutôt être de 4% à 4,5%. Le 10 ans américain vaut aujourd’hui 2,75%. On est donc loin du compte.

Pourquoi un tel décalage ? L’activisme des banques centrales est pour beaucoup dans cette répression financière dans laquelle nous baignons depuis 10

ans, mais pas seulement. Ces dernières années, les investisseurs étaient prêts à payer très cher et à sacrifier du rendement pour posséder des obligations à long terme, entraînant des primes de terme négatives. En effet, détenir des obligations permettait d’envisager des gains en capital compensant la perte sur les actions en cas de contexte macro-économique défavorable. De plus, la baisse des rendements obligataires (notamment réels) propulsait les actions vers des sommets dans un phénomène d’éviction aujourd’hui bien connu.

Cependant, maintenant que l’inflation est devenue un risque macroéconomique avéré, la corrélation entre les rendements boursiers et obligataires pourrait redevenir négative.

La hausse de l’inflation risque de pousser les rendements obligataires à la hausse même lorsque les actions baissent. L’incitation à détenir des obligations à long terme va diminuer puisqu’elles ne jouent plus le même rôle d’amortisseur. Cela entraînera une augmentation de la prime de terme.

**La vraie question est donc la suivante : quel peut être le régime d’inflation dans les prochaines années ?**



Nous sommes rentrés dans un cycle haussier sur les matières premières. En effet, les produits de base sont des ressources réelles (nourriture, énergie, métaux), et un accès insuffisant aux ressources ne peut être résolu par l'assouplissement quantitatif... vous pouvez imprimer de la monnaie, mais pas du pétrole ou du blé. Alors que les gouvernements déploient des mesures, plus ou moins ciblées pour amortir les hausses, au prix de balances budgétaires détériorées, les banques centrales font face à l'objectif dual de juguler l'inflation tout en empêchant la dislocation du marché obligataire. Cette incertitude accrue sur les politiques monétaires, - de plus en plus asynchrones -, génère une volatilité supplémentaire sur les taux de change. La nécessité d'accélérer l'indépendance énergétique, sanitaire et alimentaire va pousser les pays à accumuler des réserves, non plus de change mais de produits de base. Au-delà de la souveraineté et de la nécessaire sécurisation des approvisionnements, le modèle en flux tendu a vécu. Il faudra reconstituer des inventaires, phénomène là aussi générateur d'une inflation non plus conjoncturelle mais structurelle.

### **A long terme, nous gardons donc la même conviction : les taux long termes sont trop bas.**

Si la tendance est claire à moyen terme, le récent mouvement et les inquiétudes sur la croissance incitent à prendre partiellement ses profits à court terme. La Fed ne va vraisemblablement pas monter ses taux autant que le marché l'anticipe et devrait rester flexible. Nous aussi. Ne nous trompons pas, nous restons vendeurs mais - à court terme - réduisons les montants en jeu dans une perspective de gestion du risque. Rappelons que le 10 ans valait 1,17% le 31/08/21. Il peut faire une pause à 2,75%.

### **Quel impact d'un changement de régime d'inflation sur les marchés actions ?**

L'inflation en soi n'est pas mauvaise pour les sociétés tant que leurs gains de productivité excèdent la hausse du coût unitaire du travail et des intrants. Mais une inflation trop forte et trop soudaine s'accompagne le plus souvent d'un ralentissement économique. C'est aujourd'hui notre crainte principale avec, pour corollaire, son impact sur les résultats des sociétés et donc leur performance boursière. Les actions protègent partiellement contre l'inflation mais ne sont pas non plus le rempart absolu. Or, les indices américains et européens traitent aujourd'hui sur des niveaux supérieurs à ceux connus avant l'invasion de l'Ukraine. La guerre serait donc, selon les marchés une bonne nouvelle (sic).

### **Nous ne partageons pas ce point de vue.**

Nous maintenons notre biais légèrement baissier et accentuons nos ventes sur ces niveaux. Les investisseurs nous paraissent trop complaisants non pas sur le risque ukrainien mais plutôt sur la trajectoire de l'économie mondiale et l'ampleur des conséquences du choc inflationniste.

### **Quelle allocation d'actifs dans ce contexte ?**

Même si nous adoptons un positionnement plus prudent en directionnel, il faut aussi s'atteler à remodeler son portefeuille. Nous restons acheteurs de Franc Suisse, de dollar et profitons également de certains disfonctionnements de marché.

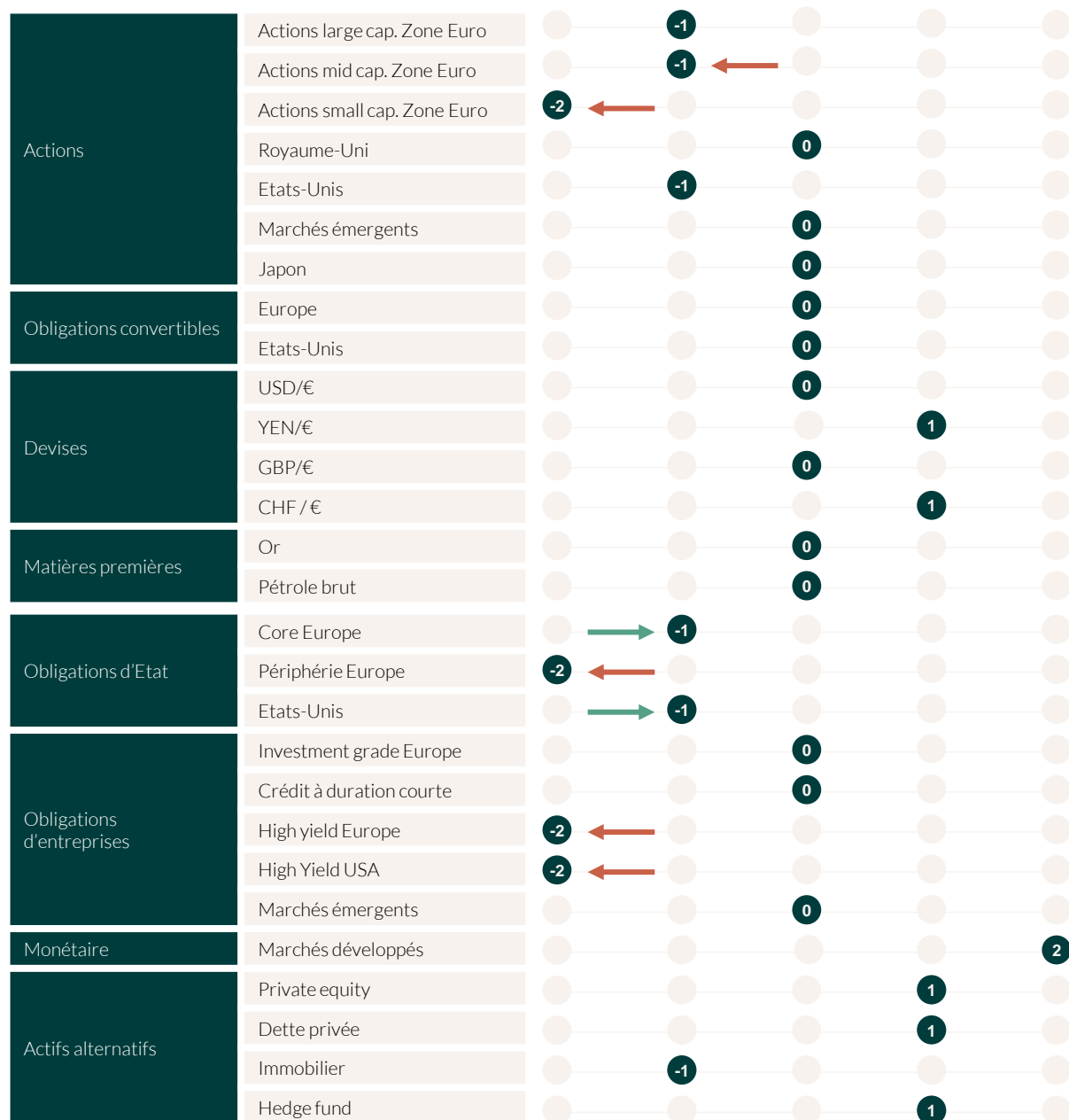
1. Les sociétés décotées ont vu leur bêta (sensibilité au marché) considérablement diminuer par rapport à l'ensemble du marché des actions. Elles offrent un coussin de valorisation substantiel par rapport aux valeurs de croissance. Nous redevons acheteurs de sociétés « Value ».
2. A l'autre bout du spectre, les valeurs défensives avec des bilans solides offrent des couples risque / rendement attractifs.
3. Sur le plan géographique, les valeurs chinoises offrent au prix d'une volatilité très élevée des points d'entrée remarquables pour une allocation de long terme. Les actions domestiques (A shares) et traitées à Hong-Kong (H shares) font leur rentrée dans nos portefeuilles au détriment de certaines valeurs européennes.
4. Nous revenons également sur le crédit Investment Grade, considérant que les spreads de crédit rémunèrent mieux aujourd'hui le risque qu'en début d'année, en prenant soin de gérer activement la durée. Les spreads sur les obligations à haut rendement ne protègent pas encore assez du risque.

La séquence bénéficiaire à venir et les guidances des sociétés dicteront certainement notre allocation dans les prochains mois. En attendant, nous préférons un positionnement peut être trop prudent à l'appel du mantra « TINA (There Is No Alternative) ». Circé nous a prévenu, nous ne céderons pas aux chants des sirènes.

En lire plus



## NOS CONVICTIONS ACTUELLES PAR CLASSES D'ACTIFS



Source: ODDO BHF AM, données au 06/04/2022

← ↓ ↑ → Changements vs le mois précédent

### Avertissement

ODDO BHF AM est la branche de gestion d'actifs du Groupe ODDO BHF. Elle est la marque commune des cinq sociétés de gestion juridiquement distinctes ODDO BHF AM SAS (France), ODDO BHF PRIVATE EQUITY (France), ODDO BHF AM GmbH (Allemagne), ODDO BHF AM Lux (Luxembourg) et METROPOLE GESTION (France). Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS 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 AM SAS. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. 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. L'investissement doit s'effectuer en fonction de ses objectifs d'investissement, son horizon d'investissement et sa capacité à faire face au risque lié à la transaction.

### ODDO BHF Asset Management SAS (France)

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers (AMF) sous le n°GP 99011.  
Constituée sous la forme d'une Société par actions simplifiée au capital de 21 500 000 €. Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 340 902 857.  
12, boulevard de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09 France - Tél. : 33 (0)1 44 51 85 00  
[am.oddo-bhf.com](http://am.oddo-bhf.com)