

Juillet 2022

# Outlook : Préparez- vous à l'atterrissage

**CANDRIAM**   
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

# A propos des auteurs

**Florence Pisani**

Global Head of Economic Research



**Nadège Dufossé**

Global Head of Multi-Asset



**Stefan Keller**

Senior Asset Allocation Strategist



**Thibaut Dorlet**

Senior Fund Manager



**Michel Le Bras**

Senior Fund Manager



# Banques centrales... L'impossible équilibre parfait

*Mi-2022, les prévisions de croissance mondiale continuent d'être révisées à la baisse et les vents contraires restent importants. La guerre en Ukraine a notamment encore poussé à la hausse les prix des matières premières et partout maintenant l'inflation ampute le pouvoir d'achat des ménages et pèse sur les marges des entreprises. L'ampleur du ralentissement n'est toutefois pas uniforme et les contrastes entre les pays émergents importateurs et exportateurs de matières premières s'accroissent. Confrontées à une inflation élevée, les banques centrales doivent resserrer leur politique monétaire.*

## La Chine : toujours le moteur de la croissance mondiale ?

En Chine, les autorités auront du mal à atteindre leur objectif de croissance pour l'année 2022. Alors que la situation sanitaire continue de peser sur l'activité, les autorités restent prudentes dans leur détente monétaire. Certes, elles encouragent maintenant les collectivités locales à accélérer leurs dépenses d'investissement en infrastructures. Mais en moyenne sur l'année 2022, le PIB ne progressera que d'un peu plus de 4 %, nettement en deçà de leur objectif de 5,5 %.

Aux Etats-Unis, pour garder la maîtrise de l'inflation, la banque centrale doit réussir à faire ralentir la croissance en dessous de 2 % d'ici fin 2022 : l'arrêt du soutien budgétaire, l'érosion du pouvoir d'achat des ménages et l'appréciation du dollar devraient l'y aider. La hausse des taux hypothécaires sera, elle, plus lente à produire ses effets, même si elle pèse déjà sur les ventes immobilières. Si nous continuons de privilégier un scénario d'atterrissage en douceur, les risques d'un atterrissage plus brutal sont loin d'être négligeables. Tant que l'économie ne donnera pas de signes clairs de ralentissement, la Fed n'a d'autre choix, pour éviter une sortie de piste, que de continuer à appuyer sur la pédale de frein !

La situation de la Banque centrale européenne est plus délicate encore. Elle sait que la croissance est fragile mais elle est aussi désormais confrontée à une inflation élevée. Au test de crédibilité auquel sont aujourd'hui confrontées la plupart des banques centrales, s'en ajoute toutefois un autre, propre à la BCE. Si l'inflation continue de surprendre à la hausse, la banque centrale doit pouvoir aller plus vite – en montant ses taux non de 25 points de base mais de 50, ou en accélérant la cadence – sans que le durcissement de sa politique ne conduise à une « fragmentation financière » de la zone. Pour la BCE, convaincre les marchés qu'elle ne laissera pas les *spreads* souverains s'écarter « trop » sans réagir est urgent...

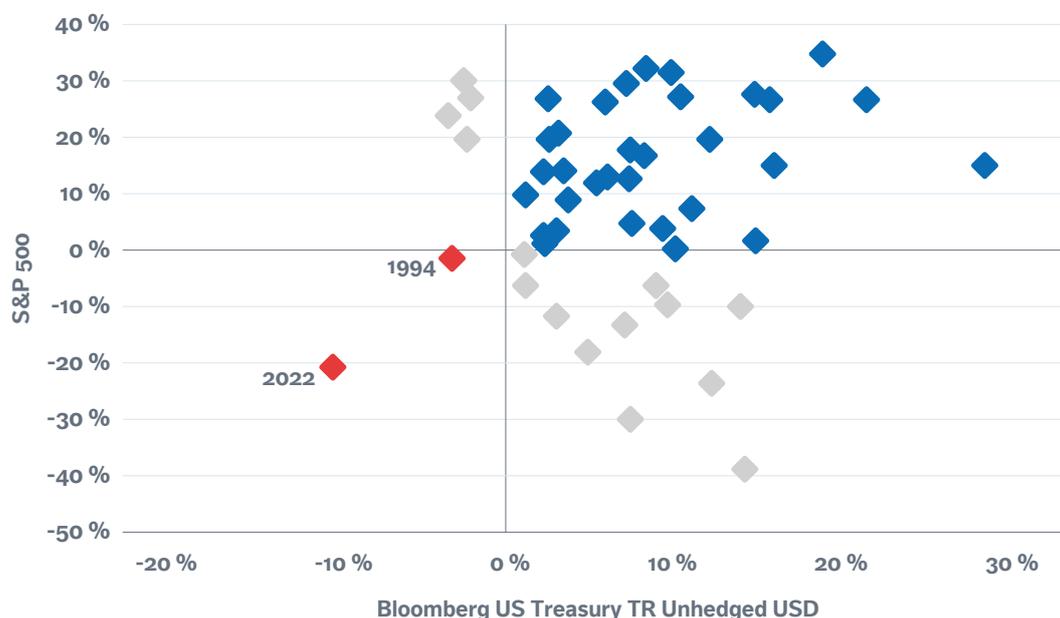
**« Si nous continuons de privilégier un scénario d'atterrissage en douceur, les risques d'un atterrissage plus brutal sont loin d'être négligeables. »**

# Allocation d'actifs : la flexibilité, seule voie pour une stabilité des portefeuilles ?

## Chute des obligations et actions

L'année 2022 n'est pas finie mais elle a été jusqu'à présent exceptionnellement négative. Sur les 50 dernières années, nous n'avons jamais eu simultanément une telle performance négative sur les actions et les obligations américaines (respectivement -20,6 % et -9,1 % au 30.06.2022). En 1994, année qui nous a servi de cadre de référence, les performances obligataires étaient négatives, mais la performance des actions était proche de zéro à la fin de l'année. Peu d'actifs ont permis aux investisseurs de limiter les pertes de leur portefeuille en 2022 : l'énergie, les actions du Royaume-Uni, l'or, certaines stratégies alternatives... A l'inverse les actions américaines (et notamment la technologie) ont le plus fortement souffert dans ce contexte. Les plus faibles niveaux de valorisation l'ont emporté face aux valeurs et actifs qui avaient le plus fortement progressé depuis 2020.

Figure 1 : Des performances négatives sur les actions et les obligations



Source : Bloomberg, Candriam. Données annuelles depuis 1973 et cumulées pour 2022 au 30.06.2022.  
La performance passée ne garantit pas les résultats futurs et n'est pas constante dans la durée.

## Deux cygnes noirs

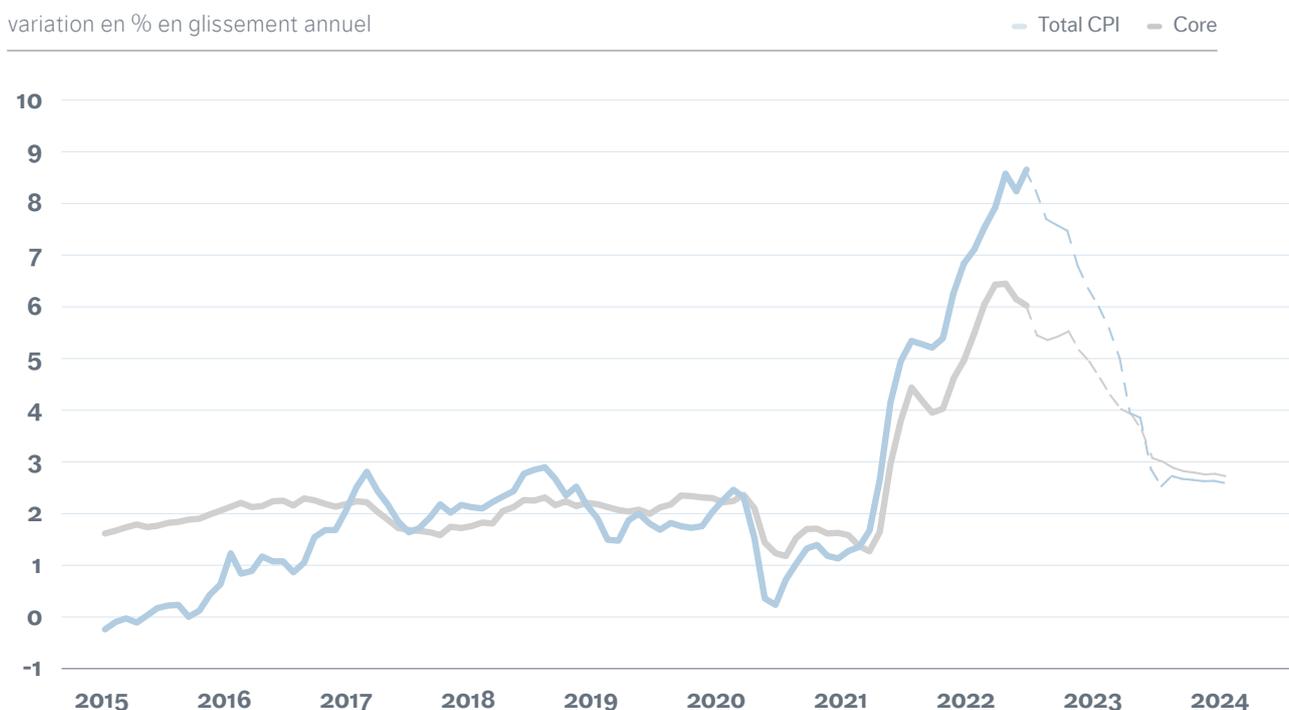
Ce dégonflement brutal sur les marchés financiers des valorisations les plus élevées résulte de chocs successifs et en partie inattendus qui nous précipitent de manière accélérée vers la fin du cycle. Le premier choc a eu lieu en février, avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie. La très forte progression des prix des matières premières (le prix du pétrole a bondi de 47,6 % au 30.06.2022) qui en a résulté a accentué les pressions inflationnistes. En réaction, les banques centrales, et notamment la Fed dans un premier temps, ont ajusté leur trajectoire de resserrement monétaire, provoquant une hausse supplémentaire des taux. Le second choc important provient de la Chine et de sa décision de maintenir une politique zéro Covid stricte, difficilement compatible avec le variant Omicron. Les fermetures massives qui ont eu lieu en avril – mai ont produit un double effet négatif : sur la croissance chinoise (révisée par le consensus de +5.5 % à 4.3 % pour 2022) et mondiale ainsi que sur les chaînes d'approvisionnement. Un environnement ainsi beaucoup plus « stagflationniste » s'est mis en place, négatif à la fois pour les obligations et les actions. Nous sommes aujourd'hui confrontés à des anticipations de hausse de taux jamais vues depuis les années 70, aux Etats-Unis comme en Europe, les banques centrales étant obligées de réagir fortement pour contenir une inflation qui ne veut pas décélérer pour le moment.

# Le point pivot sur l'inflation et les anticipations de resserrement donnera le tempo pour ces prochains mois

Quelle est la prochaine séquence à attendre ? Anticipations de hausses de taux ne signifie pas qu'elles seront toutes passées au rythme attendu... le point pivot dans ces anticipations de marché sera atteint quand on aura le signal d'une réelle décélération de l'inflation et que le marché de l'emploi se détendra aux Etats-Unis. Le chemin à suivre reste très délicat pour les banques centrales. Elles conservent aujourd'hui leur crédibilité au prix d'un resserrement très rapide des conditions financières. « L'erreur » de politique monétaire n'est pas inévitable, mais au rythme actuel des anticipations de resserrement, on pourrait s'en approcher. Notre allocation d'actif dépendra avant tout pour la prochaine séquence de la capacité des banques centrales à réussir un atterrissage en douceur ou non de l'économie...

**Figure 2 : Trajectoire de l'inflation selon l'IPC américain**

variation en % en glissement annuel

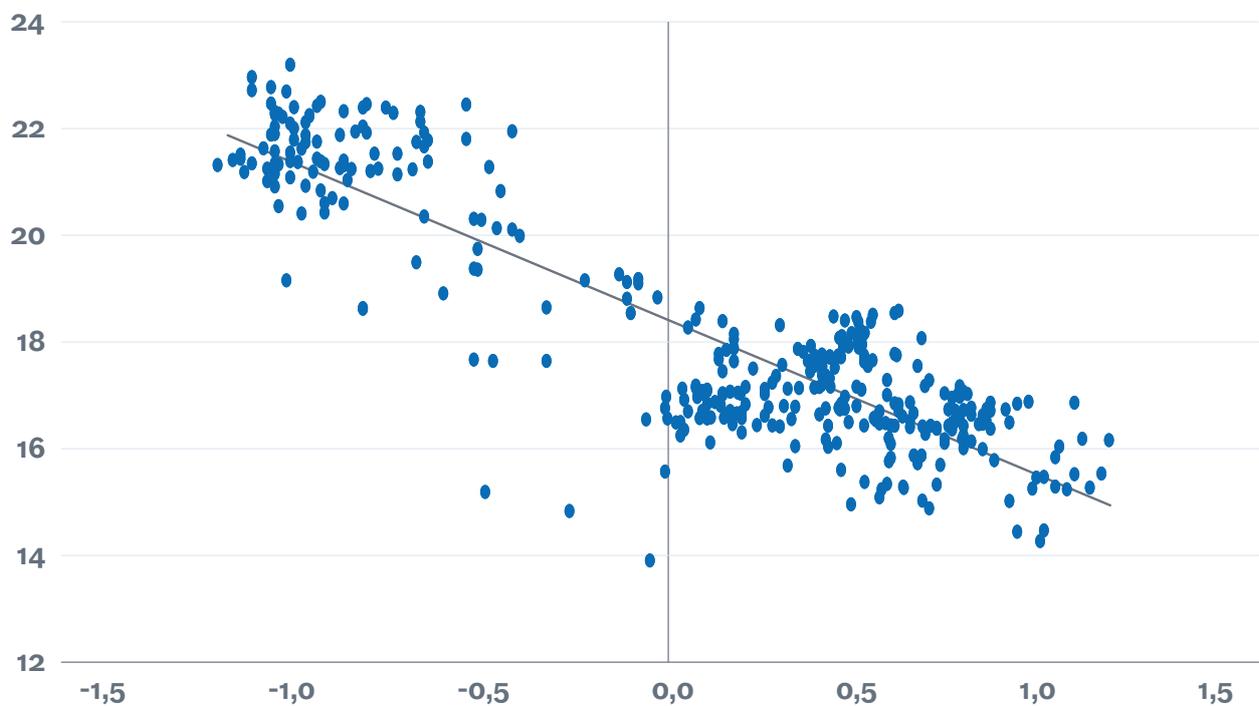


Source : Bloomberg. Données à compter du 15.01.2015. Projections de Candriam.  
La performance passée ne garantit pas les résultats futurs et n'est pas constante dans la durée.

# Quand faudra-t-il reprendre du risque dans les portefeuilles ?

Nous pensons qu'il est encore prématuré de se positionner durablement à l'achat sur les marchés financiers. Les actions ont baissé en raison de la chute de leur valorisation, les bénéfices ont continué à croître au moins sur le premier trimestre. Cette baisse de valorisation aux Etats-Unis ne reflète que l'impact de la hausse des taux réels américains. Les croissances de bénéfices attendues restent encore trop élevées pour 2022 et dépendant du scénario économique, elles seront revues plus ou moins fortement à la baisse.

**Figure 3 : La valorisation du marché américain est en ligne avec le niveau des taux réels**

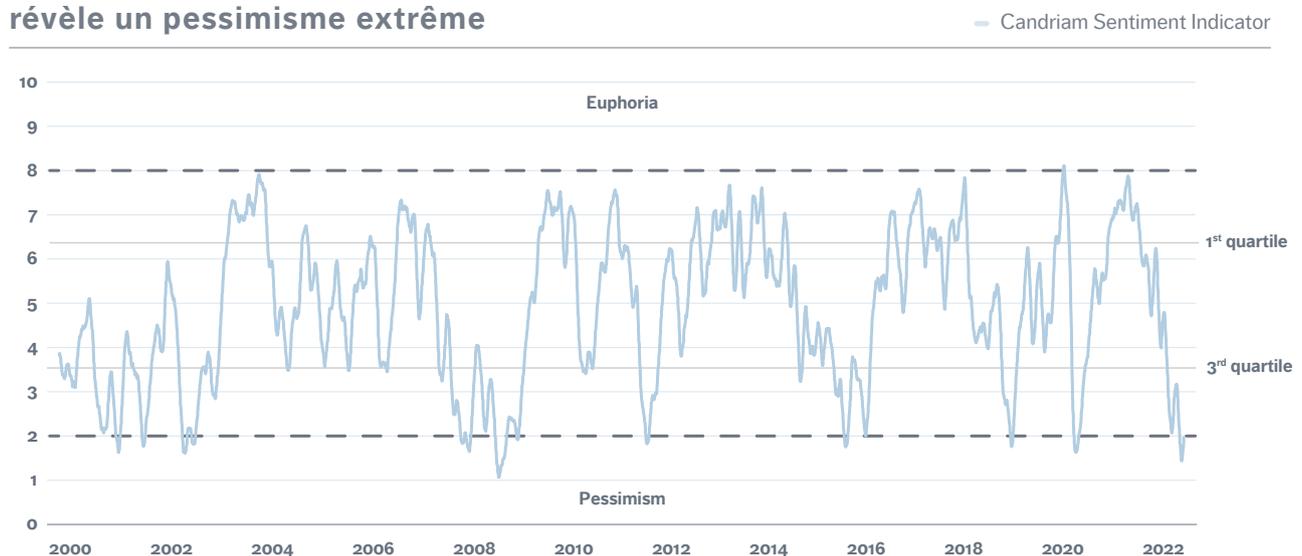


Source : Refinitiv Datastream. Données du 22.06.2015 au 27.06.2022.  
La performance passée ne garantit pas les résultats futurs et n'est pas constante dans la durée.

Des divergences régionales pourraient néanmoins apparaître en 2022. Les actions européennes ont également souffert de la hausse des taux, mais contrairement aux actions américaines, elles intègrent une prime de risque supplémentaire. L'évolution des taux n'est par conséquent pas le seul moteur de performance en Europe : l'évolution des risques géopolitiques liés à une escalade des tensions avec la Russie et ou du risque de fragmentation de la zone Euro devraient renforcer ou réduire cette prime de risque. Les actions chinoises de leur côté sont probablement plus proches du bas de cycle et devraient bénéficier de mesures de soutien budgétaire et monétaire, une fois l'épidémie de Covid sous contrôle.

Dans cet environnement, si la volatilité a très fortement progressé sur l'ensemble des classes d'actifs (actions, obligations et devises), le seul signal positif dont nous disposons est un niveau de pessimisme extrême des investisseurs.

**Figure 4 : Le sentiment des investisseurs révèle un pessimisme extrême**



Source : Bloomberg, Candriam. Données du 01.01.2020 au 17.06.2022.

## A court terme : une allocation positionnée pour un ralentissement

Notre allocation reste pour le moment défensive et positionnée pour une phase de ralentissement économique, avec une décélération progressive de l'inflation à partir de cet été. Nous privilégions ainsi des secteurs défensifs comme la santé et la consommation non cyclique pour les actions. Les valeurs technologiques pourraient présenter un attrait croissant dans ce contexte : forte correction des valorisations, impact plus limité des pressions inflationnistes sur les marges. Nous avons également progressivement rallongé notre duration (notamment avec des obligations gouvernementales américaines) et restons prudents sur le crédit à haut rendement en lui préférant le crédit « investment grade ». Nous protégeons également nos portefeuilles avec une diversification en faveur de l'or et de stratégies alternatives décorréliées.

**« Nos thématiques long terme favorisant l'innovation et la transition énergétique devraient faire partie des bénéficiaires grâce à leur *pricing power* qui leur permettent de répercuter l'inflation sur les prix finaux. »**

# Quelles seront les étapes suivantes ?

Tout dépendra des données d'inflation, d'activité et du rythme de resserrement monétaire. Positionnée pour faire face au ralentissement en cours, nous sommes prêts à changer de braquet en fonction de l'évolution de l'économie et de la réaction des banques centrales. Dans nos scénarios les plus prudents, le ralentissement peut se renforcer et nécessiter un allègement de l'exposition aux actifs risqués (actions et crédit à haut rendement) alors que notre exposition aux obligations gouvernementales et nos stratégies de diversification et de couverture se renforcerait. A l'inverse, une sortie de ce ralentissement avec un atterrissage en douceur des économies nous permettrait de renouer avec une allocation plus durablement risquée et cyclique sur les actions et le crédit. Du côté des devises, une sortie de la phase actuelle devrait être pénalisante pour le dollar américain.

En attendant d'avoir plus de visibilité, nous pensons que le marché va devoir acter dans un premier temps le ralentissement de l'économie. Le marché des taux devrait être le premier à réagir en anticipant une baisse de la croissance et une stabilisation voire une baisse des anticipations de taux des banques centrales. Ce mouvement devrait amener les taux souverains à baisser. En anticipation, nous avons réduit notre short duration pour passer à neutre et avons pris plus spécifiquement une position de duration positive sur les taux US.

Le marché actions devrait réagir dans un second temps, celui-ci nécessitant que le mouvement de révisions à la baisse des croissances bénéficiaires soit engagé pour pouvoir rebondir de façon durable. Le mouvement des taux à la baisse devrait cependant être un catalyseur pour engager un nouveau mouvement de rotation vers les valeurs de croissance. Dans ce cadre, nous avons récemment augmenté notre exposition sur ces valeurs, notamment via le Nasdaq. Nos thématiques long terme favorisant l'innovation et la transition énergétique devraient également en être des bénéficiaires grâce à leur *pricing power* qui leur permettent de répercuter l'inflation sur les prix finaux. Ce dernier mouvement nous amène à avoir une allocation équilibrée en termes de style.

La plus grande difficulté pour les investisseurs aujourd'hui est de rester maître du temps dans une accélération folle des cycles depuis le début de la pandémie de Covid-19 et une volatilité élevée sur l'ensemble des classes d'actifs. Il reste trop tôt pour tirer des conclusions définitives sur l'environnement d'investissement post-Covid mais nous devons rester prêts à remettre en cause certains biais et croyances ancrés depuis 2008.



**158 Mds €**

d'actifs sous gestion  
au 31 décembre 2021



**600**

experts  
à votre service



**25 ans**

Leader dans  
l'investissement responsable

**Ce document est une communication publicitaire.** Les informations contenues dans ce document sont destinées au seul destinataire et peuvent contenir l'opinion et les informations exclusives de Candriam. Les opinions, analyses et points de vue exprimés dans ce document sont fournis à titre d'information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni une recommandation d'investissement ou la confirmation d'un quelconque type de transaction. Bien que Candriam sélectionne avec soin les données et les sources contenues dans ce document, des erreurs ou omissions ne peuvent être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de toute perte directe ou indirecte résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment, le contenu de ce document ne peut être reproduit sans autorisation écrite préalable.

**Attention :** les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne préjugent pas des performances futures. Les performances brutes peuvent être influencées par des commissions, redevances et autres charges. Les performances exprimées dans une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur subissent les fluctuations du taux de change, pouvant avoir un impact positif ou négatif sur les gains. Si ce document fait référence à un traitement fiscal particulier, une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et peut évoluer.

Ce document n'a pas pour but de promouvoir et/ou d'offrir et/ou de vendre un quelconque produit ou service. Le document n'est pas non plus destiné à solliciter une quelconque demande de prestation de services.