

“TINA or There Is No Alternative”¹

¹Il n’y a pas d’alternative



Lionel Tangy-Malca
Président

Depuis le début de l’année, les marchés poursuivent une dynamique favorable aux actifs risqués sur fond de réouverture des économies et des plans de relance.

Pouvait-il en être autrement ?

Dans un environnement de hausse de l’inflation, de taux réels négatifs et de politiques accommodantes des banques centrales, ne pas investir est un risque certain pour son épargne alors que s’exposer offre la possibilité d’une revalorisation positive de ses avoirs.

Quel rendement-cible pour ses avoirs ?

La gestion passive a hissé au niveau du culte les indices de marché. Or, l’indicateur de rendement naturel pour l’investisseur est l’inflation : tout rendement inférieur à l’inflation constitue une érosion naturelle de son stock d’épargne. S’agissant de l’inflation, elle n’obéit pas à la même dynamique en zone Euro et aux Etats-Unis.

L’inflation projetée par la BCE pour 2021 est de 1,5% tandis qu’elle est estimée à 2,6% par la Fed.

Dans ce paradigme, un investisseur rationnel privilégiera les actifs dont la prime de risque est supérieure à ces seuils, ce qui le conduira nécessairement aux actifs risqués. Toutefois, dans cet environnement, il convient d’être sélectif, ces rendements additionnels n’ayant pas toutes le même niveau.

On observera, à cet effet, que les primes de risques sont plus attractives en zone Euro qu’aux US sur les **marchés actions** (respectivement 5,4% vs. 2,9%)* tandis que sur les **obligations à haut rendement**, elles font quasiment jeu égal (respectivement 237 bps vs 278 bps)**.

L’inflation est-elle une menace pour les marchés ?

A fin mai, sur une période glissante de douze mois, l’inflation a atteint 5% aux Etats-Unis.

La Fed juge cette augmentation des prix transitoire car elle est portée par des facteurs conjoncturels qui sont le produit d’un choc de l’offre et de la demande lié à la crise sanitaire.

Toutefois, des facteurs structurels comme la hausse des bas salaires, des loyers etc... sont à l’œuvre et il paraît difficile de les voir reculer tandis qu’un retour à la moyenne du coût des biens de consommation courante paraît plus envisageable.

A propos des marchés actions, quarante ans d’observations font ressortir qu’ils s’accommodent très bien d’une augmentation des prix limitée à 3%.

Rappelons, à cet instant, que l’inflation est la contrepartie de la croissance laquelle est estimée à 5,8% pour 2021 selon les prévisions de de l’OCDE dont 6,9% aux Etats-Unis.

Si l’on conjugue ce niveau de croissance à l’inflation projetée par la Fed, nous sommes loin du risque de stagflation (inflation supérieure à la croissance) aux US et pouvons espérer un accroissement net de l’économie américaine.

Par ailleurs, bien que l’effet de base soit faible, l’hypothèse d’une croissance mondiale de 5,8%, ce qui n’a pas été observé depuis 1973, souffle un vent d’optimisme car elle bénéficiera de nombreux relais dans la mesure où l’économie de onze pays du G20 n’a pas encore pleinement réouvert.

*Earning Yield Forecast – Taux 10 ans

**Spread CDS 5 ans au 15 juin 2021

Une correction des marchés est-elle néanmoins envisageable ?

La plupart des marchés actions réalisent une hausse à deux chiffres depuis le début de l'année. Aussi, on ne peut pas exclure une prise de profit qui ne devrait être que de court terme tant l'appétit pour le risque est fort.

Pour s'en persuader, les chiffres de l'immobilier, du Private Equity et du M&A ont atteint des niveaux records aux US alors que le marché des actions américaines manifeste un retrait par rapport aux autres marchés.

Cela signifie que les investisseurs arbitraient entre marchés risqués, ce comportement traduisant leur confiance dans l'avenir.

- ▶ Cet appétit pour le risque est également attesté par la liquidité des marchés dont les segments respectifs sont globalement verts.

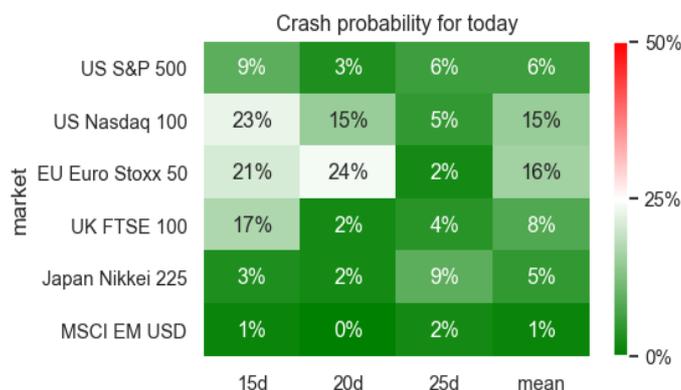
Rappelons que dans notre échelle, une note de -0,7 exprime un très faible niveau d'aversion au risque

Risk Aversion Index	1 month ago	1 week ago	Today
	2021-05-10	2021-05-31	2021-06-07
Global Risk Aversion	-0.6	-0.6	-0.7
Equities	-0.8	-0.9	-1.1
Cash Liquidity	-0.3	-0.7	-0.9
OECD Sovereign Debt	-0.4	-0.5	-0.5
Emerging Debt	-1.2	-1.1	-1.1
Banks Euro	0.0	-0.3	-0.3
Banks UK	-0.7	-0.8	-0.9
Banks US	-0.5	-0.1	-0.2
Insurance	-0.2	0.1	0.0
Carry Trades	-0.9	-0.9	-1.2
Corporate Debt	-0.8	-0.9	-1.0
Oil	-0.5	-0.9	-1.1

Source : Riskelia au 07/06/2021

Riskelia est une société sœur d'HOMA Capital spécialisée dans la recherche

- ▶ En outre, notre matrice de stress ne projette pas, sur un horizon de 25 jours, une menace particulière sur un quelconque marché.



Source : AI for Alpha et HOMA Capital au 14/06/2021

Quel choix de valeurs ? Quelle allocation d'actifs ?

Dans un environnement d'accélération de la croissance, l'amélioration des fondamentaux est un facteur envisageable.

Il convient dans ce contexte de privilégier :

- Le style « Value » ;
- Les entreprises ayant un niveau d'endettement élevé négocié à taux fixe ;
- Les entreprises ayant une capacité à impacter la hausse des coûts sur leurs prix ;
- Les secteurs de l'infrastructure, de l'immobilier (foncières), de la banque, d'exploitation des matières premières.

Quel que soit le marché « coté », il convient de privilégier ceux dont la prime de risque est forte ou ceux qui peuvent profiter de la réouverture des économies et de l'accélération de la croissance.

A cet effet, nous favorisons :

- Les actions de la Zone Euro en raison de leur prime de risque ;
- Les actions du Royaume Uni car elles sont décotées, fortement représentatives des secteurs des matières premières et de la finance ;
- Les actions chinoises car la Chine est un pays à fort bêta sur la croissance mondiale.

Dans le domaine obligataire, les déclarations récentes des banques centrales ont permis de détendre les tensions sur les taux. Toutefois, les facteurs susceptibles d'alimenter des pressions sur cette classe d'actifs paraissent encore nombreux (spectre du « tapering », de l'inflation...).

Les segments relativement à l'abri des tensions et susceptibles de bénéficier de l'amélioration des fondamentaux sont ceux des obligations de haut rendement et des dettes périphériques européennes.

Enfin, nous avons une inclinaison particulière pour la dette privée immobilière qui est moins soumise à la pression du marché, qui détache un coupon moyen de 6-7% et qui bénéficie de sûretés dont la valeur s'accroît dans l'environnement actuel réduisant, par voie de fait, un risque de défaut.