

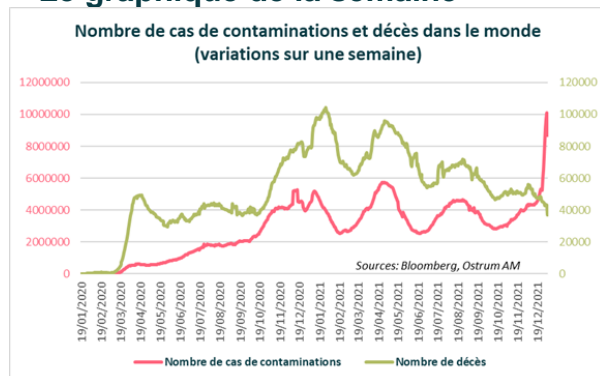
## ● Le thème de la semaine : Quels risques pour 2022 ?

- Nous publions un hebdomadaire un peu particulier avec quatre courts articles. Nous avons présenté nos vues pour 2022, ici nous présentons quatre risques, qu'il faudra garder en tête sur l'année à venir ;
- Les quatre risques que nous décrivons sont : (1) un risque de croissance sur les émergents (2) un risque sur la politique énergétique européenne, (3) un risque sur les valorisations excessives (4) un risque sur les plans de relance européens ;
- Inutile de préciser qu'un risque ne se matérialise pas forcément, il s'agit bien de scénarios alternatifs. Si nous attendions de ces « risques » qu'ils se matérialisent, ils auraient été inclus dans notre scénario central.

## ● La revue des marchés : Les leçons de 2021

- La crise sanitaire perturbe la production, l'inflation accélère
- Tensions sur les matières premières énergétiques/agricoles
- Niveau record sur les actions américaines, les émergents en retrait
- Le dollar s'est renforcé, le yuan résiste à la débâcle immobilière
- Les taux sont remontés, le crédit a résisté.

## ● Le graphique de la semaine



La progression de la pandémie reste un des éléments majeurs pour les marchés. Le nombre de cas est toujours en forte progression et ne donne pas encore de signe de ralentissement. En revanche le nombre de décès reste sur des niveaux relativement faibles.

En conséquence, pour l'instant, les mesures de confinement restent modérées par rapport à ce que l'on a vu précédemment et l'impact sur l'économie est considérablement plus faible que lors des vagues précédentes.

La vaccination mais aussi les caractéristiques du virus expliquent cette tendance.

## ● Le chiffre de la semaine

# 11

Source : Ostrum AM

Le nombre de cargos de LNG détournés d'Asie pour fournir du gaz à l'Europe et atténuer les tensions sur les prix. Solution temporaire, mais pour l'instant efficace.



**Stéphane Déo**  
Directeur stratégie marchés  
stephane.deo@ostrum.com



**Axel Botte**  
Stratégiste international  
axel.botte@ostrum.com



**Zouhoure Bousbih**  
Stratégiste pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.com



**Aline Goupil-Raguénès**  
Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

● **Thème de la semaine**

# Quels risques pour 2022 ?

Pour cette rentrée, nous publions un hebdomadaire un peu particulier avec quatre courts articles. Nous avons présenté nos vues pour 2022, ici nous présentons quatre risques, qu'il faudra garder en tête sur l'année à venir.

Chaque membre de l'équipe de stratégie vous présente un risque, soit :

- Un risque de croissance sur les émergents
- Un risque sur la politique énergétique européenne
- Un risque sur les valorisations excessives
- Un risque sur les plans de relance européens

Inutile de préciser qu'un risque ne se matérialise pas forcément, il s'agit bien de scénarios alternatifs. Si nous attendions de ces « risques » qu'ils se matérialisent, ils auraient été inclus dans notre scénario central.

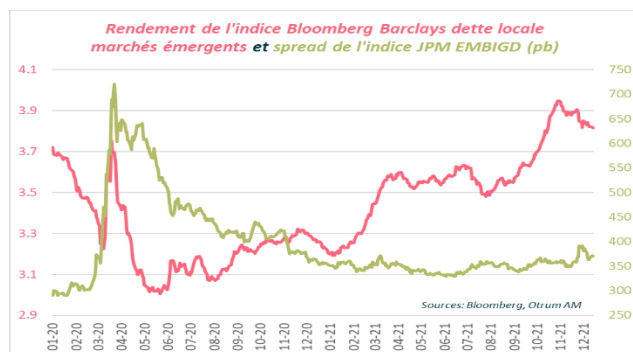
Toute l'équipe profite de cette publication pour vous souhaiter une excellente année 2022.

## 2022 : année test pour les EM

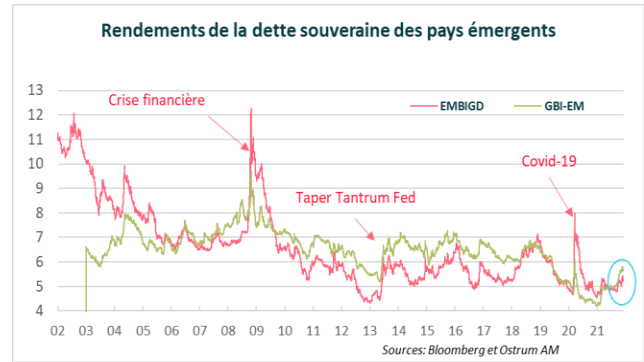
La politique monétaire ultra accommodante des principales places monétaires, ainsi que l'important soutien financier de la communauté internationale expliquent en partie la résilience des marchés émergents en 2021. En 2022, ils devront faire face à de nombreux vents contraires : la hausse des prix alimentaires, la résurgence de la pandémie, le ralentissement chinois, mais surtout le « tapering » de la Fed. Leur résistance sera testée.

### 2021 : année de la résilience des marchés émergents

Le graphique ci-dessous est celui qui illustre le mieux le comportement des marchés émergents en 2021. Il représente la prime de risque de la dette souveraine externe (spread de l'indice JPM EMBIGD) et les taux d'intérêt locaux (indice Bloomberg Barclays dette locale).



En 2021, le profil crédit des pays émergents (spread JPM EMBIGD) ne s'est pas détérioré dans un contexte de hausse des taux d'intérêt de long terme américains. Seuls, les taux d'intérêt locaux ont été entraînés dans le sillage des taux d'intérêt américains. Cependant, il n'y a pas eu de « tantrum » comme lors des précédents épisodes de stress sur la classe d'actif (graphique ci-dessous). Les rendements de la dette souveraine externe (indice JPM EMBIGD) et locale (indice JPM GBI-EM) sont restés relativement stables en 2021. Les politiques monétaires ultra-accommodantes des principales places monétaires et surtout l'important soutien financier de la communauté internationale expliquent la résilience de la classe d'actif en 2021.



### Le problème de la croissance dans les pays émergents ressurgit

L'apparition d'un nouveau virus, Omicron, et la perspective de taux d'intérêt américains plus élevés l'année prochaine ont suscité des craintes sur de nombreux pays émergents qui pourraient ne pas se remettre de la pandémie l'année prochaine. C'est le cas notamment de nombreux pays d'Afrique subsaharienne<sup>1</sup>.

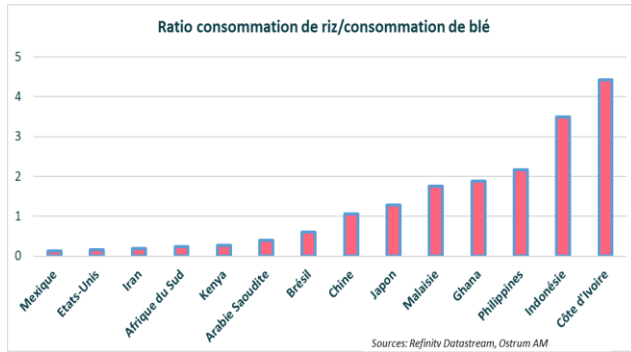
La révision à la baisse des perspectives de croissance a fait resurgir les inquiétudes sur la situation budgétaire de nombreux pays. Les problématiques budgétaires avaient été occultées car les taux d'intérêt internationaux étaient bas et le risque sanitaire semblait écarté<sup>2</sup>. Une hausse des taux d'intérêt américains risque donc de pénaliser les pays fortement endettés en dollar, mais aussi ceux qui se sont financés via leurs propres marchés obligataires, car les taux d'intérêt augmentent partout. C'est le cas du Brésil, de l'Afrique du Sud et de l'Inde. De nombreuses banques centrales émergentes, dont celle du Brésil cité précédemment, ont relevé plusieurs fois leurs taux directeurs pour freiner l'accélération de l'inflation, ce qui augmente également leurs coûts d'emprunt.

### L'Asie est l'exception

L'Asie a été durement frappée par la résurgence de l'épidémie (variant delta) durant l'été, ce qui a eu pour conséquence de ralentir sa reprise économique et explique aussi la faiblesse de l'inflation. Par ailleurs, l'Asie n'a pas le problème de l'inflation que peut connaître d'autres pays émergents, car la hausse des prix alimentaires est moins forte sur le riz qu'elle ne l'a été sur le blé ou d'autres céréales. La majorité des pays de la région sont de grands consommateurs de riz comme le montre le graphique ci-dessous, qui représente le ratio entre la consommation de riz et celle du blé, de quelques pays représentatifs.

<sup>1</sup> MyStratweekly : La Covid-19 a réveillé les vieux démons de l'Afrique.

<sup>2</sup> MyStratweekly : EM après Jackson Hole : trois préoccupations majeures.



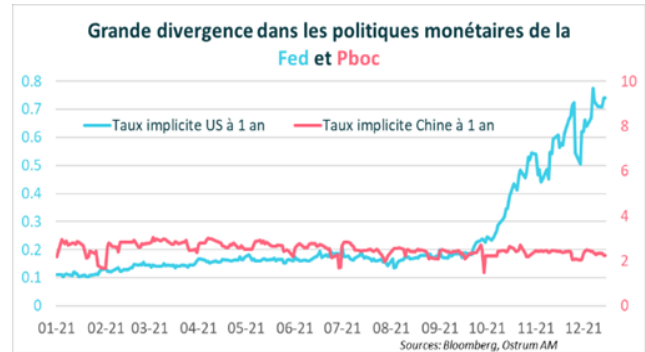
Il est intéressant de noter que le ratio pour la Chine est quasi de 1, ce qui reflète l'élévation du niveau de vie de la population chinoise qui consomme plus de viande et de pain. La politique monétaire devrait rester accommodante dans la région et accompagner la reprise économique qui a repris suite à la levée des restrictions de mobilité mises en place pour freiner la propagation de l'épidémie. La Corée du Sud qui a relevé son taux directeur cette année devrait rester la seule exception de la région. Sur le plan budgétaire, dans l'ensemble, les pays sont relativement peu endettés et ont des marges de manœuvre pour soutenir l'activité.

### La Chine est dans une position différente par rapport aux autres pays émergents.

La Chine a été le premier pays à sortir de la pandémie en 2020 et un des rares pays à avoir enregistré une croissance positive à 2,3 %. Mais cette année la reprise a été plus lente à cause du variant delta et de sa stratégie « zéro Covid » qui a pénalisé la consommation des ménages. La Chine a également connu deux crises : une crise immobilière liée au resserrement de la régulation sur le secteur, et une crise de l'énergie reflétant sa transition énergétique. Les autorités chinoises visent l'atteinte de la neutralité carbone en 2060 et un pic des émissions polluantes en 2030. La régulation a été également renforcée dans un grand nombre de secteurs tels que les fintech, internet et les jeux en ligne. Cela traduit un revirement de la politique économique du pays qui a de nouveaux objectifs : une croissance de meilleure qualité, plus inclusive (avec une lutte contre les inégalités de revenus), plus verte ainsi que la stabilité financière.

Cette transition vers ce nouveau régime politique pourrait rendre la croissance chinoise plus soutenable à long terme, mais il crée d'importantes distorsions sur la croissance de court terme. Les autorités chinoises ont pour objectif de stabiliser la croissance en 2022 qui devrait ralentir à 5 %. La politique monétaire est devenue moins restrictive pour soutenir le secteur immobilier qui constitue un risque sur la croissance chinoise, mais aussi pour le secteur privé principal bassin d'emplois du pays.

Le contexte financier international n'aide pas non plus la Chine. La divergence des politiques monétaires avec les Etats-Unis est flagrante, reflet de deux situations différentes en termes d'inflation et de niveau de la reprise. Le graphique ci-dessous l'illustre parfaitement en comparant les taux d'intérêt implicites à 1 an (anticipations des opérateurs de marchés sur l'évolution des taux directeurs dans le futur).



Cela devrait se traduire par un élargissement du différentiel des taux d'intérêt entre les deux pays qui devrait bénéficier au dollar. Or, la stabilisation de la croissance passe aussi par un yuan stable par rapport au dollar, ce qui explique la récente hausse du taux de réserves obligatoires en devises étrangères (de 7 % à 9 %) des banques chinoises, pour freiner l'appréciation de sa devise. Le renforcement du dollar devrait freiner les volumes des échanges mondiaux via le canal financier et annuler tous les bénéfices de compétitivité des autres devises. Ce sont surtout les entreprises exportatrices de biens intermédiaires qui sont le plus sensibles à un dollar fort. Le commerce extérieur a été le moteur de la croissance chinoise depuis le début de la pandémie. Plus la Fed resserrera sa politique monétaire, plus la banque centrale chinoise assouplira pour soutenir sa demande domestique. Enfin, la Chine inaugurera les Jeux Olympiques d'Hiver le 4 février prochain et déjà plusieurs pays comme les Etats-Unis, le Canada, l'Australie et le Canada ont annoncé un boycott diplomatique. Le monde sera probablement divisé en deux le 4 février entre ceux qui suivront les Etats-Unis ou la Chine. Un monde non coopératif est dommageable pour la croissance des pays émergents.

### Zouhoure Bousbih

## Géopolitique de la transition énergétique

L'objectif de 'net zero' des émissions mondiales de carbone requiert une coopération forte et durable au niveau international. Mais, l'automne chaotique de 2021 nous enseigne que les tensions sur les ressources naturelles ne font pas partie du passé. L'alignement des intérêts des parties prenantes reste source de conflits. Ainsi, l'Europe a été confrontée à une hausse vertigineuse des prix de l'électricité, obligeant les entreprises à suspendre leurs productions, voire à déclarer faillite, notamment dans le secteur de la distribution d'électricité au Royaume-Uni. Vladimir Poutine a délibérément profité de la situation en limitant l'accès des européens au gaz russe. En Chine, les pannes d'électricité ont conduit les autorités à exiger des sociétés d'État du secteur de l'énergie d'assurer, quel qu'en soit le prix, leurs approvisionnements en combustibles pour l'hiver. De leur côté, les États-Unis faisaient pression sur l'OPEP pour augmenter la production pétrolière, ce qui traduit de fait les limites actuelles de l'indépendance énergétique de la première économie mondiale. Le manque de fiabilité de l'offre énergétique persistera en 2022 et sans doute au-delà, ce qui constitue un risque à la baisse sur les marchés financiers.

Dans un monde idéal, la transition énergétique aurait pu atténuer les conflits d'accès aux ressources naturelles parallèlement à la lutte contre le changement climatique. Au lieu de cela, de nouvelles formes de conflit apparaissent. La production mondiale d'énergie doit se réinventer afin de limiter les risques climatiques. Cependant, les producteurs d'énergies fossiles, au premier rang desquels figurent la Russie et l'Arabie saoudite, disposeront d'un levier considérable pour les années à venir. Même lorsque les émissions nettes de carbone tendront vers zéro (vraisemblablement d'ici 2050), l'ère des combustibles fossiles ne sera pas terminée. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) estime que la demande mondiale de gaz naturel représentera, en 2050, encore la moitié du niveau d'aujourd'hui. La consommation de pétrole avoisinera le quart du niveau actuel. Dans ce contexte, la réduction du financement du secteur pétrolier suscite des inquiétudes quant au niveau d'investissement dans l'industrie dans les prochaines années. Une volatilité des prix plus élevée et un risque de pénurie semblent probables, si l'offre de combustibles fossiles diminue plus rapidement que la demande et de manière imprévisible. L'OPEP+, qui contrôle déjà la majeure partie des capacités excédentaires dans le monde, bénéficiera de surcroît d'un effet de concentration de la production. Cependant, ces risques à court terme ne sauraient justifier un report de la transition énergétique, mais les effets induits de la transition ne peuvent être ignorés. Le rythme de la transition restera soumis à la fiabilité de l'offre d'énergie. La géopolitique de l'énergie survivra à la baisse de la demande. Pour cette raison, l'industrie du pétrole de schiste américain pourrait servir d'amortisseur malgré les engagements climatiques du gouvernement fédéral. Les marchés du gaz naturel sont sujets à la même dynamique, car les pays ayant des engagements climatiques forts réduisent leur production. L'Europe deviendra de plus en

plus dépendante du gaz russe. L'approbation du gazoduc Nord Stream 2 entre la Russie et l'Allemagne reste cependant en suspens (peut-être jusqu'en mars 2022) étant donné le risque d'intervention militaire russe en Ukraine. L'expansion de l'OTAN à l'Est a ainsi ravivé les enjeux géopolitiques autour de l'énergie.

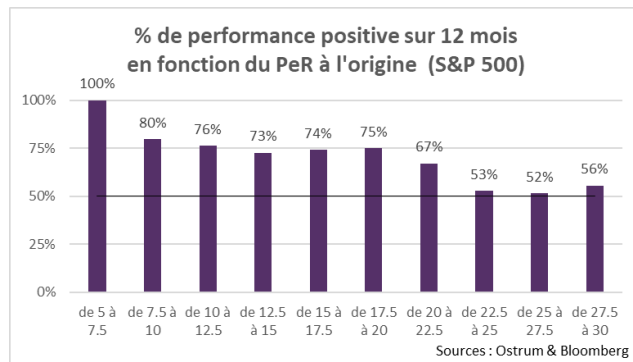
La révolution de l'énergie propre pourrait favoriser l'émergence d'une nouvelle superpuissance, en mesure d'établir les normes d'infrastructure pour le commerce international de carburants à faible émission de carbone, comme l'hydrogène et l'ammoniac, indispensables pour un monde net zéro. L'effet de levier réside dans la capacité d'exporter ces systèmes pour optimiser les réseaux électriques ou gérer la demande. Cela pourrait s'avérer critique pour le secteur du nucléaire. Selon les estimations de l'AIE, l'objectif 'net zéro' requiert un doublement de la production d'énergie nucléaire, l'électrification étant souvent le moyen le moins cher pour décarboner les secteurs (voitures, chauffage...) tributaires des combustibles fossiles (à condition que la production d'électricité soit elle-même décarbonée). La Russie est le principal exportateur de technologie nucléaire, suivie de la Chine. La capacité d'imposer des normes internationales d'exploitation et de sécurité donnera un avantage certain aux producteurs nationaux. En comparaison, les États-Unis ne représentent que 2% des réacteurs en construction hors des frontières de la Russie. Par ailleurs, les technologies d'énergie propre, notamment les éoliennes et les véhicules électriques, utilisent des minéraux tels que le cobalt, le lithium, le nickel et les terres rares. La demande pour ces minéraux pourrait être multipliée par six en moyenne d'ici 2040. Si les pays les plus pauvres (RDC pour le cobalt par exemple) n'auront probablement pas les moyens d'exercer une réelle pression sur l'offre, il convient de garder à l'esprit l'embargo chinois sur les exportations de terres rares vers le Japon en 2010 en réaction aux tensions en mer de Chine orientale. En outre, la Chine contrôle non seulement une grande partie de l'extraction de minéraux critiques, mais possède également une capacité sans égal de raffinage et de traitement des métaux rares. Les capacités de production de composants utilisés par les énergies propres (wafers pour les semi-conducteurs utilisés dans les panneaux solaires par exemple) pourraient s'avérer critiques. Certains États dotés d'importantes capacités d'énergie renouvelable (dont l'Arabie saoudite avec le solaire à faible coût) seront les mieux placés pour attirer la production d'hydrogène vert. Avant que l'hydrogène vert ne devienne dominant, l'hydrogène bleu, dérivé du gaz naturel à l'aide de techniques de capture du carbone, prévaudra, au bénéfice a priori des États-Unis et du Qatar. La production d'énergie propre renvoie aussi au risque protectionniste. La taxe d'ajustement aux frontières (BAT) de l'UE liée aux émissions de gaz à effet de serre peut être utilisée pour protéger la production nationale de la concurrence mondiale « sale ». Il s'agit aussi d'un moyen de pression pour cibler des pays au prétexte de leurs émissions de carbone.

**Axel Botte**

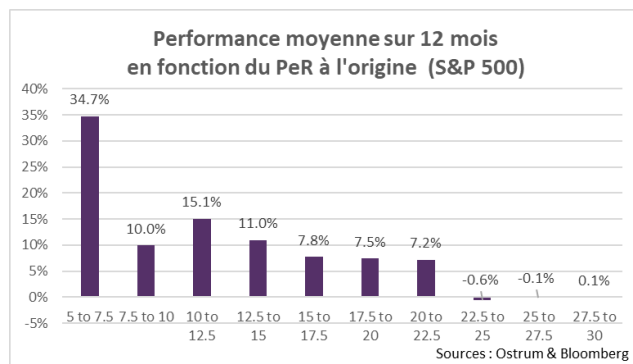
## Lorsque les valorisations sont vraiment trop tendues

Le constat est indiscutable, les valorisations des marchés actions sont tendues, voire même au plus haut historique sur certaines métriques. L'idée que ces valorisations sont excessives a été mentionnée depuis longtemps même si elle n'a pas conduit à une correction de marché. Si les valorisations font débat c'est aussi pour une hypothèse implicite : un marché cher est un marché qui risque de corriger. C'est donc un signal de danger.

La réalité est plus complexe, des valorisations tendues ne sont pas, en elles même, un signal suffisant. En utilisant les données sur le S&P 500 qui nous permettent de remonter jusqu'en 1954, le graphique ci-dessous montre, en fonction du niveau de PE, la probabilité historique que le marché ait eu une progression sur les 12 mois qui suivent. Lorsque le PE est supérieur à 22,5, la probabilité que le marché soit haussier est extrêmement proche de 50 %. Les valorisations élevées ont le même pouvoir prédictif qu'un tirage à pile ou face !



On peut objecter que, lorsque les valorisations sont tendues, les hausses sont faibles, mais les baisses peuvent être beaucoup plus fortes. Là non plus, les données ne valident pas l'intuition : lorsque le PE est élevé la performance moyenne sur les 12 mois qui suivent est très proche de zéro.



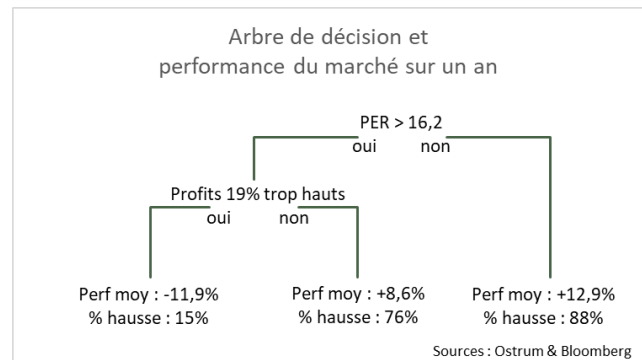
La conclusion est simple : **lorsqu'il est très faible, le niveau de PeR est un excellent signal de performance**

**pour le futur.** Dans ce cas, les marchés ont de très fortes chances de progresser. En revanche **lorsque le PeR est élevé, la pertinence du signal fourni sur la performance future est d'une médiocrité affligeante.**

Nous l'avons dit, la réalité est plus complexe. Nous avons donc utilisé une approche un peu plus sophistiquée, un algorithme de partition, qui permet d'identifier les conditions qui déclenchent une correction de marché.

Le résultat est présenté sur le graphique suivant. Et la conclusion est instructive : la zone de danger, d'un point de vue historique, est lorsque le PeR dépasse 16,2. Au-dessus de ce niveau, la performance boursière est en moyenne de 6,0 % sur les 12 mois qui suivent et le marché est en hausse 76 % du temps. Mais il y a une différence très marquée lorsque le niveau des bénéfices est également élevé : un PeR supérieur à 16,2 associé à un niveau de profit supérieur de 18,6 % à la tendance de long terme est un cocktail très dangereux. Dans ce cas, le marché en moyenne perd 11,9 % sur les 12 mois suivants et il n'est haussier que dans seulement 15 % des cas.

En revanche, des valorisations tout aussi élevées, lorsque les profits sont proches ou en dessous de leur tendance de long terme, semblent conduire à une situation beaucoup moins anxiogène. Historiquement, la bourse a été haussière 76 % du temps avec une performance moyenne de 8,6 %.



La situation actuelle nous place indubitablement dans une situation de valorisations tendues, mais elle nous rapproche aussi rapidement d'un niveau de profits élevé. On était à la fin de l'année 2021 6,0 % au-dessus de la tendance de long terme, alors qu'on était toujours légèrement en dessous six mois plus tôt. Si nous ne sommes pas stricto sensu sur la zone de danger identifiée par notre modèle, on s'en rapproche donc très vite.

Cela nous promet un marché beaucoup plus nerveux. Notre argument, tout au long de l'année dernière, était que les valorisations tendues ne suffisaient pas à justifier une attitude prudente sur les actions et qu'une part de l'ajustement viendrait de la progression des bénéfices, qui validerait donc, ex post, les valorisations tendues. Cet argument n'est plus valable et nous rentrons donc dans une zone beaucoup plus compliquée pour le marché actions. L'année 2022 pourrait être beaucoup plus turbulente que la précédente.

**Stéphane Déo**

## Risque sur le marché obligataire européen

Compte tenu du choc d'une ampleur sans précédent lié à la crise du Covid-19, les 27 ont adopté en juillet 2020 un accord historique : le plan de relance Next Generation EU. Pour la 1ère fois, l'Union Européenne peut émettre massivement de la dette (800 Mrds d'euros sur 6 ans) au nom de l'ensemble des pays et les versements se feront en partie sous la forme de subventions (non remboursables) et de prêts à des taux avantageux. Les pays les plus affectés par la crise du Covid-19 recevront des montants plus élevés en proportion de leur PIB. Pour bénéficier de ces fonds, chaque pays devra réaliser au moins 37 % de dépenses dans la transition énergétique, 20 % dans le numérique et adopter un certain nombre de réformes conformément aux plans de relance et de résilience présentés à la Commission Européenne (CE).

### Risque sur l'avancée des investissements et des réformes à réaliser

En 2021, 18 pays, sur les 22 dont les plans de relance et de résilience ont été approuvés par la CE, ont bénéficié d'un pré financement de 13 % au titre de Next Generation EU. A partir de 2022, le versement des fonds est conditionné à la réalisation des étapes intermédiaires et cibles fixées par chaque pays en accord avec la CE. Alors que l'Europe fait face à une forte résurgence de l'épidémie de Covid 19, que les ménages subissent des pertes de pouvoir d'achat liées à la nette accélération de l'inflation et que des élections se tiendront dans certains pays, le risque est que certains d'entre eux soient en retard dans l'atteinte des investissements et réformes à réaliser.

A ce jour, l'Espagne est la 1ère économie à bénéficier d'une évaluation préliminaire positive de la part de la CE pour le versement d'une première tranche dans le cadre de Next Generation EU. Elle a apporté les preuves de la réalisation des 52 étapes nécessaires. Cette évaluation doit encore être approuvée par le comité exécutif et financier. Son accord permettra le versement de 10 milliards d'euros de subventions, après 9 milliards reçus en août, sur un total de 69.5 milliards demandés. Le versement des autres tranches (2 maximales par an) sera fonction de l'atteinte des cibles fixées.

Si l'Espagne a réalisé la plupart des 52 jalons nécessaires à la fin du 2ème trimestre 2021, il sera probablement plus difficile d'adopter les réformes prévues par la suite. Le gouvernement a eu du mal à adopter la réforme du marché du travail et l'année prochaine est prévue celle sur le financement des retraites. Par ailleurs, les fonds de Next Generation EU étant versés pour la plus grande partie sur la période 2021 à 2023, cela représente un vaste montant d'investissements à réaliser en peu de temps. Or l'Espagne,

comme de nombreux pays européens, dont l'Italie, n'a utilisé que très partiellement les fonds européens qui étaient à sa disposition (l'Espagne a utilisé moins de 50 % des fonds d'investissements et structurels européens sur la période 2014-2020).

En Italie, le risque à court terme réside dans l'élection présidentielle qui doit se tenir en janvier 2022. Si Mario Draghi est élu, il ne sera plus à la tête du gouvernement d'union nationale actuel. Cela constituera un risque sur la poursuite des réformes et des investissements à adopter pour bénéficier des 191.5 milliards d'euros demandés à l'Union Européenne (dont 68.9 milliards de subventions). Si Mario Draghi reste au poste de 1er ministre en 2022, des tensions pourraient toutefois commencer à apparaître à la fin de l'année au sein du gouvernement dans la perspective des élections législatives prévues en 2023, ce qui pourrait être de nature à peser sur la dynamique des réformes à adopter.

### Conséquences sur les marchés obligataires

Si les pays ne parviennent pas à réaliser dans les temps les investissements et les réformes nécessaires, le versement des fonds de l'UE prendra du retard ce qui pèsera sur leurs perspectives de croissance et détériorera les perspectives de déficit et dette publique exprimés en pourcentage du PIB. Cela sera de nature à générer des craintes de la part des investisseurs vis-à-vis des pays les plus fragilisés par la crise, qui sont aussi les plus endettés, puisqu'ils courront un risque de ne pas bénéficier dans les temps des subventions demandées. Cela se traduira par des tensions sur les taux de ces pays, un écartement des spreads par rapport à l'Allemagne, rendant les conditions de financement des ménages, des entreprises et des gouvernement moins accommodantes et compliquant la tâche de la BCE dans la nécessité de maintenir une politique monétaire très accommodante pour l'ensemble des pays de la zone Euro.

### Aline Goupil-Raguénès

- **La revue des marchés**

## Les leçons de 2021

### Une année contrastée entre frénésie boursière, risques inflationnistes et crise sanitaire

L'année 2021 restera comme un très bon cru boursier avec des performances comprises entre 20 et 30 % dans les pays développés. L'accélération de l'inflation, les déboires des promoteurs immobiliers chinois et le durcissement de la politique interne de Xi Jinping ont en revanche largement pesé sur les marchés émergents. La croyance, erronée, en une inflation « transitoire » a permis le maintien d'une politique monétaire expansionniste durant la majeure partie de l'année. La Banque centrale américaine annoncera en fin d'année une inflexion, certes tardive, de sa politique en diminuant ses achats et relevant ses projections de taux d'intérêt. Le dollar s'est renforcé contre toute devise, à l'exception du yuan étroitement contrôlé par la PBoC. Les devises émergentes ont souffert, notamment la livre turque pénalisée par une politique hétérodoxe d'assouplissement malgré une spirale inflationniste. Les rendements obligataires se sont redressés par rapport aux niveaux bas de 2020. La hausse des anticipations d'inflation a joué un grand rôle dans cette remontée. Le QE et les discussions budgétaires sans fin aux Etats-Unis limiteront le mouvement du T-note à 1,5% en fin d'année.

L'année boursière a débuté sur les chapeaux de roues avec le développement rapide des SPACs aux Etats-Unis. L'activité de ces véhicules d'acquisition a ralenti mais leur capital disponible représente encore 180 Mrds \$ en fin d'année. Le premier trimestre a aussi été le théâtre de raids boursiers menés par des investisseurs individuels, privés de paris sportifs par la pandémie, sur un nombre restreint de petites valeurs décotées. La chasse aux vendeurs à découvert de *meme stocks* a ainsi mis à mal plusieurs *hedge funds* engendrant une volatilité insensée en raison de l'utilisation massive d'options courtes. La spéculation n'a pas cessé dans l'univers des crypto-monnaies. L'Ethereum et le Bitcoin affichent, en 2021, des performances encore bien supérieures à la bourse malgré le fléchissement orchestré par le tournant monétaire restrictif. La volatilité de ces actifs représente 4 à 5 fois celle du Nasdaq. Ces crypto-monnaies semblent avoir remplacé l'or comme actif refuge face à l'inflation, le métal jaune restant stable en 2021 autour de 1800\$ l'once. La reprise forte et les conditions de liquidité ont entretenu l'environnement favorable aux actions. Le S&P gagne 27 %, l'énergie prenant le relais des méga-caps au cours de l'année. En Europe, le fort rebond des bancaires contraste avec les foncières (allemandes) et les secteurs sensibles à l'épidémie dont le transport aérien. Les marges bénéficiaires ont résisté à la hausse des coûts mais les services d'utilité publique marquaient le pas face à la hausse du gaz précipitée par les tensions à l'Est. La politique du PCC de 'prospérité commune' a largement pesé sur les géants technologiques de l'Empire du milieu. Les difficultés

des promoteurs immobiliers expliquent en outre la sous-performance du Hang Seng (-15 %).

L'année obligataire a été marquée par le risque d'inflation, alimenté par les problèmes logistiques d'offre et les pénuries de matières premières et de composants. Le marché des Treasuries a rapidement intégré la hausse des prix. Le rendement du T-note a touché son sommet annuel à 1,74 % dès la fin mars. L'inertie de la politique monétaire justifiée par une inflation prétendument transitoire renversera les pressions haussières. Le maintien d'un QE couvrant les émissions nettes du Trésor ramènera le 10 ans vers 1,12% au milieu de l'été. L'excès de liquidités induit, contrepartie d'une pénurie de T-bills, force alors les banques et les fonds monétaires à replacer à la Fed plus de 1000 Mrds \$. Le changement de discours de Powell après Jackson Hole permettra néanmoins un retour progressif au-dessus d'1,5 %, mais avec des rendements réels (-1 % à 10 ans) sans rapport avec la croissance. En zone euro, le Bund (+39pb en 2021) a suivi le T-note prenant initialement le chemin de la hausse avec le plongeon vers -0,50 % au milieu de l'été. En Italie, la nomination de Mario Draghi en tant que Premier ministre a rassuré les intervenants, le spread se resserrant au plus bas de l'année à 90pb. Cependant, l'avenir de Draghi en suspens à l'approche de la fin de mandat du Président Mattarella début 2022 et le ralentissement des achats ramèneront le spread italien au-delà de 130pb en fin d'année. Les premiers déboursements du plan de relance européen (NextGen EU) ont tout de même permis à l'Espagne ou au Portugal notamment de réduire sensiblement leurs emprunts en 2021.

Les spreads de crédit (+3 pdb en 2021) ont brillé par leur inertie pendant l'essentiel de l'année malgré un quatrième trimestre plus délicat. L'environnement favorable aux actifs risqués permet aux dettes financières subordonnées d'afficher des performances positives. Le high yield termine l'année en trombe avec des resserrements de spreads de l'ordre de 40pb en décembre. Le taux de défaut limité à 1-2 % en Europe et l'amélioration des notations permettent de dégager des performances de 3 à 5% selon les segments du marché. Le marché du high yield chinois fait figure d'exception compte tenu des nombreux défauts dans le secteur immobilier.

Enfin, le dollar s'est renforcé (+5 % contre euro). A l'opposé, le yen retrouve son statut de monnaie de financement. La PBoC s'est efforcée de stabiliser le yuan dans la crise immobilière. Les devises émergentes se sont dépréciées malgré le resserrement monétaire. La livre turque, soumise aux pressions politiques, perd un tiers de sa valeur, l'inflation galopante pesant en outre sur les taux locaux. En revanche, les marchés de dette externe (+14 pdb) ont résisté à la remontée du billet vert.

### Axel Botte

Stratégiste international



● **Marchés financiers**

<b>Emprunts d'Etats</b>	<b>3-janv.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2021 (pb)</b>
EUR Bunds 2a	-0.6 %	+4	+14	+10
EUR Bunds 10a	-0.15%	+10	+24	+43
<b>EUR Bunds 2s10s</b>	<b>46 bp</b>	<b>+6</b>	<b>+10</b>	<b>+33</b>
USD Treasuries 2a	0.78 %	+9	+20	+66
USD Treasuries 10a	1.59 %	+12	+25	+68
<b>USD Treasuries 2s10s</b>	<b>81 bp</b>	<b>+3</b>	<b>+5</b>	<b>+1</b>
GBP Gilt 10a	0.97 %	+5	+16	+77
JPY JGB 10a	0.07 %	+1	+2	+5
<b>EUR Spreads Souverains (10a)</b>	<b>3-janv.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2021 (pb)</b>
France	36 bp	-1	+1	+13
Italie	132 bp	-4	+2	+21
Espagne	72 bp	-4	-2	+10
<b>Inflation Points-morts (10a)</b>	<b>3-janv.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2021 (pb)</b>
EUR 10a Inflation Swap	202 bp	-4	+5	-
USD 10a Inflation Swap	279 bp	+5	+12	+1
GBP 10y Inflation Swap	419 bp	-2	-23	+0
<b>EUR Indices Crédit</b>	<b>3-janv.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2021 (pb)</b>
EUR Credit IG OAS	95 bp	-1	-13	+3
EUR Agences OAS	49 bp	-1	-2	+8
EUR Obligations sécurisées OAS	46 bp	-2	-3	+13
EUR High Yield Pan-européen OAS	318 bp	-5	-37	-40
<b>EUR/USD Indices CDS 5a</b>	<b>3-janv.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2021 (pb)</b>
iTraxx IG	48 bp	0	-10	0
iTraxx Crossover	242 bp	0	-41	0
CDX IG	50 bp	+0	-8	0
CDX High Yield	295 bp	+5	-35	+1
<b>Marchés émergents</b>	<b>3-janv.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2021 (pb)</b>
USD JPM EMBI Global Div. Spread	369 bp	-4	-23	+17
<b>Devises</b>	<b>3-janv.-22</b>	<b>-1sem (%)</b>	<b>-1m(%)</b>	<b>2021 (%)</b>
EUR/USD	\$1.130	-0.27	-0.17	-7.6
GBP/USD	\$1.344	-0.02	+1.52	-1.5
USD/JPY	¥115.32	-0.36	-2.19	-11.6
<b>Matières Premières</b>	<b>3-janv.-22</b>	<b>-1sem (\$)</b>	<b>-1m(\$)</b>	<b>2021 (%)</b>
Brent	\$78.4	\$0.2	\$8.9	52.4
Or	\$1 802.5	-\$5.8	\$19.2	-4.9
<b>Indices Actions</b>	<b>3-janv.-22</b>	<b>-1sem (%)</b>	<b>-1m(%)</b>	<b>2021 (%)</b>
S&P 500	4 781	-0.21	5.35	27.3
EuroStoxx 50	4 340	1.22	6.37	22.2
CAC 40	7 232	1.29	6.90	30.3
Nikkei 225	28 792	-0.02	3.49	4.9
Shanghai Composite	3 640	0.60	0.90	4.8
VIX - Volatilité implicite	17.39	-1.64	-43.30	-23.3

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

## Mentions légales

### Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – [www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...03/01/2022

### Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)