

GRAND ANGLE

OCTOBRE 2022

Comité du 26/09/22 • Achevé de rédiger le 29/09/22

Quatre questions pour la fin de l'année



Jean-Marie
MERCADAL

Directeur des stratégies
d'investissement
OFI Holding

Eric
BERTRAND

Directeur Général
Délégué et Directeur
des Gestions OFI AM

Nous vivons une année boursière très compliquée, qui résulte d'une juxtaposition de problématiques : durcissement monétaire sévère pour contrer une inflation inattendue, déstabilisation du marché des changes, ralentissement économique sérieux et contexte politique international très tendu. La visibilité reste naturellement faible dans ce contexte. Mais les marchés nous semblent en être à un tel point que les risques pourraient être devenus « asymétriques » : l'occurrence de bonnes nouvelles, même relatives, est susceptible d'engendrer des rebonds plus forts que l'ampleur des baisses en cas de confirmation du scénario négatif attendu, au moins à court terme...

Notre allocation

au 29/09/22

Sous-pondéré		Neutre	Surpondéré	
--	-	=	+	++

CLASSES D'ACTIFS

Le contexte global est difficile avec des politiques monétaires plus dures, un ralentissement économique, une déstabilisation du marché des changes, dans un environnement international instable. Mais, en contrepartie, les valorisations des actions sont raisonnables et les marchés semblent avoir intégré un scénario très noir, ce qui nous incite à réinvestir progressivement dans ces marchés baissiers.

Monétaire	→
Obligations	↑
Convertibles	→
Actions	↑
Matières premières	→
Alternatif/Perf. absolue	→

OBLIGATIONS

Les taux longs ont encore remonté avec les nouveaux objectifs de taux monétaires à la fin de ce cycle de durcissement. Ils devraient désormais se stabiliser alors que l'actualité va se focaliser sur le ralentissement économique. Nous pensons donc qu'il est temps de réinvestir, sur tous les principaux segments, notamment le Treasury américain⁽¹⁾. Les obligations émergentes en devises locales ont été très résilientes dans ce contexte et les monnaies émergentes pourraient bénéficier d'une pause dans la hausse du dollar.

Dettes souv. Euro Core	↑
Dettes souv. Euro périph.	↑
Euro Investment Grade	→
High Yield	→
Index. inflation/Breakeven	→
Dettes émer. devises fortes	→
Dettes émergentes locales	→

ACTIONS

Les bénéfices des entreprises vont être révisés à la baisse au cours des prochains mois, ce qui a été anticipé par les marchés. Les valorisations sont raisonnables et devraient ainsi permettre aux marchés de relativement bien résister, voire de rebondir en cas de nouvelles positives sur les taux ou le contexte international.

États-Unis	↑
Zone Euro	↑
Royaume-Uni	↑
Japon	↑
Émergents	↑
Chine	↑

ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES

Les valeurs de croissance ont été fortement pénalisées par la dernière vague de remontée des taux d'intérêt. Elles pourraient bénéficier d'une détente des marchés obligataires. En revanche, les valeurs plus cycliques risquent d'être pénalisées par le ralentissement économique en relatif.

Croissance	↑
Value	→
Small / Mid caps	→
Cycliques	→
Financières	→

DEVISES

La récente accélération à la hausse du dollar a créé beaucoup de troubles sur le marché des changes. Une pause temporaire dans ce mouvement du dollar nous semble possible.

Dollar US	→
Yen	→
Livre sterling	→

⁽¹⁾ Titres obligataires à intérêt fixe garanti émis par le gouvernement américain. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

1 - QUELS NIVEAUX CIBLES POUR LES TAUX MONÉTAIRES ?

Après avoir semblé sous-estimer la reprise inédite de l'inflation, la Fed est désormais décidée à enrayer une possible spirale inflationniste, quitte à faire tomber l'économie américaine en récession. Elle est donc engagée dans un processus de remontée des taux d'intérêt, le plus rapide depuis plus de 40 ans. Désormais, ce sont les marchés qui « courent » après Jerome Powell afin de déterminer le fameux objectif « terminal » des Fed Funds à la fin de ce cycle. Nous sommes passés d'une estimation de 3,25/3,50 % il y a quelques semaines à 4,25/4,50 % à la fin de l'année 2023. En Europe, la BCE est également déterminée à contrer l'inflation. Le « taux terminal » de l'Ester dans ce cycle de resserrement est attendu à près de 3,25 % au premier semestre 2023.

Les prochains mois verront encore probablement d'autres ajustements dans ce contexte nouveau d'inflation, qui survient après une longue période de quasi-déflation. Les marchés obligataires s'ajustent donc régulièrement depuis quelques semaines à ces nouvelles anticipations et les taux d'intérêt remontent rapidement, entraînant à la baisse le prix des actifs : immobilier et actions notamment, principalement les valeurs de croissance qui se payaient plus chères, compte tenu justement de leur potentiel de développement plus rapide, et dont les bénéfices futurs actualisés sont désormais calculés avec des taux plus élevés. Tout ceci est logique et un niveau de Fed Funds autour de 4,50 % n'est pas aberrant : il correspond à sa moyenne depuis les années 50. La question désormais est la suivante : y- aura-t-il à nouveau des révisions d'estimation à la hausse ?

Les facteurs déflationnistes n'ont pas disparu du jour au lendemain : vieillissement des populations dans les pays les plus gros contributeurs à l'économie mondiale, excès d'endettement généralisé... Mais le problème est que, désormais, il y a des facteurs structurels à une inflation plus élevée, une fois les éléments conjoncturels passés (goulets d'étranglement consécutifs à la réouverture des économies, politiques « zéro Covid » en Chine, fermeture de l'approvisionnement de gaz en provenance de Russie et création de nouvelles sources d'approvisionnement...). Nous l'avions déjà souligné dans ces colonnes, le monde qui s'annonce sera moins « global », ce qui va engendrer des phénomènes de relocalisation ; il s'annonce aussi plus dangereux, engendrant de ce fait une hausse des dépenses militaires, et aussi plus vert : les investissements pour décarboner les économies sont également colossaux et devraient logiquement se répercuter sur les prix de l'énergie, les produits agricoles seront plus chers car produits avec moins de pesticides...

Pour l'instant, l'inflation inscrite dans le cours des obligations indexées reste assez modérée, de l'ordre de 2,30 % à 10 ans aux États-Unis et en zone Euro. Cela montre que les investisseurs pensent que les Banques Centrales sont crédibles et réussiront à juguler les pressions inflationnistes. Parallèlement, les perspectives économiques se détériorent nettement, ce qui risque de mettre les Banques Centrales sous pression : pourront-elles tenir leurs positions lorsque la récession sera avérée et que les tensions sociales se feront plus pressantes ?

Dans ces conditions, nous avons le sentiment que la stratégie dure des Banques Centrales a fini par être bien prise en compte par les marchés et que les niveaux cibles de 4,5 % aux États-Unis et 3,0 % en zone Euro désormais attendus ne seront pas revus une nouvelle fois à la hausse dans un contexte d'accéléra-

tion du ralentissement économique. De ce fait, nous pensons que les rendements longs ont déjà effectué la majeure partie de leur chemin de remontée. Il y aura encore beaucoup d'aléas et de volatilité dans ce contexte un peu nouveau et au gré des indicateurs économiques. Mais le rendement du T-Notes US 10 ans devrait donc évoluer entre 3,5 % et 4,0 %, et celui du Bund autour de 2,0 % au cours des prochaines semaines.

2 - QUELLE AMPLIEUR DE RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE ?

Il s'agit d'une inconnue majeure. Il y a actuellement un décalage entre la solidité des marchés du travail, avec des taux de chômage plutôt bas, et la détérioration rapide des indicateurs avancés de la conjoncture. Plusieurs explications peuvent être avancées : les entreprises ont jusqu'à présent des situations financières plutôt saines, si bien qu'elles ne licencient pas en raison de la difficulté ensuite à trouver de la main-d'œuvre qualifiée. Cette pénurie, qui engendre des hausses de salaires, constitue d'ailleurs l'une des préoccupations majeures de la Fed. Plus globalement, les prévisions de croissance ont été rapidement révisées à la baisse ces derniers mois. Le consensus calculé par Bloomberg donne désormais une croissance mondiale d'un peu moins de 3,0 % en 2022, avec 1,6 % aux États-Unis, un peu moins de 3,0 % en zone Euro et autour de 3,0 % en Chine. Pour l'année prochaine, les estimations ne sont plus respectivement que de 2,5 %, 0,9 %, 0,2 % et 5,0 %, mais avec, selon nous, de sérieux risques de révisions à la baisse. **Dans ces conditions, nous pouvons nous attendre à des révisions à la baisse des bénéfices des entreprises**, surtout pour l'année prochaine. Pour le moment, les estimations sont encore positives, de l'ordre de + 5 % à + 10 % pour 2023. **Les marchés actions l'ont déjà d'ailleurs anticipé, les valorisations d'ensemble sont en effet devenues assez basses.**

3 - LA HAUSSE DU DOLLAR VA-T-ELLE S'ESTOMPER ?

Le marché des changes est particulièrement agité, ce qui ne favorise par la confiance globale et conduit à des mouvements brusques sur les marchés obligataires, initiés par des interventions de plusieurs Banques Centrales pour défendre leurs monnaies. **L'accélération de la politique de durcissement monétaire décidée par la Fed a provoqué une hausse rapide du dollar et mis beaucoup de devises sous pression.** Ces derniers jours, le dollar a franchi des points qui n'avaient plus été observés depuis 20, 30 ou 40 ans : il est passé sous la parité contre l'euro pour la première fois depuis 2001, à 0,95. Contre le yen, le dollar est passé au-dessus de 145, forçant la Banque du Japon à intervenir. Le yuan chinois est sous pression, en baisse de près de 12 % depuis le début de l'année et s'approche de 7,2 pour un dollar, plus bas niveau atteint à trois reprises ces douze dernières années. La livre est à son plus bas depuis 1985 contre la monnaie américaine. Cette hausse du dollar met aussi sous pression un grand nombre de monnaies de pays émergents et pèse sur le cours de l'once d'or. Nous avons le sentiment que, là aussi, l'essentiel du mouvement d'appréciation du dollar a été effectué. Le dollar commence à devenir cher en termes d'évaluation fondamentale. Il serait ainsi surévalué de l'ordre de 10 % contre l'euro, ce qui n'est toutefois pas vraiment excessif. Les investisseurs internationaux sont actuellement positionnés dans leur majorité à la baisse de l'euro, ce qui se conçoit car l'Europe subit depuis ces derniers mois la guerre sur son territoire et la crise du gaz. Une BCE un peu plus dure et des statistiques inflationnistes américaines un peu moins mauvaises pourraient engendrer un mouvement de contre-tendance à court terme. Ensuite, les marchés auront peut-

être la tentation d'aller tester le plus haut historique du dollar observé depuis la création de la monnaie unique, à savoir la zone des 0,85 atteinte en 2001...

4 - CONTEXTE GÉOPOLITIQUE INTERNATIONAL

La première partie de l'année a été horrible sur le plan des relations internationales. L'invasion de l'Ukraine, par sa proximité, nous a rappelé que les velléités de conquête de territorialités sont latentes un peu partout dans le monde. Ce conflit a d'ailleurs essaimé dans la région, entre l'Azerbaïdjan et l'Arménie, le Kirgystan et le Tadjikistan... Mais ce sont surtout les relations entre les États-Unis et la Chine qui se sont détériorées avec une escalade autour du cas de Taïwan. Selon nous, la rapidité et l'étendue des sanctions occidentales vis-à-vis de la Russie font réfléchir. L'enlèvement de l'armée russe en Ukraine étonne et semble illustrer un certain retard de l'armement russe par rapport aux armes occidentales et surtout américaines. Rappelons qu'une grande partie de l'armée populaire chinoise est équipée avec des armes achetées à la Russie. Aujourd'hui, la Chine ne peut pas se permettre, selon nous, de faire face à un conflit militaire et à s'exposer à des sanctions économiques. Le pays dépend encore largement de ses clients européens et américains, surtout au moment où la croissance du pays est la plus basse depuis 40 ans. Elle sera proche de 3 % cette année, en raison des effets de la crise immobilière et de la politique de « zéro Covid ». **Nous pensons donc que, après avoir passé ces dernières années à se préoccuper d'un projet politique, les préoccupations plus concrètes vont redevenir la priorité du Président Xi Jinping. Envahir Taïwan maintenant serait une opération risquée militairement et économiquement.** Il s'agit d'une des raisons pour lesquelles le ton de la Chine sur la Russie a un peu évolué. Le 20^e Congrès du Parti communiste chinois, qui commencera le 16 octobre prochain, devra être suivi attentivement. Des mesures pragmatiques de soutien à l'économie sont espérées, ce qui engendrerait au passage un rebond spectaculaire de la bourse chinoise, désertée par les investisseurs internationaux. La composition des six autres membres du bureau central sera également instructive. La présence de personnalités davantage tournées vers les affaires économiques serait un bon signe. **Par ailleurs, en novembre prochain aura lieu du sommet du G20 en Indonésie. Ce sera l'occasion pour les deux présidents Joe Biden et Xi Jinping de se rencontrer en personne. Ils pourraient y être plus détendus...**

En synthèse, il y a effectivement toutes les raisons d'être pessimistes. Mais nous pensons que les marchés ont déjà bien intégré un scénario noir. A contrario, ils pourraient rebondir au moindre signe positif car il y a selon nous une certaine asymétrie dans les risques à court terme. Nous pensons que la phase de correction des obligations et des actions pourrait être mise à profit pour réinvestir, en gardant à l'esprit que les marchés resteront très volatils et qu'il convient de prendre des positions modérées, susceptibles d'être tenues le cas échéant.

TAUX D'INTÉRÊT

À peu près tout militerait pour arguer de la poursuite d'une position d'extrême prudence sur les actifs de taux

Les Banques Centrales sont prêtes à sacrifier, sans état d'âme, la

croissance et l'emploi afin de lutter contre une inflation dont nous n'en voyons toujours pas le pic en Europe et qui se généralise à l'ensemble de ses composantes « cœur ». Elles se disent prêtes à maintenir des taux en territoire « restrictif » (c'est-à-dire au-dessus d'un taux « neutre » pour l'économie) sur une longue période, et en tout état de cause aussi longtemps que nécessaire. Par ailleurs, le débat sur la réduction du bilan de la BCE va s'ouvrir inévitablement et prochainement, ce qui est un facteur aggravant du risque haussier sur les taux. Enfin, les gouvernements, notamment ceux fraîchement élus, pourraient être tentés de poursuivre les mesures d'aides aux entreprises et ménages, ce qui alimentent les pressions inflationnistes. L'annonce par le nouveau gouvernement britannique d'un plan de soutien budgétaire massif dont les dépenses, s'il était validé, représenteraient presque 10 % du PIB anglais, en est l'illustration parfaite avec les conséquences que l'on connaît sur la courbe de taux anglaise qui s'est envolée et se situe désormais au-dessus de 4 %.

Aussi, après avoir mis au supplice la partie courte de la courbe, forcée de s'ajuster violemment aux resserrements à pas de géants de la Fed, puis désormais de la BCE, la partie longue se met à intégrer la probabilité d'un scénario de taux « plus haut plus longtemps ».

Alors le pari est audacieux. Celui qui consiste à penser que, dans ces moments de pessimisme collectif, les actifs de taux intègrent possiblement déjà beaucoup de choses. Avec des rendements autour de 4,0 % sur la dette souveraine américaine ainsi que sur l'« Investment Grade » (euro), d'environ 4,5 % sur la dette italienne à 10 ans et de 8 % sur le « High Yield » Corporate (euro), nous sommes tentés de croire que l'audace d'un pari contrariant commence à être rémunérée, pour qui donne du temps à son investissement.

ACTIONS

Actions : déjà en partie dans les cours pour une optique moyen terme

Si l'on associe le terme de Krach à un recul d'un marché de plus de 25 % en moins d'un an, alors les principaux indices actions de la planète viennent d'en connaître un ! Les actions européennes auront perdu en septembre le quart de leur valeur depuis leurs plus hauts atteints en novembre dernier, leurs consœurs américaines et chinoises à peu près autant et que dire du Nasdaq qui, à fin juin, en avait abandonné le tiers. Les marchés actions vont-ils continuer leur descente aux enfers ? Il est vrai que rien ne semble inciter à l'optimisme. Les banquiers centraux devenus plus restrictifs continuent à inquiéter la planète financière. La récession, ne serait-ce que technique dans les principales économies mondiales, ne fait aujourd'hui plus de doute. La période de publications des résultats du troisième trimestre de l'année devrait enfin sonner le commencement de révisions drastiques de bénéfices des sociétés au moins pour 2023 à défaut de le faire pour l'année en cours... et la guerre qui fait rage à quelques centaines de kilomètres de nos frontières ne fait que s'empirer.

Au-delà des risques qui subsistent sur les marchés, la question est de savoir si tout ou partie de ces sombres perspectives n'est pas « déjà dans les cours ». Il nous semble que oui. Le rapport cours/bénéfices des actions européennes avoisine le niveau symbolique de 10 pour l'année en cours. Il est plus élevé aux États-Unis puisqu'il oscille autour de 17 selon les indices. À ce niveau, les valorisations actuelles peuvent « encaisser » une révision en baisse

ALLOCATION D'ACTIFS

de 20 % des résultats 2023 ou bien une tension de 75 centimes des taux longs de part et d'autre de l'Atlantique sans devenir rédhibitoires. Comme indiqué précédemment, même si les taux longs sont amenés à se tendre encore à court terme sous l'effet notamment des perturbations sur le marché des changes, il ne s'agit pas de notre scénario central. Concernant la révision en baisse des profits, elle est évidente à nos yeux mais, sauf sévère récession, ne devrait pas excéder 20 à 25 %.

Cette classe d'actifs restera très volatile à court terme et, plus que jamais, il est nécessaire de n'y investir que ce dont on n'a pas besoin de monétiser dans l'urgence. Des « Draw down » de 10 à 15 % sont encore possible au gré de publications de données macroéconomiques jugées inflationnistes ou de nouvelles inquiétantes en provenance d'Ukraine. Mais à l'horizon de 12 à 18 mois, les niveaux actuels nous incitent à relever notre recommandation d'un cran sans sombrer, loin de là dans un optimisme béat. Quels styles et secteurs ainsi que quelles zones géographiques sont à privilégier ?

Sur le plan du style, si nous considérons que la majeure partie de la tension sur les taux est derrière nous, alors les valeurs de croissance dont les valorisations ont évolué en parallèle avec les marchés obligataires devraient en profiter. Les valeurs cycliques pâtiront du net ralentissement de la croissance mais leurs multiples de valorisations atteignent parfois 3 ou 4 et il nous semble qu'elles ne méritent pas d'être vendues à ces niveaux. Nous préférons cela dit les premières. Enfin, le secteur bancaire devrait profiter de la remontée des rendements obligataires et de la pentification de la courbe des taux. Sur le plan géographique, si là encore les indices américains - plus fournis en valeurs de croissance - devraient logiquement profiter du ralentissement du durcissement monétaire à l'échelle d'un semestre, la moins grande cherté des actions du Vieux Continent ne nous conduit pas à sous-représenter ces dernières.

Notre scénario central

Les marchés anticipent désormais un resserrement agressif de la part de la Fed comme de la BCE jusqu'en avril 2023, puis une stabilisation durant toute l'année. Les taux longs se sont ajustés en conséquence, atteignant des niveaux qui nous paraissent aujourd'hui anticiper plus l'action des Banques Centrales que la récession qu'elles vont générer. La récession probable à venir couplée à une baisse des indices inflation qui devrait arriver dans les prochains mois nous conduisent à prendre un peu d'exposition sur ces niveaux de taux dans la mesure où ceux-ci nous paraissent avoir fait la majeure partie du chemin d'ajustement. La classe d'actifs crédit, dans ce même sillage, continue de nous paraître attractive, en particulier les parties courtes.

Côté actions, les cours nous semblent également incorporer une grande part du scénario noir créant une asymétrie à la hausse. Nous relevons donc d'un cran notre exposition actions sur un horizon moyen terme. Cette prise de risque doit toutefois s'accompagner de la capacité à pouvoir conserver, voire renforcer la position, en cas de nouvelle accélération baissière, que nous ne pouvons pas exclure à ce stade, compte tenu de l'environnement très volatil dans lequel nous allons évoluer, en particulier à l'approche de l'hiver.



AGENDA

3
OCTOBRE

Réunion de l'Eurogroupe

5
OCTOBRE

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE

27
OCTOBRE

Réunion de politique monétaire de la BoJ (Banque du Japon)

1
NOVEMBRE

Réunion de la Réserve Fédérale américaine (Fed)



Suivez-nous !



Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Ces placements permettent de profiter du potentiel de performance des marchés financiers en contrepartie d'une certaine prise de risque. Le capital investi et les performances ne sont pas garantis et il existe un risque de perte en capital. Source des indices cités : www.bloomberg.com

Ce document à caractère d'information est destiné à des clients professionnels et non 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 d'OFI 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 OFI Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Les liens vers des sites web gérés par des tiers, présents dans ce document ne sont placés qu'à titre d'information. OFI Asset Management ne garantit aucunement le contenu, la

qualité ou l'exhaustivité de tels sites web et ne peut par conséquent en être tenue pour responsable. La présence d'un lien vers le site web d'un tiers ne signifie pas qu'OFI Asset Management a conclu des accords de collaboration avec ce tiers ou qu'OFI Asset Management approuve les informations publiées sur de tels sites web. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie. OFI Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. OFI 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.

Photos : Shutterstock.com / OFI AM