

GRAND ANGLE

DÉCEMBRE 2022

Comité du 12/12/22 • Achevé de rédiger le 15/12/22

L'évolution récente des marchés augure-t-elle une année 2023 plus positive ?



Jean-Marie
MERCADAL

Directeur des stratégies
d'investissement
OFI Holding

Eric
BERTRAND

Directeur Général
Délégué et Directeur
des Gestions OFI AM

Depuis la fin du mois de septembre, le rebond des marchés est impressionnant, surtout au regard d'une première partie de l'année catastrophique. Les grands indices actions ont ainsi regagné de l'ordre de 15 % à 20 % et les taux longs obligataires se sont détendus de près de 80 points de base... Dans ce monde assez sombre, les marchés semblent déceler un scénario plus positif. Lequel ? Faut-il y croire ?

Notre allocation

au 15/12/22

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

CLASSES D'ACTIFS

Les obligations et les actions ont fortement rebondi depuis fin septembre. Nous réduisons d'un cran notre appréciation sur les obligations car nous pensons que le mouvement de détente des taux a été trop rapide et paraît trop positif en anticipant déjà une inversion des politiques monétaires en 2024. Nous conservons une appréciation neutre vis-à-vis des actions.

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

OBLIGATIONS

Les obligations crédit « Investment Grade » et « High Yield » restent attractives mais, là aussi, le mouvement récent nous semble un peu rapide et appelle quelques phases de volatilité.

Dettes souv. Euro Core	↓
Dettes souv. Euro périph.	→
Euro Investment Grade	→
High Yield	↓
Index. inflation/Breakeven	→
Dettes émer. devises fortes	→
Dettes émergente locale	→

ACTIONS

Les actions ont bien rebondi mais leurs valorisations restent raisonnables. Il reste une incertitude sur les conséquences du ralentissement sur les bénéfices des entreprises : une phase plus volatile pourrait également s'ouvrir à court terme, ce qui donnera l'occasion de renforcer les positions.

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

ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES

Nous n'avons pas de préférence majeure à ce stade. Les valeurs de croissance ont davantage corrigé et pourraient bénéficier de la stabilisation des taux obligataires à moyen terme.

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

DEVICES

Nous sommes dans la phase de consolidation ponctuelle du dollar que nous envisageons après une forte appréciation ces derniers mois. À court terme, le dollar pourrait néanmoins se reprendre légèrement.

Dollar US	→
Yen	→
Livre sterling	→

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

CONTEXTE ET ANALYSE

Durant les pires moments de la pandémie, nous avons tenté d'imaginer le monde post-covid : plus vertueux, plus vert, moins globalisé, plus précautionneux du bien-être des individus... Vœux pieux : cette année 2022 qui s'achève marque au contraire le retour d'une certaine radicalité mondiale. Elle restera donc dans les mémoires, à plusieurs égards : retour de la guerre en Europe et niveau de tensions géopolitiques internationales très élevé, inflation à des niveaux inimaginables il y a encore peu, au plus haut depuis 40 ans, ralentissement économique, tensions sociales et déliquescence des pouvoirs politiques un peu partout. Et le comble, réouverture de centrales électriques à charbon en Europe dans la zone qui se veut la plus verte. Les Banques Centrales, cette fois-ci, n'ont pas pu intervenir de manière procyclique : elles ont été contraintes de durcir leurs politiques monétaires pour contrer l'inflation avec pour objectif de freiner la demande globale. La première partie de l'année a donc été caractérisée par un « Bear Market » simultané actions/obligations, ce qui est également assez rare dans l'histoire financière.

Dans ce contexte très anxiogène, le vif rebond des marchés est impressionnant. Il se fonde sur un scénario potentiel plus positif pour 4 principales raisons :

1 - L'inflation va commencer à refluer. Les goulets d'étranglement issus de la réouverture des économies à la suite de la pandémie de Covid s'estompent. Par exemple, le coût du transport d'un conteneur entre Shanghai et Los Angeles a chuté de plus de 80 % cette année et est presque revenu au niveau de 2019. Dans le même temps, les prix des matières premières se stabilisent et les effets de base aideront à stabiliser les augmentations de prix. Il reste le paramètre « salaires ». Ils ont tendance à augmenter et les taux de chômage restent très bas aux États-Unis comme en Europe. Mais le ralentissement causé par le resserrement des politiques monétaires et budgétaires devrait finir par peser sur l'emploi et limiter ainsi les hausses de salaires.

2 - Dans ces conditions, les taux d'intérêt devraient désormais se stabiliser. Le prix de tous les autres actifs ne devrait donc plus être pénalisé par le facteur hausse des taux.

3 - Ensuite, à partir de la mi-2023, les marchés devraient se focaliser sur la reprise attendue de l'activité en 2024, car la récession ou le ralentissement en 2023 devraient être peu profonds. Ils ont été créés quelque peu artificiellement par le resserrement des politiques monétaires et la flambée des prix de l'énergie à la suite de la guerre en Ukraine et de la fermeture des approvisionnements en provenance de Russie. Ce choc brutal prendra un peu de temps à être résolu mais, progressivement, de nouveaux circuits se mettront en place avec d'autres fournisseurs, dont le gaz liquéfié américain. En outre, la Chine sera en phase de reprise en 2023, tout comme l'Asie entière. Les signes de réouverture de l'économie

chinoise et d'assouplissement de la politique « zéro Covid » se multiplient en effet. Le gouvernement semble disposé à soutenir l'économie, notamment par des mesures de soutien au secteur immobilier très déprimé depuis 2 ans.

4 - Enfin, géopolitiquement, l'année ne peut pas être pire que celle que nous venons de vivre. La guerre en Ukraine s'est équilibrée grâce aux armes occidentales, et surtout américaines, et la Russie ne devrait pas utiliser d'armes nucléaires : même la Chine, pays déclaré ami, a condamné l'utilisation potentielle d'une telle extrémité. Un scénario de négociation ne semble donc pas exclu. En ce qui concerne la Chine, l'exemple des sanctions occidentales et la suprématie militaire de l'Occident devraient aussi calmer l'empressement possible à s'emparer de Taïwan. La Chine devrait se concentrer sur la relance de son économie pour calmer le mécontentement populaire qui commence à se manifester partout dans le pays.

Nous adhérons globalement à ce scénario positif pour l'année 2023. Nous pensons que les rendements longs obligataires devraient se stabiliser un peu au-dessus des niveaux actuels, autour de 4,0 %/4,5 % sur le 10 ans US et 2,0 %/2,5 % sur le Bund. En effet, nous pensons que les marchés obligataires sont un peu optimistes en anticipant dès la fin 2023 une détente des taux monétaires, ce qui nous paraît aléatoire. Nous considérons plutôt que les Banques Centrales marqueront une pause assez longue avant éventuellement de procéder à une détente des politiques monétaires. Les actions pourraient progresser sur l'ensemble de l'année 2023. Les valorisations d'ensemble sont raisonnables et, à partir de la mi-année 2023, les investisseurs pourraient commencer à anticiper un rebond des bénéfices des entreprises en 2024. En termes géographiques, nous considérons que les actions chinoises offrent le plus de potentiel : elles restent très sous-valorisées en absolu et en relatif et pourraient bénéficier de la reprise économique attendue dans le pays.

Il y a deux risques principaux cependant :

- Celui, le plus important, d'une poursuite de la remontée de l'inflation, avec la reprise de la Chine qui engendrerait une remontée du prix des matières premières. Dans ce cas, le taux terminal des Fed Funds ne serait plus autour de 4,5 % mais pourrait atteindre la zone de 6,0 % environ, avec pour conséquence une violente remontée des taux obligataires. Cela impacterait fortement le prix des actifs, dont les actions.
- L'autre risque serait celui d'une récession plus importante que prévue initialement. Les marchés obligataires progresseraient, mais les actions seraient affectées lourdement par des révisions à la baisse des bénéfices.

Nous conservons une appréciation neutre vis-à-vis des actions et réduisons d'un cran notre vue globalement constructive sur les obligations. Quel que soit le scénario, nous pensons en effet que les mouvements de marché récents ont été un peu trop forts et appellent au moins une pause, voire une consolidation.

TAUX D'INTÉRÊT

Le combat contre l'inflation en passe d'être gagné ?

Les toutes dernières statistiques d'inflation parues en novembre de part et d'autre de l'Atlantique ont rassuré les marchés. À 7,7 % aux États-Unis (contre 8,2 % le mois précédent) et 10,0 % en zone Euro (contre 10,6 %), les investisseurs veulent croire au dépassement du pic. C'est un prérequis pour les banquiers centraux qui devraient, cette semaine, poursuivre leurs hausses de taux mais à un rythme moins effréné : le marché s'attend à une hausse de 50 points de base côté Fed et BCE, après plusieurs pas de géant à 75 points de base.

Ces « bonnes nouvelles » statistiques couplées à des perspectives économiques pessimistes pour 2023 ont mené les investisseurs à anticiper un début de retournement du cycle monétaire dès la fin de l'année prochaine avec une reconvergence vers des taux neutres relativement rapidement. Cela a poussé l'inversion des courbes : les taux à 10 ans allemands traitent désormais 10 points de base en dessous de l'Euribor 3 mois. Aux États-Unis, l'inversion s'est accentuée avec un T-Notes offrant un rendement 115 points de base en dessous du Libor 3 mois.

Pour autant, l'année qui vient devrait être probablement moins volatile, dû principalement au fait que l'essentiel du resserrement monétaire est derrière nous. Cependant, de nombreuses incertitudes demeurent et il nous apparaît prématuré de miser assurément sur une poursuite de la baisse des taux telle que nous l'observons depuis un peu plus d'un mois. En effet, entre autres facteurs de risque, le montant d'émissions nettes de dettes souveraines européennes (et de l'Union européenne) est attendu en hausse substantielle, déduction faite des programmes de la BCE. Selon les estimations, le marché devra absorber environ 500 Mds€, soit plus du double de l'offre nette en 2022. Les taux pourraient être sous pression haussière en début d'année avec un traditionnel marché primaire très actif.

Ces projections sont cependant soumises à de nombreuses incertitudes qui auront une influence certaine sur les taux : quelle évolution du prix du gaz (qui amènerait d'éventuelles nouvelles mesures de soutien budgétaire) ? Quelle ampleur de la récession (qui pourrait pousser les États à une politique fiscale expansive) ? Quel rythme de « Quantitative Tightening »⁽¹⁾ de la BCE ?

Les classes d'actifs « **Crédit** » nous semblent en revanche toujours intéressantes, même à court terme. Dans notre scénario central de récession modérée, les spreads de crédit⁽²⁾ devraient être résilients, et conservent même encore un potentiel de compression. Le portage global offre un coussin de protection contre une correction haussière des taux. Sur le segment « **High Yield** », dont le rendement est encore proche de 7,5 %, nous privilégions la meilleure catégorie de rating (BB) dans un contexte économique malgré tout incertain.

⁽¹⁾ Quantitative Tightening : arrêt des rachats massifs de titres de dettes par une Banque Centrale.

⁽²⁾ Spreads de crédit représentant le différentiel de rendement d'une obligation d'entreprise privée avec celui d'une obligation souveraine.

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

ACTIONS

Stop pou encore ?

Les marchés actions viennent de réaliser un formidable parcours depuis deux mois et demi, et le CAC 40 (pas forcément représentatif des indices mondiaux) s'apprête à finir l'année à environ 5 % de ses niveaux de fin d'année 2021. À l'origine de ce rebond, les espoirs du marché obligataire mais surtout ceux de voir les bénéficiaires des sociétés résister en 2023. Il est d'ailleurs intéressant de constater que les analystes financiers anticipent même encore à ce stade une légère progression de ces derniers. Ceci nous semble optimiste dans la mesure où, dans le passé, une croissance mondiale inférieure à 2,5 % n'a jamais permis aux bénéficiaires de ne pas régresser d'une année sur l'autre. De notre point de vue, cette baisse pourrait être modérée et n'atteindre qu'une dizaine de pourcents. Le marché se « paierait alors » autour de 13x 2023, ce qui ne serait pas prohibitif si les taux à long terme ne s'éloignent pas trop du niveau actuel. Les marchés pourraient d'autant plus accepter ce ratio que les organismes de prévisions économiques considèrent que la croissance mondiale, après la faiblesse passagère de l'année prochaine, pourrait retrouver dès 2024 un rythme plus proche des 3 %, qui lui, engendre une hausse des profits. Nous le voyons bien, en l'absence de mauvaises surprises sur le front de l'inflation et des politiques des Banques Centrales, la poursuite de la hausse des marchés actions sera conditionnée à la stabilisation des prévisions de croissance.

Dans ce contexte, nous n'avons pas de préférence d'un point de vue géographique. L'arrêt de la tension sur les taux longs devrait logiquement favoriser les valeurs de croissance très présentes au sein des indices américains mais beaucoup de valeurs cycliques sont décotées en Europe et devraient donc permettre au vieux continent de résister. Nous pourrions néanmoins souligner le rebond des actions chinoises qui n'est peut-être pas encore fini. Enfin, les marchés émergents devraient profiter de la réouverture de l'équipe chinoise favorisée par l'allègement des contraintes sanitaires drastiques. Ce raisonnement vaut évidemment également pour les styles.

Alors, stop ou encore ? Nous sommes relativement confiants à l'échéance d'un an pour les raisons exposées précédemment et ne serions pas étonnés de voir les principaux indices de la planète retrouver les plus hauts historiques atteints en début de l'année avant l'invasion de l'Ukraine. Cependant, à plus court terme, nous ne sommes pas à l'abri d'à-coups qui pourraient être générés par des données économiques ravivant les craintes inflationnistes et de fait jeter un doute sur un assouplissement des conditions monétaires. C'est pour cette raison qu'après avoir relevé d'un cran notre recommandation sur les marchés actions fin septembre puis l'avoir ramenée à la neutralité suite à la hausse fulgurante, nous préférons maintenir cette prudence pour ce début d'année. Gageons que les interrogations sur l'inflation, le ralentissement économique, et le contexte géopolitique donneront l'occasion de se repositionner.



AGENDA

Notre scénario central

Le pic d'inflation semble être derrière nous aux États-Unis, permettant à la Fed de diminuer les pas de relèvement de taux courts. En Europe, même si la BCE devrait agir de même, l'inflation globale ne devrait pas refluer avant quelques mois. Les deux Banques Centrales devraient atteindre leur fameux point pivot à la fin du premier trimestre (à respectivement 4,75 %/5,00 % et 2,75 %/3,00 %) et adopter un mode « wait and see » pour la suite de l'année, attendant de voir l'inflation cœur revenir vers des niveaux acceptables. L'anticipation de baisse des taux courts par les marchés nous paraît trop rapide. En conséquence, les taux longs devraient remonter un peu avant de se stabiliser sur le début de 2023. Nous prenons un peu de profit sur le segment haut rendement mais restons toujours intéressés par les portages offerts.

Les actions semblent vouloir enjamber les deux trimestres à venir pour se projeter sur un horizon dégagé de la deuxième partie de 2023. Cela nous paraît trop précoce et nous maintenons notre vue neutre pour ce début d'année. Il y aura probablement des épisodes de volatilité dans les semaines à venir pour nous permettre de se repositionner sur des marchés actions qui reprendraient le sens de la hausse une fois la séquence de remontée des taux courts face à l'inflation achevée.



16
JANVIER

Réunion de l'Eurogroupe

17
JANVIER

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

25
JANVIER

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE

26
JANVIER

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