

## POINT DE VUE

### Perspectives multi-actifs pour le 4<sup>e</sup> trimestre - Un travail inachevé

Paul O'Connor, responsable de l'équipe Multi-Asset, examine les perspectives de croissance et de taux d'intérêt alors que nous entrons dans les derniers mois d'une année sismique pour les marchés financiers mondiaux.

#### Principaux points à retenir :

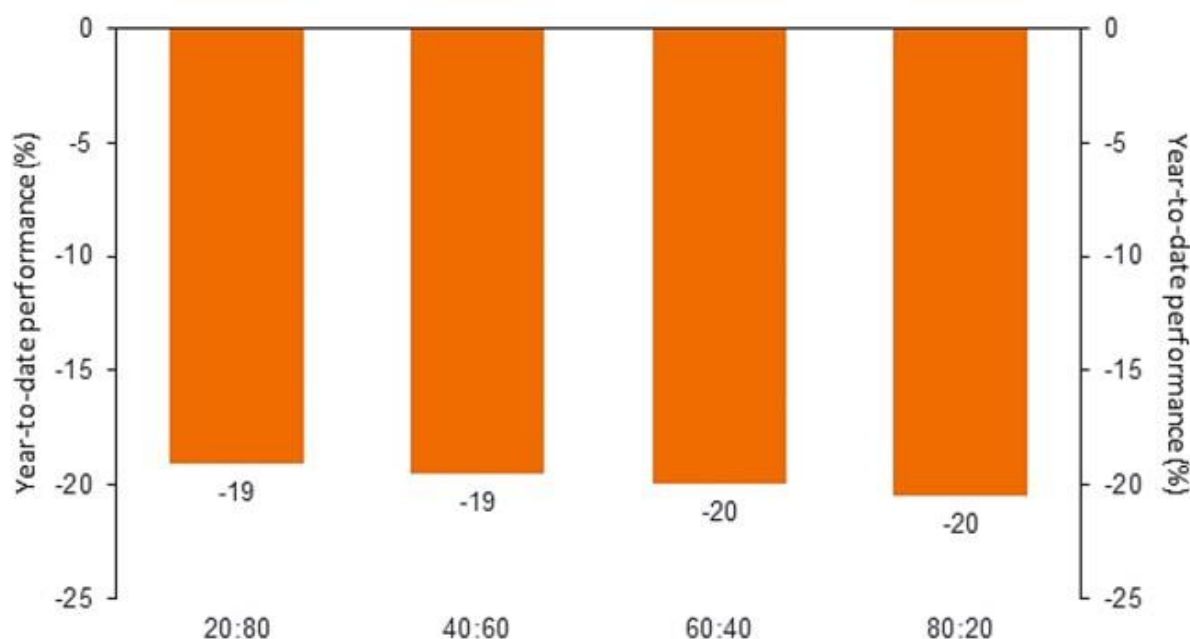
- À la fin du troisième trimestre, la majorité des grands indices mondiaux enregistraient des pertes à deux chiffres depuis le début de l'année dans la plupart des catégories d'actions, de dettes d'entreprises et d'obligations d'État.
- Une baisse de l'inflation devrait soulager les banques centrales, les taux d'intérêt et les marchés financiers. Mais si l'inflation sous-jacente reste plus forte sur le long terme, le mouvement baissier sur les marchés des actions et des obligations pourrait avoir encore du chemin à faire.
- À l'approche du pic des taux, nous pensons que la corrélation entre les obligations d'État et les actifs à risque va s'affaiblir, ce qui permettra aux premières de retrouver leurs caractéristiques de diversification dans les portefeuilles multi-actifs.

Bien que nous ne soyons encore qu'aux trois quarts de l'année 2022, il est déjà clair que cette année sera mémorable pour les marchés financiers mondiaux. De nombreux investisseurs sont confrontés cette année à des phénomènes économiques et de marché qu'ils n'ont jamais rencontrés auparavant dans leur carrière, comme une inflation à deux chiffres, des hausses de taux d'intérêt agressives dans les principales économies et des mouvements baissiers simultanés sur les marchés des actions et des titres à revenu fixe. Si les marchés sont souvent considérés comme enclins à réagir de manière excessive, cette affirmation semble moins valable cette année, les turbulences du marché reflétant les difficultés des investisseurs à évaluer l'impact d'événements exceptionnels dans le monde réel, tels que la guerre en Ukraine, les effets persistants de la pandémie et les changements spectaculaires des politiques monétaires et fiscales mondiales.

#### Nulle part où se cacher

Les investisseurs n'ont eu aucun endroit où se cacher parmi les actifs financiers traditionnels cette année. À la fin du troisième trimestre, la majorité des principaux indices mondiaux enregistraient des pertes à deux chiffres dans la plupart des catégories d'actions, de dettes d'entreprises et d'obligations d'État. Si certains marchés de matières premières affichent encore des rendements positifs sur l'année, la plupart d'entre eux ont atteint un pic au deuxième trimestre et ont enregistré des baisses à deux chiffres depuis cette période. La performance des indices passifs multi-actifs met en évidence la nature inhabituelle du défi que devront relever les investisseurs en 2022 (Figure 1). Ce qui est le plus frappant ici, c'est que le large éventail d'indices de référence a généré des rendements très similaires, en dollars US, cette année. À la fin du troisième trimestre, un investisseur américain ayant investi 80 % de son portefeuille en obligations passives et seulement 20 % en actions aurait enregistré des pertes similaires à celles d'un investisseur ayant une structure de portefeuille opposée.

**Figure 1 : Rendements annuels en USD pour différentes combinaisons d'actions et d'obligations mondiales (%)**



Source : Janus Henderson Investors, Bloomberg, cumul annuel jusqu'au 5 octobre 2022, en dollars US.  
[Les performances passées ne préjugent pas des performances futures].

Note : Pour les indices, le premier chiffre est la pondération en actions, le second chiffre est la pondération en % en obligations. Données basées sur les indices passifs multi-actifs Bloomberg, qui se rééquilibrent mensuellement.

Du point de vue des marchés financiers, l'impact définitif des événements économiques et politiques marquants de cette année se résume en grande partie à la manière dont ils ont influencé les attentes en matière de taux d'intérêt et de croissance. Les marchés ont souffert de la détérioration des perspectives sur ces deux fronts cette année. Bien que des progrès significatifs aient été accomplis dans le recalibrage des attentes au cours des derniers mois, nous ne voyons pas encore de preuves convaincantes que l'ajustement du marché à un régime de taux plus élevés et de croissance plus faible soit terminé, ce qui nous permettrait de croire que le mouvement baissier des actions est terminé.

### Les révisions à la baisse se profilent

En ce qui concerne la croissance, le consensus sur les prévisions économiques montre que les économies développées sont en train de perdre rapidement leur élan et que les perspectives pour l'année prochaine sont plutôt sombres. Les projections de croissance du PIB réel pour 2023 sont désormais de 0,8 % pour les États-Unis, de 0,2 % pour la zone euro et de -0,2 % pour le Royaume-Uni. Ces projections sont loin d'être stables et ont été constamment revues à la baisse cette année, les économistes s'attaquant à l'impact négatif de la compression du coût de la vie sur les dépenses de consommation. Avec la baisse générale des prix des produits de base au cours des derniers mois et l'introduction par les gouvernements de diverses initiatives fiscales visant à protéger les consommateurs contre la hausse des factures de carburant, ce facteur est probablement désormais bien pris en compte dans les estimations du consensus.

Toutefois, il semble peu probable que l'impact de la hausse des taux d'intérêt soit encore présent dans les calculs. La politique monétaire affecte l'économie avec des "décalages longs et variables" et le choc des taux d'intérêt dans les principales économies est loin d'être terminé. Alors que les taux directeurs en zone euro, aux États-Unis et au Royaume-Uni n'étaient pas loin de dépasser 0 % pendant la majeure partie de 2020 et 2021, ils devraient désormais culminer à environ 2,75 %, 4,5 % et 5,5 % respectivement en 2023, à mesure que d'importantes hausses de taux seront décidées au cours des prochains mois.

Les économistes ont peut-être tenu compte de l'impact initial de la compression des prix des produits de base sur la croissance économique, mais ils risquent de passer les prochains mois à revoir leurs projections à la baisse à mesure que la dynamique s'essouffle dans le secteur du logement et dans d'autres secteurs sensibles aux taux d'intérêt.

**Figure 2 : Prévisions et révisions du PIB selon le consensus**

Region	Economic growth (%)			90-day revisions (%)	
	2021	2022F	2023F	2022F	2023F
World	5.8	2.9	2.5	-0.3	-0.7
Developed	5.2	2.4	0.8	-0.3	-1.1
Emerging	6.5	3.1	4.3	-0.6	-0.3
US	5.7	1.6	0.8	-0.8	-1.1
UK	7.2	3.5	-0.2	0.0	-1.2
Eurozone	5.2	2.9	0.2	0.2	-1.6
Japan	1.7	1.6	1.5	0.0	-0.3
China	8.1	3.3	5.0	-0.8	-0.2

*Source : Janus Henderson Investors, Bloomberg, au 5 octobre 2022. Les prévisions sont susceptibles d'être modifiées. Il n'y a aucune garantie que les tendances passées se poursuivront, ou que les prévisions se réaliseront. Les performances passées ne permettent pas de prédire les rendements futurs.*

Alors que les économistes ont réduit les estimations de croissance tout au long de l'année, les analystes actions ont encore beaucoup de travail à faire. Le consensus relatif aux prévisions de croissance des bénéfices mondiaux reste assez optimiste, à 11 % pour cette année et à 6 % pour l'année prochaine. La hausse des prix des matières premières et l'inflation ont peut-être soutenu la dynamique des bénéfices dans certains secteurs jusqu'à présent, mais les pressions sur les marges liées aux coûts et le ralentissement de la demande devraient peser plus lourd dans les mois à venir. Lors d'une récession typique, les analystes reviennent généralement à la baisse la croissance des bénéfices de plus de 20 % par rapport au pic. Jusqu'à présent, dans ce cycle, les analystes n'ont revu à la baisse les bénéfices par rapport aux estimations maximales que de 6 %. Bien que des arguments raisonnables puissent être avancés pour suggérer que l'économie mondiale n'est pas sur le point de sombrer dans une récession typique, de nombreux modèles fiables suggèrent qu'une récession au moins superficielle devrait être le scénario central à partir de maintenant. Même dans cette perspective, les estimations de bénéfices des analystes semblent trop élevées et de fortes baisses de bénéfices semblent imminentes, à mesure que l'économie perdra son élan au quatrième trimestre et au début de l'année prochaine.

### Les anticipations de taux d'intérêt sont proches d'un pic

L'ajustement des anticipations de taux d'intérêt a davantage progressé cette année que celui de la croissance. En effet, après la réévaluation agressive de cette année, nous pensons que le potentiel de hausse des anticipations de taux d'intérêt est à présent plus limité, les estimations du marché concernant le pic des taux se situant désormais à des niveaux que les économies ne pourront probablement pas supporter très longtemps. Les banques centrales resteront sans doute réticentes à signaler que le cycle des taux d'intérêt a atteint son pic alors que l'inflation de base est toujours orientée à la hausse, mais les marchés sont susceptibles d'anticiper un changement de politique si la croissance perd de son élan dans les mois à venir, comme nous le prévoyons. Alors que les banques centrales de la zone euro, du Royaume-Uni et des États-Unis semblent prêtes à procéder à des hausses importantes des taux d'intérêt avant la fin de l'année, notre hypothèse centrale pour ces économies est que le pic des taux directeurs sera atteint dans les premiers mois de 2023, pas beaucoup plus haut que les taux atteints à la fin de cette année.

Ces derniers mois, nous avons modifié notre opinion négative de longue date sur la duration des obligations au sein de l'équipe multi-actifs et nous pensons désormais qu'une position plus neutre est appropriée. Bien que les obligations d'État se soient fortement vendues cette année, aux côtés des actifs à risque, il s'agit d'un phénomène typique lorsque le cycle des taux d'intérêt est en phase ascendante. À l'approche du pic des taux, nous pensons que la corrélation entre les obligations d'État et les actifs à risque va s'affaiblir, ce qui permettra aux premières de retrouver leurs caractéristiques de diversification dans les portefeuilles multi-actifs.

**Figure 3 : Corrélation actions/obligations et taux d'intérêt américains**



Source : Janus Henderson Investors, Refinitiv Datastream, au 5 octobre 2022. Corrélation sur 2 ans des variations hebdomadaires du MSCI World et du Trésor américain à 10 ans en dollars US.  
[Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.]

### Sous-pondérer intelligemment les actifs à risque

En ce qui concerne les actifs à risque, les perspectives pour le quatrième trimestre restent assez sombres. Si la perspective d'un pic imminent des anticipations de taux d'intérêt, dans un contexte de ralentissement rapide de la croissance, est plutôt positive pour les obligations d'État, c'est un mélange de bonnes et de mauvaises nouvelles pour les actions et la dette des entreprises. Les valorisations sont attrayantes dans ces catégories d'actifs après la dévalorisation de cette année, mais elles ne semblent pas encore suffisamment bon marché, selon nous, pour justifier la reconstitution des expositions. Les dégradations de la croissance étant susceptibles de constituer des vents contraires persistants pour les actifs à risque dans les mois à venir, nous restons prudents à l'égard de ces derniers, même si nous trouvons actuellement des valeurs plus raisonnables sur les marchés du crédit de meilleure qualité. De manière générale, nous soulignons deux conditions qui doivent probablement être remplies avant que nous puissions être plus stratégiquement optimistes sur les actifs à risque. La première est que nous soyons davantage convaincus que les marchés ont intégré le pic du cycle des taux d'intérêt. L'autre est que nous soyons plus confiants dans le fait que les marchés ont intégré des attentes de croissance plus réalistes. La préservation du capital doit rester un objectif clé jusqu'à ce qu'au moins une de ces conditions soit remplie.

Ainsi, nous abordons le quatrième trimestre en considérant les deux grands sujets de cette année - la réévaluation de la croissance et les attentes en matière de taux d'intérêt - comme des travaux inachevés pour les marchés financiers. Cependant, nous considérons que les progrès sur ce dernier point sont maintenant assez avancés. À partir de là, nous sommes moins préoccupés par le risque de taux d'intérêt que nous ne l'avons été pendant la majeure partie de l'année, mais nous restons prudents quant aux risques associés au ralentissement de la croissance. L'inflation globale a probablement déjà atteint un sommet dans les principales économies, mais les évolutions de l'inflation de base, de l'inflation dans le secteur des services et de la croissance des salaires pourraient être les principaux moteurs de l'appétit pour le risque dans les mois à venir. Un ralentissement de l'inflation sur ces mesures devrait relâcher la pression sur les banques centrales, les taux d'intérêt et les marchés financiers. Par contre, si l'inflation sous-jacente reste plus forte que prévu, les mouvements baissiers sur les actions et les obligations auront probablement encore du chemin à faire.

## La Chine, un joker

Au-delà de ces dynamiques cycliques dans les principales économies, nous considérons toujours la Chine comme un joker potentiel pour les perspectives économiques mondiales. Les développements en Chine n'ont pas eu d'impact notable sur le sentiment du marché mondial cette année, tant d'autres dynamiques clés sont en jeu. Toutefois, ils peuvent encore jouer un rôle plus important dans les derniers mois de 2022 ou l'année prochaine. Alors que les prévisions du consensus font état d'un rebond significatif de la croissance chinoise en 2023, à mesure que certains des freins de cette année s'estompent, ces projections semblent moins fiables en raison de l'incertitude qui entoure la correction immobilière en cours et ses potentielles retombées économiques et financières. Une intervention politique radicale sera presque certainement nécessaire pour désamorcer cette situation difficile. Les prochaines étapes du gouvernement chinois sur ce point et sur sa politique de zéro COVID peuvent modifier de manière significative les perspectives de croissance de la Chine, dans la mesure où la Chine redevient un facteur clé du climat sur les marchés financiers mondiaux.

**Les opinions exprimées ici sont celles de l'auteur au moment de la publication du présent document et peuvent différer de celles d'autres collaborateurs/équipes de Janus Henderson Investors. Les références à des titres, fonds, secteurs et indices au sein du présent document ne sauraient être interprétées comme une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente.**

**Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les données de performance tiennent compte du revenu, des gains et des pertes en capital mais n'incluent pas les frais récurrents ou les autres dépenses du fonds. La valeur d'un investissement et ses rendements peuvent augmenter ou diminuer et vous pourriez ne pas récupérer l'intégralité du montant investi à l'origine.**

**Les informations contenues dans cet article ne constituent pas une recommandation d'investissement.**

**A des fins promotionnelles.**

## Informations presse

**Aurore Cantot**  
Consultante - SHAN  
**M** +33 6 09 96 00 70  
**E** [aurore.cantot@shan.fr](mailto:aurore.cantot@shan.fr)

**Claire Hilbert**  
Consultante - SHAN  
**M** +33 6 15 80 91 30  
**E** [claire.hilbert@shan.fr](mailto:claire.hilbert@shan.fr)

## A propos

Janus Henderson Group est un gestionnaire d'actifs de premier plan et d'envergure internationale qui propose une gestion active. Il se consacre à aider les investisseurs à atteindre leurs objectifs financiers à long terme grâce à une large gamme de solutions d'investissement, notamment les actions, les titres obligataires, les stratégies multi-actifs et les stratégies alternatives.

Au 30 juin 2022, les actifs sous gestion de Janus Henderson se montaient à 300 milliards USD, ses effectifs étaient de plus de 2 000 collaborateurs et ses équipes étaient réparties dans 23 villes dans le monde. Basée à Londres, la société est cotée au NYSE et à l'ASX.

Source : Janus Henderson Group plc

Janus Henderson Investors est le nom sous lequel les produits et services de gestion sont fournis par les entités identifiées dans les juridictions suivantes : (a) en Europe, par Janus Capital International Limited (immatriculée sous le numéro 3594615), Henderson Global Investors Limited (906 355), Henderson Investment Funds Limited (2 678 531), Henderson Equity Partners Limited (2 606 646) — (toutes inscrites et immatriculées en Angleterre et au Pays de Galles, dont le siège social est sis 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE, et réglementées par la Financial Conduct Authority) et Henderson Management S.A. (B22848, sise 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier). (b) aux États-Unis, par des conseillers en investissement enregistrés auprès de la SEC qui sont des filiales de Janus Henderson Group plc. (c) Au Canada, par Janus Capital Management LLC uniquement aux investisseurs institutionnels dans certaines juridictions. (d) à Singapour, par Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (199 700 782N). Cette annonce ou publication n'a pas été vérifiée par l'Autorité monétaire de Singapour. (e) à Hong Kong par Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Ce document n'a pas été vérifié par la Securities and Futures Commission de Hong Kong. (f) à Taiwan R.O.C. par Janus Henderson Investors Taiwan Limited (société indépendante), Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Tél : (02) 8101-1001. Licence SICE approuvée numéro 023, délivrée en 2018 par la Commission de surveillance financière. (g) au Japon, par Janus Henderson Investors (Japan) Limited, réglementé par l'Agence des services financiers et enregistré en tant que société d'instruments financiers exerçant des activités de gestion d'investissement, de conseil en investissement et d'intermédiaire et des activités de type II dans le domaine des instruments financiers. h) en Australie, par Janus Henderson Investors (Australia) Limited (ABN 47 124 279 518) et ses personnes morales liées, notamment Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) et Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268).

Janus Henderson, Janus, Henderson, Intech, Alphagen, VelocityShares, Knowledge Shared, Knowledge. Shared et Knowledge Labs sont des marques déposées de Janus Henderson Group plc ou de l'une de ses filiales. © Janus Henderson Group plc.