

GRAND ANGLE

NOVEMBRE 2022

Comité du 07/11/22 • Achevé de rédiger le 09/11/22

Triple pivot ?



Jean-Marie
MERCADAL

Directeur des stratégies
d'investissement
OFI Holding

Eric
BERTRAND

Directeur Général
Délégué et Directeur
des Gestions OFI AM

Le terme de « pivot » est très en vogue dans l'actualité financière : les marchés guettent en premier lieu le moment où l'inflation va « pivoter » à la baisse, ce qui pourrait signifier la fin des politiques monétaires agressives. Mais, il pourrait y avoir d'autres points d'inflexion : dans le mouvement de dégradation des perspectives économiques ou dans les relations entre la Chine et les États-Unis... Est-ce ce message encourageant que les marchés nous donnent après ce mois d'octobre étonnamment positif ?

Notre allocation

au 09/11/22

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

CLASSES D'ACTIFS

Nous repassons à « neutre » sur les actions après le puissant rally initié fin septembre. Un scénario global plus positif semble se dessiner, mais avec encore beaucoup trop de points d'incertitudes. Les marchés devraient ainsi rester volatils. Nous conservons une vue constructive sur les obligations, l'essentiel du mouvement de hausse des taux nous semble avoir été fait.

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

OBLIGATIONS

Les obligations crédit sont intéressantes après la hausse récente des taux et l'écartement des spreads⁽¹⁾, sur le segment « Investment Grade » comme « High Yield ».

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

ACTIONS

Nous préférons réduire les positions actions après la hausse récente, même si les valorisations d'ensemble ont beaucoup baissé, surtout sur les actions européennes, délaissées par les investisseurs américains et asiatiques.

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

ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES

La segmentation croissance/value est compliquée en ce moment car les dynamiques de marchés répondent à plusieurs logiques : sensibilité à la hausse des taux, caractère défensif, sensibilité au cycle... Nous n'avons pas de préférence actuellement.

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

DEVISES

Le dollar stagne depuis quelques semaines. L'essentiel de son cycle d'appréciation nous semble avoir été réalisé et nous anticipons une évolution plus erratique au cours des prochaines semaines.

Dollar US	→
Yen	→
Libre sterling	→

⁽¹⁾ Spread : écart de taux.

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

Lors de notre dernier Comité d'allocation d'actifs de fin septembre, nous soulignons que les marchés en étaient à un tel point de « pessimisme » qu'ils étaient susceptibles de rebondir fortement à la moindre étincelle positive. Nous estimions ainsi que les risques étaient, en quelque sorte, « asymétriques ». Depuis leurs plus bas niveaux de fin septembre, les actions européennes et américaines ont regagné plus de 10 %. Quelles sont les nouvelles positives à l'origine de ce rebond boursier et est-il pérenne ?

Dans le contexte global très compliqué et anxiogène qui caractérise cette année 2022, nous pensons que les investisseurs ont positivement réagi à la possibilité de trois « pivots » :

- **Le sentiment que le niveau « pivot » des taux directeurs, c'est-à-dire du point haut de cette phase de remontée, est proche, surtout aux États-Unis.** Les marchés considèrent que les taux directeurs américains culmineront entre 4,5 % et 5,0 % dans le courant du premier semestre 2023, avant de se stabiliser, voire de refluer ensuite. Cela peut paraître assez étonnant dans la mesure où les déclarations de Jerome Powell et des principaux autres membres de la Fed ne donnent pas d'indication en ce sens. Au contraire, la Fed explique que cette politique de remontée des taux d'intérêt sera maintenue tant que l'inflation n'aura pas reflué, ce qui n'est pas encore le cas et alors que le marché du travail est très tendu : le taux de chômage est proche de ses plus bas niveaux à 3,7 % et il y a des pénuries de main-d'œuvre dans de nombreux secteurs.

Les marchés semblent en fait considérer que la politique actuelle est déjà très restrictive, surtout si nous prenons en compte également la réduction quantitative de la taille du bilan de la Fed. Pendant la crise de la Covid-19, le bilan de la Fed a doublé et atteint désormais près de 9 000 Mds\$, soit près de 40 % du PIB américain. La Banque Centrale mène depuis cet été une politique résolue de réduction de son bilan et l'objectif est de faire revenir sa taille à près de 2 500 Mds\$. Cela signifie que près de 95 Mds\$ d'obligations souveraines et hypothécaires sont sorties du bilan chaque mois. Plusieurs experts soulignent que cette politique, si elle est menée jusqu'au bout, équivaldra à une remontée de 4,50 % supplémentaire des taux directeurs. En d'autres termes, l'action de la Fed est suffisante et c'est pourquoi les ancrages d'inflation à long terme inscrites dans le cours des obligations indexées sont très modérés, autour de 2,5 %. Ce scénario est conforté par les premiers signaux positifs sous-jacents à l'inflation : le marché du fret s'est désengorgé, les effets de base de la hausse des matières premières vont s'estomper...

En zone Euro, le cycle de resserrement est moins avancé, mais l'économie y est beaucoup plus fragile avec la crise des prix de l'énergie. Les marchés estiment que le niveau terminal des taux directeurs sera atteint dans le courant de l'année 2023, autour de 3,0 %. La BCE, par la voix de sa Présidente, a néanmoins annoncé qu'elle resterait pragmatique et ajustera sa politique en fonction des statistiques. Les investisseurs, là

aussi, lui font confiance et les anticipations d'inflation à long terme sont également modérées, à près de 2,5 % à 5 ans et 10 ans.

- **Le momentum de révisions à la baisse de la croissance s'estompe**, surtout si la Chine sort finalement de sa politique de « zéro Covid » comme semblent le faire pressentir un certain nombre de rumeurs... Une reprise de l'économie chinoise tirerait à nouveau la croissance mondiale. Après une année 2022 de croissance faible autour de 3,0 %, l'économie chinoise devrait croître de l'ordre de 4,5 % à 5,0 % en 2023. Les actions chinoises, en forte baisse cette année et désertées par les investisseurs internationaux, ont ainsi regagné plus de 10 % depuis 10 jours, et ce mouvement pourrait se poursuivre au vu des faibles valorisations atteintes. Pour le reste, le point bas de la croissance est attendu en 2023, avec des perspectives qui commencent à s'améliorer à partir de 2024. D'après le dernier consensus Bloomberg, la croissance mondiale serait ainsi de 2,3 % en 2023, avant de repartir à près de 3,0 % en 2024. La résilience des résultats des entreprises semble confirmer cette vue plus positive. En majorité, les résultats publiés en septembre s'avèrent au-dessus des attentes. De nombreuses entreprises ont démontré une capacité à faire passer des hausses de prix. Il est vrai que le contexte de forte inflation et de pénurie est inédit et les marchés n'ont plus l'habitude d'analyser les comptes des entreprises dans une telle situation. En fait, et en dépit du ralentissement économique qui s'annonce, les chiffres d'affaires nominaux progressent avec l'inflation, ce qui trouble les comparaisons avec les années précédentes. Les marges devraient logiquement se détériorer, même si elles s'avèrent solides jusqu'à présent. En fin de compte, les analystes ont révisé leurs estimations à la baisse aux États-Unis, principalement pour des raisons d'effet de change consécutifs à la force du dollar. Mais ils s'attendent encore à une progression de près de 10 % en 2022 et 4 % en 2023. En zone Euro, les estimations s'établissent à respectivement +16 % et +3 %. Ces prévisions, si elles sont justes, ne laissent donc pas présager de récession très profonde.

- **Enfin, dans cette année exécrable sur le plan des relations internationales, un autre « pivot » est possible entre les États-Unis et la Chine... au moins temporairement.** À court terme, un certain apaisement pourrait se produire. Les échéances politiques internes des deux leaders seront bientôt derrière eux et ils pourraient se rencontrer en personne à l'occasion du sommet du G20 ce mois-ci, même si leurs relations à long terme resteront structurellement conflictuelles : les États-Unis souhaitent en effet limiter le rattrapage technologique de la Chine, principalement pour des raisons militaires. Mais à court terme, la Chine pourrait donner la priorité à la relance de son économie intérieure. La Chine a donc besoin de maintenir à court terme ses relations commerciales avec l'occident. Aux États-Unis, les élections de « mid-term » auront lieu cette semaine. Le parti démocrate du Président Biden perdra vraisemblablement la majorité à la Chambre des représentants, et peut-être aussi au Sénat. Cela infléchira naturellement la politique économique intérieure américaine car les républicains sont réticents au programme de dépenses sociales prévues au sein du plan « Build Back Better ». De même, le secteur

des énergies renouvelables pourrait être pénalisé en relatif par rapport à la technologie, la défense et la santé. Mais sur le plan international, le Président Biden ne sera plus en campagne et pourrait être ainsi moins enclin à adopter des postures dures qui plaisent à l'électorat.

En synthèse, il y a effectivement un scénario plus positif qui commence à se dessiner dans ce contexte global difficile où de multiples risques subsistent. Nous en prenons acte mais considérons qu'il convient toutefois de prendre quelques bénéfices sur les positions actions renforcées le mois dernier. Les marchés resteront probablement encore très volatils et offrirons des occasions de réinvestir à meilleur compte. Nous repassons donc à « neutre » vis-à-vis des actions. Nous conservons en revanche une vue positive sur les obligations crédit « Investment Grade » et « High Yield ».

TAUX D'INTÉRÊT

« Pivot or not pivot ? »...

C'est sans aucun doute le nom le plus discuté, anticipé, espéré, de ces dernières semaines sur les marchés obligataires ! Les Banques Centrales vont-elles opérer un « pivot » dans le pilotage de leurs politiques monétaires qui les amènent à augmenter leurs taux directeurs à pas de géant ? Les marchés l'ont récemment anticipé, ramenant ainsi les taux longs allemands en dessous de 2,0 % après avoir franchi à la hausse 2,5 % quelques jours plus tôt. Les taux américains étaient également repassés sous la barre des 4,0 % après l'avoir transpercée mi-octobre pour la première fois depuis plus d'une décennie.

À l'issue des réunions de la Fed et de la BCE, la tendance est repartie à la hausse. Les chiffres d'inflation en zone Euro ne montrent en effet aucun signe de fléchissement, elle s'inscrit désormais au-dessus de 10 % et oblige Madame Lagarde à devoir confirmer que la BCE doit encore « couvrir davantage de terrain » en matière de hausse de taux. Le marché cible un taux de 3 % d'ici mi-2023, soit le double du niveau actuel.

Quant à la Fed, Jerome Powell déplore une trop forte résistance de l'économie américaine, particulièrement sur le front de l'emploi (et les tous derniers chiffres l'attestent encore) et de l'inflation. Ainsi, il prend soin de guider les marchés vers un taux terminal plus haut qu'anticipé en septembre, probablement vers 5 % à la fin du premier trimestre 2023 (contre 4 % actuellement).

Alors, pas de pivot ? C'est prématuré de l'affirmer tant ces deux institutions ont insisté sur la nécessité d'amener les taux substantiellement et durablement en territoire restrictif afin de s'assurer d'une reconvergence de l'inflation vers leur cible de 2 % à terme. Pour autant, leurs deux communiqués font état désormais d'une prise en compte dans leurs prochaines décisions du chemin déjà parcouru et de l'impact retardé des resserrements monétaires sur l'activité. Cela entrouvre probablement la porte à des hausses de taux d'une ampleur moindre. Les nouvelles projections de croissance en décembre de leurs staffs économiques seront en ce sens déterminantes, tout comme le seront les prochaines statistiques d'inflation qui doivent, pour espérer un pivot plus concret dans l'action

des Banques Centrales, montrer des signes de dépassement du pic. À ces conditions, les taux longs pourront commencer à se stabiliser plus durablement.

La forte volatilité des taux reste un poids pour le marché du crédit qui souffre de sa sensibilité élevée, notamment pour l'« Investment Grade ». Pour autant, le portage élevé semble attirer, avec grande prudence, quelques investisseurs qui pensent, comme c'est notre cas, que ce portage offre désormais un coussin intéressant face au risque de taux, pour qui peut supporter la volatilité à court terme. Ainsi, les spreads de crédit (écarts de taux) se sont quelque peu tassés dans la toute récente remontée des taux. C'est particulièrement visible sur le segment « High Yield » (€), ce qui a ramené le rendement global de la classe d'actif de 8,7 % au pic à 8,1 % actuellement. Il faut dire que les résultats des sociétés sont résilients et qu'un tel rendement ne laisse forcément pas indifférent. Les flux commencent à clairement revenir sur le « High Yield » en dollar, ça reste timide sur l'euro. La poursuite de la bonne tenue des performances devrait finir par ramener plus clairement les investisseurs.

D'une manière globale, la baisse de la volatilité des taux sera un facteur très positif pour les classes d'actifs à portage élevé, ce qui est le cas du crédit « Investment Grade » et « High Yield ».

ACTIONS

Les actions en mode « Risk on » !

Quel parcours ! Jamais un mois d'octobre n'aura vu une telle performance des marchés actions. En progressant de plus de 11 % depuis notre dernière publication, l'EuroStoxx 50 vient contredire l'idée selon laquelle le dixième mois de l'année est peu propice aux investissements. Le CAC 40 n'est pas en reste et n'affiche plus qu'un retrait de -9 % depuis le début de l'année en intégrant les dividendes distribués. Outre-Atlantique, la performance est partiellement handicapée par des valeurs technologiques qui pèsent lourdement sur la cote lorsque leurs résultats ne sont pas au rendez-vous mais reste cependant remarquable. Mais alors, pourquoi cette euphorie ? Parce que les taux ont reculé fortement ? Non ! Parce que les résultats escomptés des entreprises ont été fortement révisés à la hausse ? Non ! Tout simplement parce que, comme nous l'écrivions le mois dernier, beaucoup de mauvaises nouvelles étaient déjà dans les cours et qu'à un peu plus de 10 fois les bénéfiques en ce qui concerne les sociétés européennes et à un peu plus de 16 fois ceux de leurs consœurs américaines, la valorisation des marchés actions était suffisamment attractive pour supporter une légère tension obligataire ou une révision en baisse des attentes de profits.

Concernant les taux, comme précédemment évoqué, ils n'ont que peu varié et n'influencent donc pas l'évaluation des actions. Concernant la publication des résultats du troisième trimestre, force est de constater qu'elle est, une fois de plus, de très bonne facture. En dépit de la guerre en Ukraine qui gèle de nombreuses initiatives, de l'inflation qui renchérit les coûts de production, de la hausse des taux d'intérêt et donc du crédit, les entreprises réussissent à préserver leurs marges pour la majorité d'entre-elles et afficheront cette année des

ALLOCATION D'ACTIFS

bénéfices records. Évidemment, toutes ne sont pas logées à la même enseigne. Certains secteurs profitent de la conjoncture (énergie notamment), lorsque d'autres en pâtissent, mais elles arrivent globalement à déjouer les pronostics en forçant les analystes à réviser à la hausse mois après mois leurs attentes de bénéfices. Attention, il n'en sera très certainement pas de même pour 2023. Il faudra tenir compte de la hausse des salaires plus ou moins importante en fonction des secteurs d'activité mais aussi en ce qui concerne le vieux continent, d'une évolution des changes qui ne pourra à priori pas être aussi bénéfique que celle de cette année. Il est encore trop tôt pour faire des prévisions précises, mais si la progression de la croissance mondiale devait avoisiner 2,5 %, il ne serait pas incohérent de miser sur une stabilité des profits en 2023. Si nous considérons que le mouvement de hausse des taux d'intérêt, courts et longs, touche à sa fin, alors la valorisation actuelle n'est pas prohibitive. Cependant, compte tenu l'ampleur de la hausse des marchés constatée au cours du mois, il nous apparaît prudent de revenir à la neutralité qui était la nôtre avant fin septembre. Gageons que la volatilité qui reste élevée nous donnera l'occasion de profiter d'opportunités qui ne manqueront pas de survenir. Sur le plan des styles, nous ne trouvons pas à ce jour de raisons pour en favoriser un plutôt que l'autre. Il en est de même sur le plan géographique où, même si les États-Unis constituent toujours une zone refuge en période troublée, la valorisation des marchés européens ne nous incite pas à les sous-pondérer en termes relatifs.

Notre scénario central

Les Banques Centrales, dans le sillage de Jackson Hole, ont réaffirmé leur combat contre l'inflation de part et d'autre de l'Atlantique, au détriment de la croissance et de l'emploi si nécessaire. Toutefois, la cadence de remontée des taux courts va se ralentir, les taux réels longs étant revenus en territoire positifs en Europe et se rapprochant des 2 % aux États-Unis. Les conditions monétaires entrent donc en territoire restrictif. Il faut maintenant que l'inflation commence à refluer nettement pour atteindre le point « pivot » tant attendu. Les incertitudes restant élevées à court terme, les taux vont rester volatils, autour des niveaux actuels, mais une grande partie du trajet nous semble aujourd'hui anticipé. En conséquence, nous maintenons notre vue constructive sur les actifs de rendement « Investment Grade » comme « High Yield ».

Le pire n'étant jamais certain, les marchés actions ont nettement progressé depuis notre dernière publication, nous amenant aujourd'hui à prendre nos profits sur la vue initiée le mois dernier. Le trajet nous paraît rapide et ample et les incertitudes à venir encore trop élevées pour enclencher un marché haussier à court terme. Les prochains chiffres d'inflation, et donc l'action des Banques Centrales, devraient nous permettre de dessiner une tendance dans les mois à venir et la volatilité - qui devrait rester élevée - nous permettre de nous positionner en conséquence.



AGENDA

30

NOVEMBRE

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE

5

DÉCEMBRE

Réunion de l'Eurogroupe

13

DÉCEMBRE

Réunion de la Réserve Fédérale américaine (Fed)

19

DÉCEMBRE

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



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