

NOTE DE RENTRÉE

Achévé de rédiger
le 02 | 01 | 2023

Au milieu de cette conjoncture incertaine, les investisseurs font face à des signaux ambivalents. On observe un ralentissement de la croissance économique mondiale, tandis que l'inflation demeure à de hauts niveaux malgré un resserrement monétaire déjà bien amorcé. Dans ce contexte délicat, il peut être difficile de prédire comment les marchés réagiront face à ces pressions.

A suivre dans cette lettre, vous trouverez nos perspectives par grandes classes d'actifs pour cette nouvelle année 2023.



LA FRANÇAISE
INVESTING TOGETHER

POINT MARCHÉ

Au moment d'écrire une lettre de rentrée, il est toujours utile de se replonger dans ce que nous écrivions un an auparavant pour noter à quel point les données peuvent évoluer en l'espace de douze mois. En janvier de l'année dernière, les enjeux étaient de savoir si nous allions pouvoir sortir définitivement du risque Covid, si les perturbations des chaînes d'approvisionnement allaient se résorber rapidement et quelle serait l'ampleur des plans de relance américains. Un mois plus tard, l'invasion de l'Ukraine par la Russie changeait complètement la donne en exacerbant largement les pressions inflationnistes en raison de la hausse massive des prix des matières premières. Etant donné les incertitudes actuelles, il est bien possible que ce que nous percevons aujourd'hui comme des questions importantes soit balayé par un événement majeur dans les mois qui viennent. Pour paraphraser Keynes : « Quand les faits changent, je change d'avis. Et vous, que faites-vous ? ».

Après cet interlude « économique-philosophique », il nous faut toutefois essayer de répondre aux principales incertitudes actuelles : dirigeons-nous vers une récession et si oui, quand ? la désinflation va-t-elle s'accélérer et pour se stabiliser à quel niveau d'inflation ? Et le corollaire de tout ça, quelle sera la réaction des banquiers centraux dans les mois qui viennent ?

Nous avons déjà écrit à maintes reprises sur le risque de récession, aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis et nos conclusions n'ont pas changé : le support budgétaire très important décale le risque de voir la croissance économique s'effondrer. Néanmoins, le très fort durcissement des conditions financières devrait finir par avoir, comme ça a toujours été le cas historiquement, un impact très significatif sur la croissance économique.

La question de l'inflation est sans doute plus difficile à trancher ; si les pressions « désinflationnistes » nous semblent devoir s'accélérer dans les mois qui viennent, il est aujourd'hui quasiment impossible d'avoir une idée claire sur le niveau d'atterrissage. L'histoire nous apprend cependant qu'une récession s'accompagne de manière quasi-systématique d'une baisse brutale de l'inflation via le canal de la hausse du taux de chômage, que nos banquiers centraux semblent appeler de tous leurs vœux.

L'année 2022 nous aura aussi appris que l'orientation future de la politique monétaire des banquiers centraux n'engage que ceux qui les écoutent et c'est sans doute à garder en mémoire pour 2023. Les messages restrictifs des dernières réunions tiendront-ils si, dans six mois la désinflation devient plus marquée et que certains dommages commencent à faire leur apparition sur le marché de l'emploi ? Ce n'est sans doute pas le cas et c'est d'ailleurs déjà ce qu'anticipe le marché, tout du moins aux Etats-Unis.

L'année 2023 devrait nous apporter des réponses quant à la fonction de réaction exacte des banquiers centraux. Si l'inflation ne redescend pas à 2-3%, mais reste plus élevée en raison d'un marché de l'emploi qui reste tendu, feront-ils le choix de la récession ou accepteront-ils une inflation plus importante ? Il faudra aussi rester attentif aux conséquences du durcissement monétaire massif orchestré en 2022 ; si certains secteurs ont déjà montré des signes de faiblesse importants (Cryptomonnaie, tech US), il est probable que d'autres segments du marché souffrent à leur tour en 2023.

Une croissance (beaucoup) moins forte, des pressions inflationnistes en diminution et des bénéfices qui doivent être revus significativement à la baisse, tout cela nous fait préférer les actifs obligataires aux actions et les actifs avec peu de risque de spread aux actifs moins bien notés.



François RIMEU
Stratégiste La Française AM

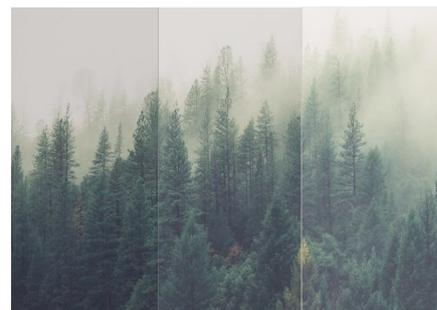
ACTIONS – grandes capitalisations

L'année 2022 se termine sur un recul net de plus de -20% des actions mondiales. L'Europe enregistre des performances comprises entre -5% et -20% avec des replis contenus du Footsie 100 compte tenu de son mix favorable (pétrolières, minières et santé). La Chine et les Etats-Unis enregistrent des baisses de l'ordre de -20% alors que le secteur de la technologie américaine enregistre le plus fort repli à plus de -30%.

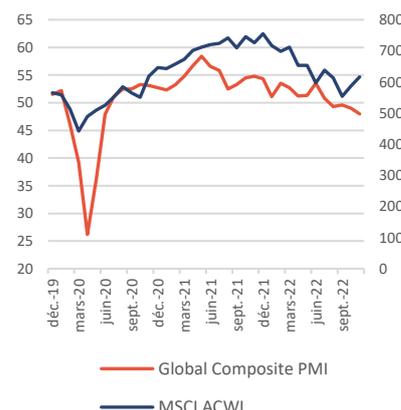
Le resserrement monétaire des banques centrales en 2022 a entraîné une contraction des multiples de valorisations qui explique l'essentiel de la baisse des indices. Le multiple de bénéfices de l'indice MSCI ACWI est passé de 18 fois début 2022 à 14 fois aujourd'hui. Cette contraction a été encore plus marquée pour les valeurs technologiques notamment américaines dont le multiple est passé de 34 fois à 22 fois. Les profits du MSCI ACWI ont été révisés en hausse de 4,0% au cours de l'année et sont désormais attendus en progression de +5,5% pour 2022.

D'un point de vue macroéconomique, le ralentissement mondial se poursuit. Après un rebond de +6,0% en 2021 et de +2,7% en 2022, la croissance mondiale cette année devrait s'établir autour de +2,0%. Aux Etats-Unis et en zone euro, l'activité au second semestre 2022 a mieux résisté, soutenue par la consommation et un marché de l'emploi dynamique. L'acquis de croissance, notamment aux Etats-Unis, permettra de limiter l'impact du ralentissement cette année.

Les perspectives pour les prochains mois restent dégradées au niveau mondial mais moins prononcées qu'il y a quelques mois. En zone euro, la croissance économique devrait être négative cette année de l'ordre de -0,5% et probablement stable aux Etats-Unis. La Chine bénéficiera de la réouverture de son économie mais la situation sanitaire pourrait de nouveau perturber la croissance. Les révisions baissières des profits pour 2023 devraient ainsi se poursuivre (-7,0% sur les 8 derniers mois pour le MSCI ACWI). Les attentes nous semblent encore élevées à +5,0% pour 2023 compte tenu de la très faible croissance des économies occidentales et de la hausse du coût du travail. **Si les entreprises ont surpris positivement en 2022 par leur capacité à remonter leur prix, 2023 s'annonce plus difficile face à une demande en repli.**

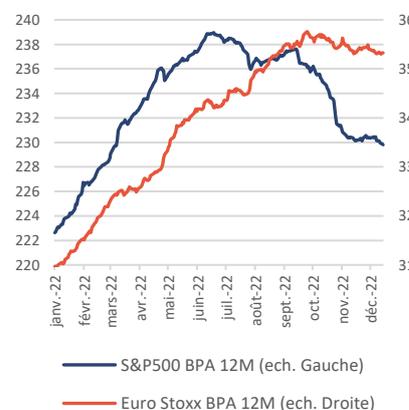


MSCI ACWI et PMI Globale Composite



Sources : MSCI, SP Global, décembre 2022

Evolution des BPA 12M S&P et Eurostoxx



Sources : Bloomberg, décembre 2022

Dans ce contexte, nous restons vigilants sur les actions mondiales. Nous sommes plus que jamais sélectifs dans nos investissements et conservons des liquidités pour les investir au cours des prochains mois. Nous adoptons un positionnement prudent en privilégiant les secteurs de la santé et des télécommunications. Nous favorisons également certaines valeurs technologiques bénéficiant de valorisations attractives et d'un momentum de profit encourageant.

Thomas DHAINAUT, Responsable de la Gestion Actions

HIGH BETA - DETTES HIGH YIELD

L'année 2022 a été marquée par une corrélation inhabituelle entre l'augmentation des taux et l'écartement des primes de risques. En cause, les politiques de resserrement monétaires engagées par les banques centrales pour tenter de juguler l'inflation galopante. **Cela a conduit à des performances historiquement négatives sur l'ensemble des classes d'actifs.**

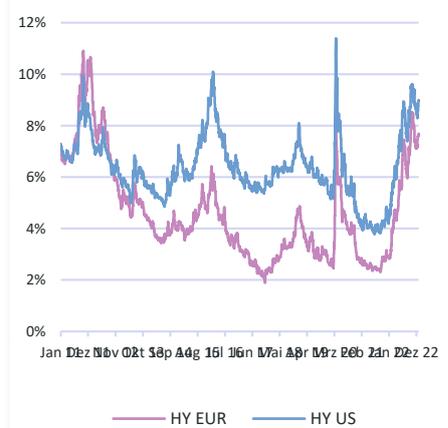
Nous pensons que le risque inflationniste est derrière nous, particulièrement aux Etats-Unis où **nous commençons à voir des signes tangibles de détente des prix**. Nous estimons que les politiques des banques centrales (plus particulièrement celle de la FED) devraient être moins agressives en 2023. Cela constituera un facteur de soutien non-négligeable pour les actifs obligataires. De notre point de vue, le risque majeur pour les prochains mois sera la trajectoire et l'amplitude de la croissance économique mondiale.

Pour l'année 2023, nos convictions sur le crédit High Yield sont les suivantes :

- I. Nous n'anticipons pas de resserrement massif des primes de risque tant que l'évolution de la situation économique reste incertaine. **Nous pensons que les primes de risque devraient évoluer dans un intervalle de 500-550 bps** (contre un niveau à fin décembre de 498 bps en Europe et 481 bps aux USA)
- II. L'incertitude macroéconomique va accentuer la dispersion sectorielle et favoriser le retour du risque idiosyncratique notamment sur les émetteurs les plus endettés et faiblement notés. **La dynamique de relèvement des notations constatée au cours des deux dernières années devrait s'inverser, avec d'avantage de dégradations que d'améliorations de notation.** La thématique des « anges déchus » observée en 2020 pourrait ressurgir, notamment sur **les secteurs les plus sensibles à la hausse des coûts de refinancement.**
- III. **Néanmoins, nous n'anticipons pas une augmentation significative des taux de défaut en 2023** au regard des faibles besoins de refinancement à court terme (17% en Europe et à peine 7% aux USA en 2023 & 2024) et d'une situation bilancielle saine pour la plupart des émetteurs. Ainsi, les taux de défaut devraient tendre vers leur moyenne historique entre 3 et 4% en Europe et aux USA (contre moins de 2% actuellement). Côté émergent, notamment en Chine, le pic des taux de défaut nous semble désormais atteint. L'abandon de la politique zéro COVID en Chine couplé à une politique monétaire accommodante devraient aider à la stabilisation du marché immobilier.
- IV. **En termes de positionnement sectoriel pour 2023** nous favorisons les secteurs défensifs tels que les Télécommunications ; les Services et la Santé. Nous restons prudents sur les secteurs cycliques tels que l'automobile, l'industrie et la distribution de biens discrétionnaires. Toutefois, nous sommes positifs sur le secteur bancaire qui, bien que sensible à la dégradation de l'environnement économique, bénéficie de solides fondamentaux.



Evolution du rendement du HY US et EUR (devises locales)



Sources : Bloomberg, données au 31/12/2022

En prenant en compte tous ces éléments et malgré les fortes incertitudes actuelles, nous pensons que l'année 2023 devrait être plus favorable aux actifs obligataires et crédit de meilleure qualité, car le niveau de portage actuel offre une meilleure protection aux investisseurs pour absorber la volatilité sur les primes de risques et une éventuelle hausse des défauts.

Akram GHARBI, Responsable de la Gestion Crédit High Yield

HIGH BETA - DETTES SUBORDONNEES

Le quatrième trimestre 2022 a permis un **fort rebond des dettes subordonnées**, poussées par la **forte baisse de la volatilité des taux**, et par un **retour des flux** vers les obligations, et plus particulièrement vers le crédit Investment Grade et High Beta. A mesure que les marchés évacuent les scénarios extrêmes liés à l'inflation et à la croissance, un vent de sérénité semble peu à peu revenir.

Il faut dire que **les valorisations apparaissent logiquement comme attractives**, à la fois grâce à une base de taux plus élevée et des spreads obligataires élargis, et ce même après le rallye du T4. Les dettes Additional Tier 1 CoCos EUR affichent encore un rendement moyen de 9,4%, contre un rendement de 8,3% pour un indice High Yield (indices Bloomberg en Yield-to-worst au 26/12/22). Le marché primaire offre des opportunités **avec des coupons pouvant atteindre deux chiffres**, soit du jamais-vu depuis plus de 6 ans.

Si les dettes subordonnées, et plus particulièrement **les AT1 CoCos**, **sont historiquement corrélées au marché actions**, nous estimons que cette **corrélacion devrait faiblir au S1-2023**, car nous attendons des flux beaucoup plus soutenus sur le marché du crédit, et ce, peut-être a contrario des marchés actions, car les banques centrales sont désormais bien plus proches de la fin de leur cycle de hausses de taux.

Ceci étant dit, **des flux porteurs et des valorisations saines ne seront pas suffisants pour atténuer la volatilité potentielle du segment en 2023**, comme en témoignent la lutte contre l'inflation non encore gagnée par les banquiers centraux et les craintes de récession.

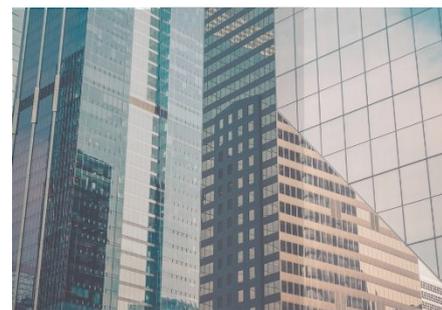
Dans cet environnement qui restera volatil pour les actifs les plus risqués en spreads, **nous orientons notre allocation vers :**

- I. **Les titres décotés en prix dans chaque gisement de dette subordonnée**, ce qui coïncide principalement avec les titres avec des coupons plus faibles, dont les probabilités de remboursement anticipé – bien que lointaines – sont encore trop sous-estimées par le marché, et ce, particulièrement sur les AT1 CoCos.
- II. **Les dettes Tier 2 bancaires**, qui disposent à la fois de spreads élevés et d'une durée moyenne plus forte que le gisement AT1 en général.

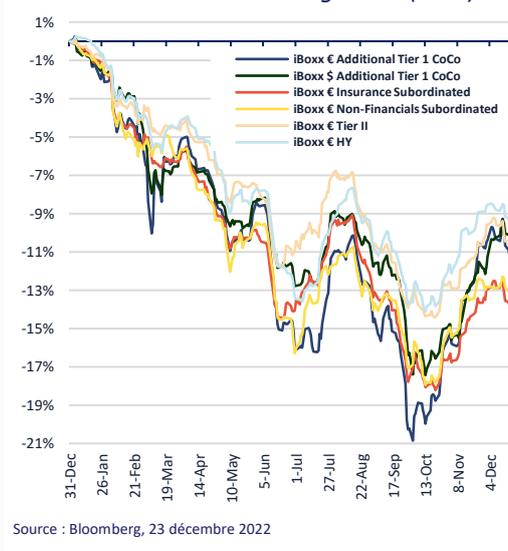
Nous restons à l'écart pour le moment des titres à calls courts, qui « pricent » pour la plupart leur remboursement anticipé, mais qui pourraient sous-performer en cas de retournement à la baisse du marché. Si certaines opportunités peuvent se faire jour sur les dettes décotées à calls proches, nous les évitons malgré tout en raison de leur aspect binaire en cas de non-exercice de l'option de remboursement.

Dans cet environnement qui restera volatile pour les dettes subordonnées, nous privilégions les titres décotés en prix et les dettes Tier 2 bancaires. Nous évitons les dettes à calls courts.

Jérémie BOUDINET, Responsable de la Gestion Crédit Investment Grade



Performance sur l'année 2022 des indices iBoxx de dettes subordonnées et High Yield (en %)



DETTES SOUVERAINES

Cela fait déjà quelques mois que **la désinflation s'est installée aux Etats-Unis et le pic est enfin passé**. Les niveaux de variations annuelles restent encore très élevés (+7,1% au mois de novembre) mais les effets de base négatifs resteront élevés (par exemple, la variation annuelle du pétrole pourrait passer négative dès le premier trimestre 2023 et les variations de la composante alimentaire devraient décélérer fortement dans les mois qui viennent).

Le marché anticipe d'ailleurs un retour sous les 2,5% d'ici la fin de l'année tandis que la FED prévoit une inflation supérieure à 3% pour le dernier trimestre 2023. Si l'inflation headline (qui mesure l'évolution des prix de l'ensemble des biens et services consommés par les ménages) va fortement baisser, **la plus grande inconnue reste le point d'arrivée de l'inflation hors alimentation et énergie d'ici la fin de l'année 2023**. Aux Etats-Unis, la FED prévoit une inflation core PCE « Personal Consumption Expenditures » (C'est-à-dire qui mesure l'inflation en excluant les prix des produits alimentaires et énergétiques) de 3,5% fin 2023, tandis que les prévisions de marché oscillent entre 3% et 4%. Si la trajectoire très baissière des biens durables est engagée, la composante immobilière des loyers fictifs devrait rester sur des niveaux élevés et la composante des services hors immobilier dépendra principalement du marché de l'emploi et des salaires.

La situation en Europe est quelque peu différente avec une inflation bien plus élevée autour de 10% en novembre et qui ne baisserait qu'à un niveau de 3,5% fin 2023 soit encore bien au-dessus de la cible de 2% de la BCE. De plus, les risques en Europe restent à la hausse avec les prix du gaz qui peuvent monter fortement en fonction des températures à venir et du bon déroulement des approvisionnements. Comme aux Etats-Unis, l'inflation hors énergie et alimentation ne retournera pas à la cible des 2% avant 2024 au mieux.

Lors des dernières réunions de décembre, aussi bien J.Powell que C.Lagarde ont souligné l'importance de **ramener l'inflation à 2% et ce que malgré le risque de récession** dont l'ampleur et la durée sont difficiles à estimer. Le rythme de hausse des principales banques centrales a diminué ces derniers mois et aujourd'hui le marché anticipe encore d'ici la fin du 1er trimestre 2023 des hausses totales de 50bps et 125 bps respectivement aux Etats-Unis et en Europe pour arriver à des taux terminaux légèrement au-delà de 3% en Zone Euro et 5% de l'autre côté de l'Atlantique.

Aux Etats-Unis, avec des prévisions de baisses importantes de l'inflation, il nous apparaît difficile que les prévisions de hausses des taux dépassent les 5.25% et dans ce contexte nous sommes positifs sur les taux réels américains qui devraient baisser en 2023. En Zone Euro, les dépenses budgétaires pour lutter contre la hausse des prix énergétiques de la part de beaucoup de pays vont clairement à l'encontre de la politique monétaire de la BCE et augmentent les besoins de financement des Etats. A court terme, les risques sont donc clairement à la hausse des taux mais les risques sur la croissance nous paraissent très importants à moyen terme, nous favorisons donc des positions d'aplatissement sur la courbe européenne.

Fabien DE LA GASTINE, Responsable de la Gestion Monétaire et Obligataire



Evolution des taux réels US & EUR



Sources : Markit, Bloomberg, La Française. Données au 26/12/2022.

CREDIT – ESG

Le dernier trimestre 2022 a vu une reprise temporaire du primaire obligataire crédit qui n'aura pas permis de sauver le bilan 2022 de la dette « ESG » émise (green, social, sustainable ou sustainability-linked, SLB) ; bilan qui est venu entacher 10 années consécutives de croissance moyenne d'environ 200% par an.

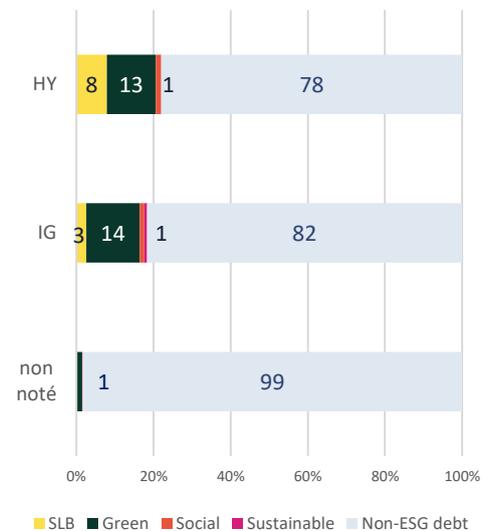
La dernière vague d'émission de dette ESG montre une certaine pénétration sur le marché primaire libellé en EUR, mais reste stable par rapport à 2021. La proportion de dette ESG dans le primaire Investment Grade et High Yield 2022 est respectivement de 18% et 22%. Celle-ci est composée à 75% de Green bonds, 6% de social bonds, 4% sustainable bonds et 15% de SLBs.

En dehors de la normalisation des taux qui va perdurer à la rentrée 2023, la croissance, ou la contraction de croissance, reste au cœur des préoccupations. La réduction des programmes d'investissement déployés par les entreprises peut directement impacter les émissions à venir sur le marché de la dette ESG. **Nous nous attendons cependant à une augmentation des volumes d'émissions sur le primaire de la dette ESG en 2023.** Les sources de croissance potentielles sur ce gisement pourraient provenir de différents foyers :

- I. Une récession accélérée qui verrait les taux de chômage augmenter de manière assez significative, pourrait voir des programmes de soutien se mettre en place au niveau des agences gouvernementales, **qui pourraient ensuite se refinancer par des social bonds.**
- II. Avec l'atteinte du sommet et le ralentissement des remontées de taux, les émetteurs High Yield qui ne se sont pas refinancés en 2022 et qui ne pourront pas retarder l'échéance, **pourraient préférer le format Green ou SLB pour faciliter leur placement sur le marché primaire.**
- III. La même tendance pourra s'observer sur le marché primaire de bonne qualité, avec en plus de cela, une accélération de la représentation des émetteurs d'industries polluantes qui ont déjà bien amorcé leur transition. **Le format Transition, Green ou SLB pourrait être utilisé.**



Primaire corp EUR 2022 YTD en %



Enfin, les travaux entre chaque mobilisation de COP constituent, comme chaque année, les toiles de fonds de l'activité de « long cours » sur les sujets du Climat et de la Biodiversité. Même si la conviction est faible, l'espoir est grand de voir des annonces surprises et actions significatives qui viendraient accélérer la lutte contre ces deux sujets majeurs en cours d'année 2023.

Marie LASSEGNORE, Responsable des investissements durables

Perspectives et allocation d'actifs

Peut-on raisonnablement être optimistes en 2023 et commencer l'année avec des allocations diversifiées offensives ? Certes non, même si a priori le retour à plus de confiance n'est pas impossible.

En 2022, les fortes poussées inflationnistes et les réponses apportées par les banques centrales pour freiner l'inflation au risque d'endommager la croissance ont provoqué une forte chute des indices actions et obligataires. En 2023, les marchés anticipent un retour à des politiques monétaires plus conciliantes en seconde partie d'année, et des économies réussissant leur atterrissage en souplesse. **De quoi favoriser un rebond des classes d'actifs risqués au cours de l'année.**

Si la dynamique des prix devrait désormais ralentir (grâce aux impacts des décisions des banquiers centraux de 2022, à la poursuite de la normalisation des chaînes de production post COVID et aux effets de base sur les prix énergétiques plus favorables), **la spirale inflation-salaire tant redoutée par les banques centrales reste déterminante.** Les dernières statistiques de l'emploi sont une bonne nouvelle pour les travailleurs (le chômage reste bas), mais une mauvaise nouvelle pour les banquiers centraux qui ne peuvent pas encore relâcher la pression. De plus, si les politiques budgétaires ont été politiquement et économiquement nécessaires, **elles constituent toujours un motif d'inquiétudes pour les banques centrales, car forcément inflationnistes.** Les décisions monétaires seront encore en 2023 le principal conducteur des marchés.

Si l'atterrissage en douceur se confirme, et que les publications des PMI du quatrième trimestre 2022 vont dans ce sens, les révisions baissières des attentes sur les résultats des entreprises pour 2023 déjà affichées devraient suffire. Une bonne nouvelle pour les marchés actions. A l'inverse, si la croissance de 2023 est en fort ralentissement, brisée par des politiques monétaires trop restrictives, le travail de révision des attentes bénéficiaires peut se poursuivre et s'intensifier. Ce n'est pas notre scénario aujourd'hui mais l'incertitude restera forte. **Finalement, sur les marchés, les taux souverains conditionneront encore cette année les autres classes d'actifs.**

Pour l'heure, nous trouvons donc de l'attractivité aux marchés obligataires les mieux notés, dans une logique de portage, mais restons défensifs sur nos expositions aux actions, avec une défiance toujours marquée pour les secteurs les plus « croissance ». **Nous conservons notre diversification géographique sur les Etats-Unis,** plus avancés dans le cycle et intégrons progressivement des positions sur les actifs émergents d'Asie qui pourraient connaître un retour des flux après plusieurs années de décollecte. **Dans nos allocations, nous corrigeons donc la nette sous sensibilité obligataire pour nous rapprocher de celle de nos indices, mais conservons un delta actions en retrait.**

Odile CAMBLAIN LE MOLLE, Responsable de la Gestion Diversifiée



LA FRANÇAISE
investing together

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Publication à caractère informatif, et non à caractère promotionnel, destinée aux clients professionnels au sens de la Directive MIF.

Éditée par La Française, Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 78 836 320 € - RCS PARIS 480 871 490.

La Française Asset Management - Société par Actions Simplifiée au capital de 17 696 676 € - RCS PARIS B 314 024 019 - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 97-076 (www.amf-france.org).

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et ne constituent pas un engagement contractuel du Groupe La Française. Ces appréciations sont susceptibles d'évoluer sans préavis dans les limites du prospectus qui seul fait foi. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française. www.la-francaise.com

Publication à caractère informatif, et non à caractère promotionnel, destinée aux clients professionnels au sens de la Directive MIF