



Perspectives d'investissement pour 2023

PRÉPAREZ-VOUS À L'ATERRISSAGE



BANQUE
INTERNATIONALE
À LUXEMBOURG

INTRODUCTION



Lionel De Broux

GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

À l'heure où les autorités monétaires continuent de resserrer leur politique, la question clé pour 2023 est de savoir si elles seront en mesure d'orchestrer un « atterrissage en douceur » pour leurs économies respectives.

L'année 2022 a été marquée par une inflation plus persistante que prévu, face à laquelle les banques centrales ont été contraintes de cesser de la qualifier de « temporaire » et de prendre des mesures résolues pour la ramener à leur objectif.

À l'heure où les autorités monétaires continuent de resserrer leur politique, la question clé pour 2023 est de savoir si elles seront en mesure d'orchestrer un « atterrissage en douceur » pour leurs économies respectives. Pour ceux d'entre vous qui ont vu le film « La Haine », comme le dit Vinz, « l'important, c'est pas la chute, c'est l'atterrissage », car tout au long de la chute, on se dit généralement que « jusqu'ici, tout va bien ». Dans le contexte actuel, un atterrissage en douceur de l'économie consisterait en une récession très modérée, caractérisée par une légère hausse du chômage et une baisse de la demande juste assez importante pour enrayer l'inflation. À l'inverse, dans un scénario d'« atterrissage brutal », une baisse de l'inflation ne pourrait être obtenue qu'au prix d'une récession de grande ampleur et d'une envolée du chômage.

Comme les conséquences d'un resserrement monétaire sur l'économie ne sont pas immédiates, les banques centrales pilotent non seulement en regardant dans le rétroviseur, mais aussi au jugé, en ce qu'elles doivent décider dans quelle mesure il est pertinent de continuer à durcir le ton alors que les mesures précédentes n'ont pas encore produit leur plein effet. Si elles ne se montrent pas suffisamment prudentes, elles risquent de trop resserrer leur politique, ce qui entraînerait un atterrissage brutal. À l'inverse, si elles changent de cap trop tôt, il pourrait en résulter un désancrage structurel des prévisions d'inflation à long terme, avec à la clé une possible spirale des prix, comme ce fut le cas dans les années 1970. Le message non-équivoque qui est ressorti du sommet de la Fed à Jackson Hole et des réunions du FMI cet automne est que les banques centrales doivent se garder d'assouplir prématurément leurs mesures de lutte contre l'inflation, sous peine de provoquer une récession douloureuse sans pour autant parvenir à enrayer durablement la hausse des prix.

...les banques centrales doivent se garder d'assouplir prématurément leurs mesures de lutte contre l'inflation, sous peine de provoquer une récession douloureuse sans pour autant parvenir à enrayer durablement la hausse des prix.

Au-delà de la forme que prendra concrètement l'atterrissage, 2023 pourrait offrir aux investisseurs des perspectives plus séduisantes que 2022.

Si les moteurs d'inflation ralentissent de manière convaincante, il sera moins nécessaire d'user des freins monétaires. La bonne nouvelle est que, de fait, l'inflation globale montre des signes de décélération aux États-Unis et semble proche d'un sommet en Europe. Aussi les banques centrales pourraient-elles lever le pied en continuant certes de relever leurs taux, mais de manière plus progressive, ce qui leur conférerait davantage de souplesse pour ajuster leur politique monétaire en fonction des données au fil des mois.

Somme toute, la question de savoir si l'atterrissage sera brutal ou non reste entière. Si la Fed n'est pas toujours parvenue à créer les conditions nécessaires à un atterrissage en douceur au cours des cycles de hausse des taux précédents, la vigueur de l'économie américaine devrait probablement suffire à éviter le scénario du pire. En Europe, la capacité des gouvernements à gérer efficacement la crise énergétique sera déterminante. Il est encourageant de constater que dans plusieurs pays émergents où les banques centrales avaient commencé à durcir leur politique bien plus tôt, l'activité économique n'a jusqu'ici pas fléchi, tandis que l'inflation commence à ralentir, le Brésil offrant un bon exemple à cet égard.

Au-delà de la forme que prendra concrètement l'atterrissage, 2023 pourrait offrir aux investisseurs des perspectives plus séduisantes que 2022. Au cours de l'année écoulée, les marchés ont dû faire face à une accélération de l'inflation, à une hausse expresse des taux d'intérêt et à une augmentation des rendements obligataires. Sous l'effet combiné de ces facteurs, les prix des actions ont chuté, et les actifs obligataires présents dans les portefeuilles n'ont en rien contribué à amortir le choc dans la mesure où la décorrélation traditionnelle entre actions et obligations n'a pas été observée. À l'horizon de la nouvelle année, pour aborder nos perspectives sous un jour positif, il semble que la tendance haussière sur ces trois fronts soit désormais appelée à ralentir. En outre, c'en est désormais fini des rendements négatifs et les obligations procurent de nouveau des revenus.

Néanmoins, l'agitation devrait selon nous persister dans les prochains mois, au vu de la volatilité engendrée par les données macroéconomiques et les communiqués des banques centrales alors qu'elles s'efforcent de trouver le bon dosage en matière de resserrement monétaire. Il convient également de noter que le resserrement des conditions financières s'accompagne d'une diminution du risque d'effets secondaires imprévus et indésirables. Dans ce contexte, nous maintenons une allocation d'actifs prudente à l'aube de la nouvelle année, tout en nous concentrant sur les opportunités susceptibles de se présenter au sein de l'univers obligataire. Cela dit, pour les investisseurs dont l'horizon de placement le permet, il est important de se rappeler que les replis cycliques peuvent être l'opportunité de renforcer des positions dans des entreprises de qualité affichant de solides perspectives à long terme.

Afin de nous affranchir de l'agitation des marchés, nous continuons en outre de nous concentrer sur les thèmes d'investissement à long terme, qui sont de nature structurelle. Il s'agit notamment de l'investissement durable, à l'heure où la crise de l'énergie en Europe souligne plus que jamais la nécessité de la transition vers une économie durable et où les États-Unis adoptent un projet de loi sans précédent en faveur des énergies propres, mais aussi de la numérisation, à mesure que nous nous orientons vers un monde plus intelligent et plus connecté, et de l'innovation dans le secteur de la santé, qui bénéficie à la fois de l'évolution démographique, d'une sensibilisation accrue et des progrès médicaux.

Nous examinerons plus en détail tous ces thèmes dans les pages suivantes, afin de vous apporter un éclairage plus circonstancié sur l'environnement d'investissement au cours de l'année à venir. Je conclus cet avant-propos en vous souhaitant de belles fêtes de fin d'année et en vous adressant, d'ores et déjà, tous mes vœux pour 2023.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Lionel De Broux', written in a cursive style.

Lionel De Broux
Group CIO, BIL

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

L'activité économique fléchit à l'échelle mondiale, sous l'effet à la fois du resserrement des conditions financières et du maintien d'un coût de la vie élevé.

L'activité économique fléchit à l'échelle mondiale, sous l'effet à la fois du resserrement des conditions financières et du maintien d'un coût de la vie élevé. En outre, l'économie chinoise – la deuxième du monde – est en plein ralentissement, tandis que la guerre continue de faire rage en Ukraine, aux portes de l'Europe. Face à toutes ces préoccupations, le moral des entreprises est en berne, sur fond de baisse des carnets de commandes et du commerce mondial depuis le début du quatrième trimestre, ce qui laisse craindre un affaiblissement de l'activité au cours des prochains mois. Dans ce contexte morose, le marché de l'emploi continue de détonner par sa vigueur, les entreprises se montrant pour l'heure réticentes à licencier, compte tenu des difficultés qu'elles avaient éprouvées à embaucher à l'issue de la pandémie, lorsqu'elles avaient été confrontées à la « Grande démission ».

Prévisions de croissance du FMI (%)

	2021	PRÉVISIONS OCTOBRE		PRÉVISIONS JUILLET		PRÉVISION PRINTEMPS	
		2022	2023	2022	2023	2022	2023
Monde	6,1	3,2	2,7	3,2	2,9	3,6	3,6
États-unis	5,7	1,6	1,0	2,3	1,0	3,7	2,3
Zone euro	5,3	3,1	0,5	2,6	1,2	2,8	2,3
Chine	8,1	3,2	4,4	3,3	4,6	4,4	5,1
Japon	1,6	1,7	1,6	1,7	1,7	2,4	2,3

Source: IMF World Economic Outlook, BIL

Les indices des directeurs d'achat (PMI) – considérés comme des indicateurs avancés fiables – sont tombés largement en dessous de 50, tant pour le secteur manufacturier que pour celui des services, ce qui laisse présager une contraction de l'économie.

PMI du secteur des services

	05/2022	06/2022	07/2022	08/2022	09/2022	10/2022	11/2022
JP Morgan Global	51,9	53,9	51,1	49,3	50	49,2	
États-unis	53,4	52,7	47,3	43,7	49,3	47,8	46,1
Zone euro	56,1	53	51,2	49,8	48,8	48,6	48,5
Chine (Caixin)	41,4	54,5	55,5	55	49,3	48,4	46,7
Japon	52,6	54	50,3	49,5	52,2	53,2	50,3
Marchés émergents	47,2	55,5	55,4	54,8	50,7	49,9	

PMI du secteur manufacturier

	05/2022	06/2022	07/2022	08/2022	09/2022	10/2022	11/2022
JP Morgan Global	52,3	52,2	51,1	50,3	49,8	49,4	48,8
États-unis	57	52,7	52,2	51,5	52	50,4	47,7
Zone euro	54,6	52,1	49,8	49,6	48,4	46,4	47,1
Chine (Caixin)	48,1	51,7	50,4	49,5	48,1	49,2	49,4
Japon	53,3	52,7	52,1	51,5	50,8	50,7	49
Marchés émergents	49,5	51,7	50,8	50,2	49,4	49,8	49,7

Source: S&P Global, Bloomberg, BIL



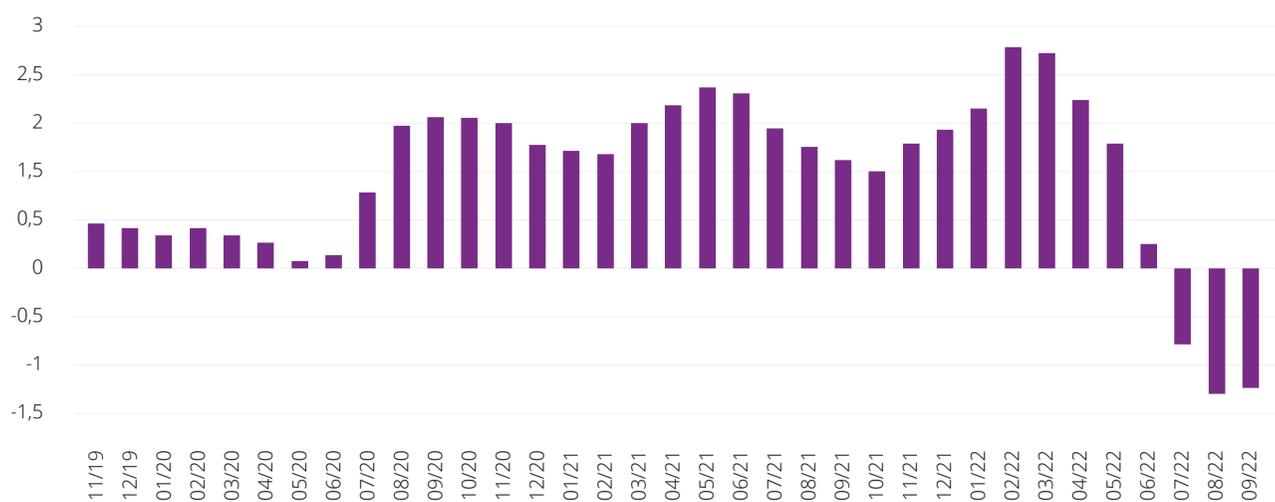
ÉTATS-UNIS

Pour que l'inflation continue de baisser vers l'objectif fixé, avec à la clé un atterrissage en douceur, il faudra à la fois que le marché de l'emploi se détende et que la consommation ralentisse.

L'économie américaine est restée globalement solide face au durcissement de la politique monétaire de la Fed, à l'aune du PIB du troisième trimestre, qui a dépassé les attentes à 2,6 %. Les indicateurs avancés laissent à penser que cette vigueur commence à décliner, ce qui n'est pas nécessairement une mauvaise nouvelle : chaque signe de vigueur persistante complique en effet la mission de la Fed d'enrayer l'inflation généralisée sans devoir amener ses taux à des niveaux qui rendraient un atterrissage brutal inévitable. Pour que l'inflation continue de baisser vers l'objectif fixé, avec à la clé un atterrissage en douceur, il faudra à la fois que le marché de l'emploi se détende et que la consommation ralentisse.

Le secteur immobilier, sensible aux taux d'intérêt, a été le premier à dévisser sous l'effet des mesures de resserrement agressives de la Fed. La flambée des taux hypothécaires¹, qui ont atteint plus de 7 %, a coupé court au boom que connaissait l'immobilier depuis une décennie outre-Atlantique. Cependant, dans la mesure où le secteur ne représente que 10 % environ du PIB, ce retournement de tendance ne semble pas devoir entraîner une récession de l'économie dans son ensemble. Quoi qu'il en soit, le sort du secteur immobilier dépendra dans une large mesure de la capacité de la Fed à orchestrer un atterrissage en douceur. Les prévisions tablent sur une baisse des prix d'au moins 10 % par rapport à leur sommet de juin sur l'année 2023, mais dans un scénario d'atterrissage brutal, le décrochage pourrait être beaucoup plus marqué. Dans l'intervalle, les prix de l'immobilier continuent d'augmenter dans la zone euro, quoiqu'à un rythme plus lent (voir l'Annexe).

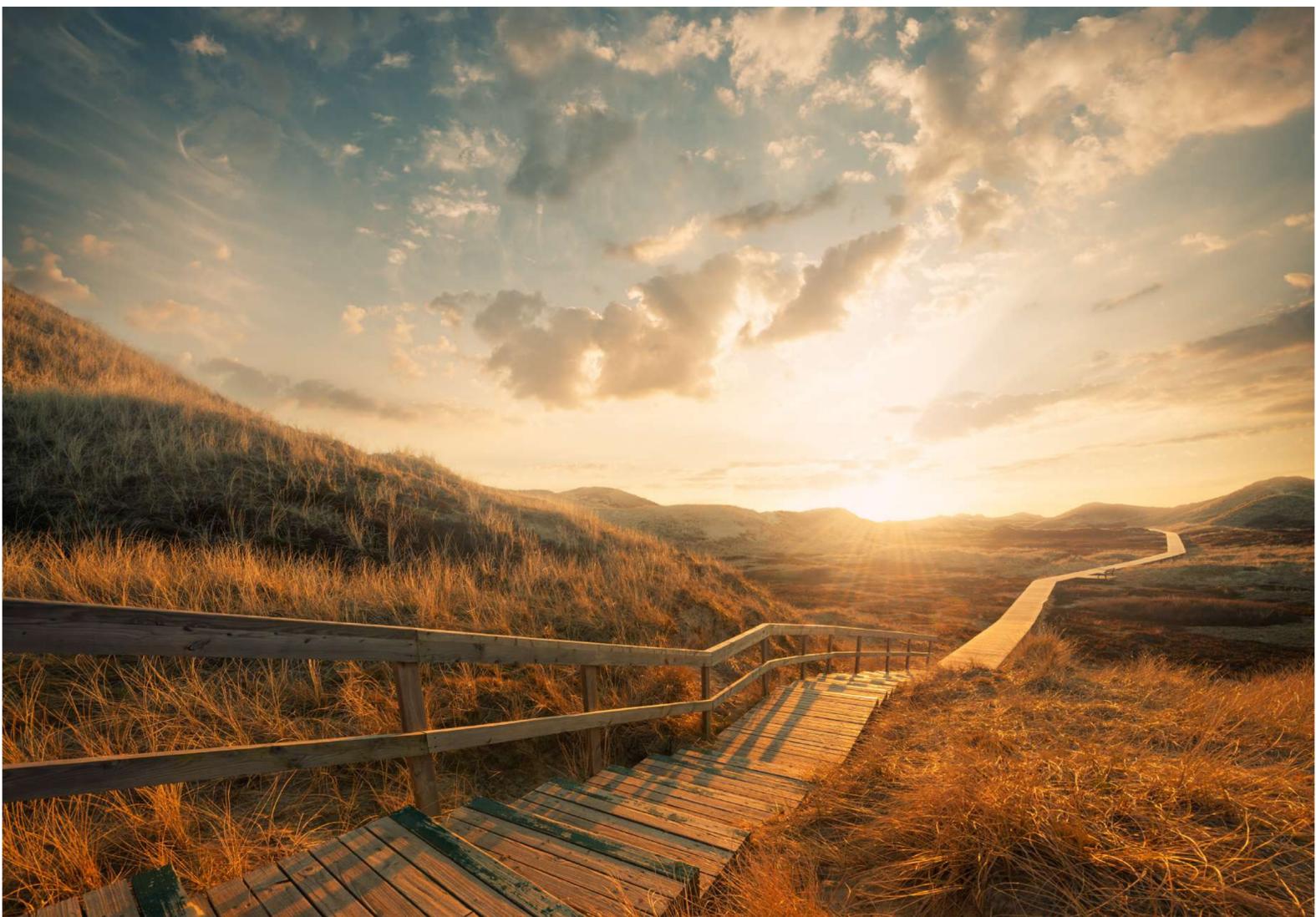
**Récession immobilière aux États-Unis :
Indice Case-Shiller des prix de l'immobilier dans 20 villes (% MoM)**



Source: Bloomberg, BIL

Les entreprises font état de difficultés croissantes dues à la hausse des coûts des matières premières, au resserrement des conditions financières et à une baisse de la demande...

Les PMI pointent désormais vers une baisse d'activité dans l'ensemble du secteur privé à brève échéance. Les entreprises font état de difficultés croissantes dues à la hausse des coûts des matières premières, au resserrement des conditions financières et à une baisse de la demande aussi bien sur les marchés domestiques que d'exportation – encore exacerbée sur ces derniers par la vigueur du dollar. Les indicateurs relatifs aux nouvelles ventes (dont la progression n'a jamais été aussi faible depuis 2009, hors confinements lors de la pandémie), l'augmentation des stocks et la baisse des carnets de commandes laissent craindre une récession du secteur manufacturier dans les prochains mois. Cependant, comme l'immobilier, le secteur manufacturier ne représente qu'une part relativement restreinte de l'économie, avec environ 11 % du PIB.

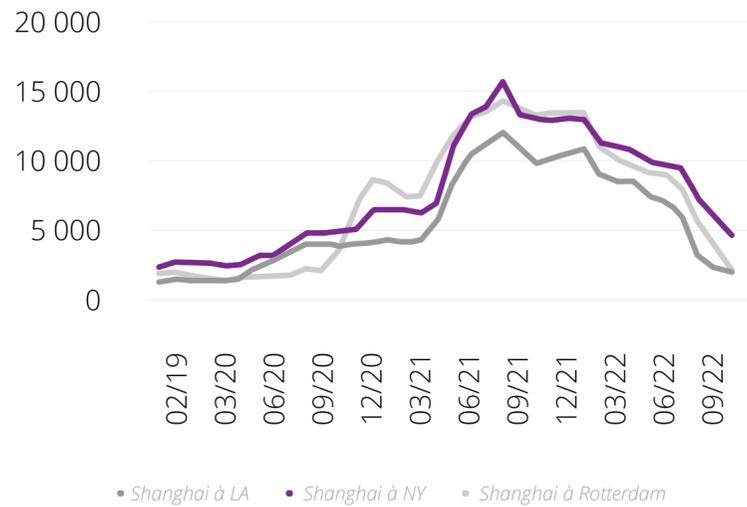


Les problèmes d'approvisionnement consécutifs à la pandémie se résorbent, ce qui se traduit par une baisse de l'inflation des coûts de production.

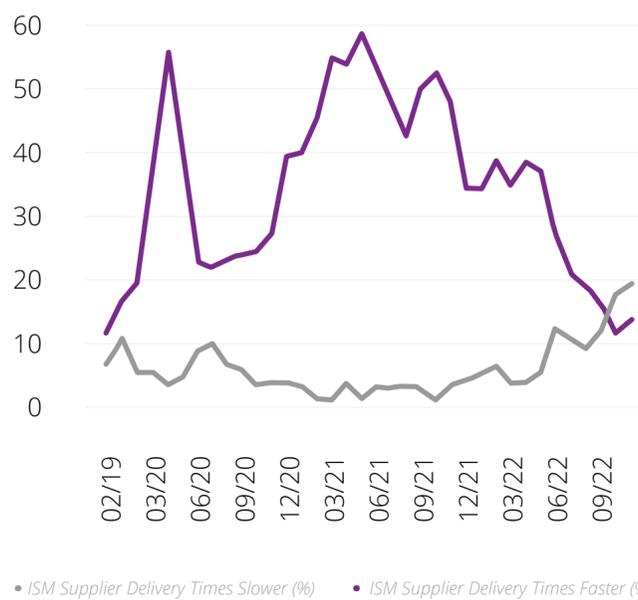
Point positif pour le secteur privé : les problèmes d'approvisionnement consécutifs à la pandémie se résorbent, ce qui se traduit par une baisse de l'inflation des coûts de production. En novembre, les hausses de prix pratiquées par les entreprises américaines ont été les plus faibles depuis plus de deux ans, certaines ayant même accordé des remises pour attirer les clients.

Points clés : Les problèmes d'approvisionnement se résorbent

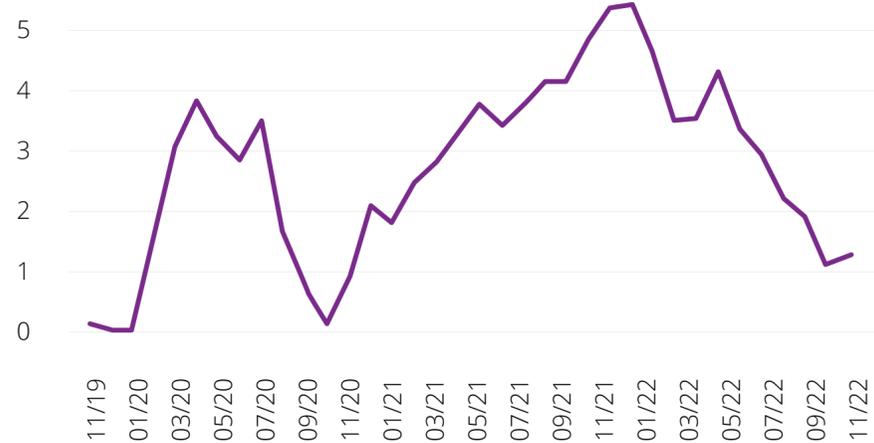
Coût d'expédition d'un conteneur de 40 pieds (USD)



Composante de l'indice ISM mesurant les délais d'approvisionnement



Indice de pression dans les chaînes d'approvisionnement selon la Fed de NY



Source: Bloomberg, NY Fed, ISM, BIL

Le sort de l'économie américaine dépend de la demande des consommateurs, sachant que la consommation des ménages représente environ deux tiers du PIB total.

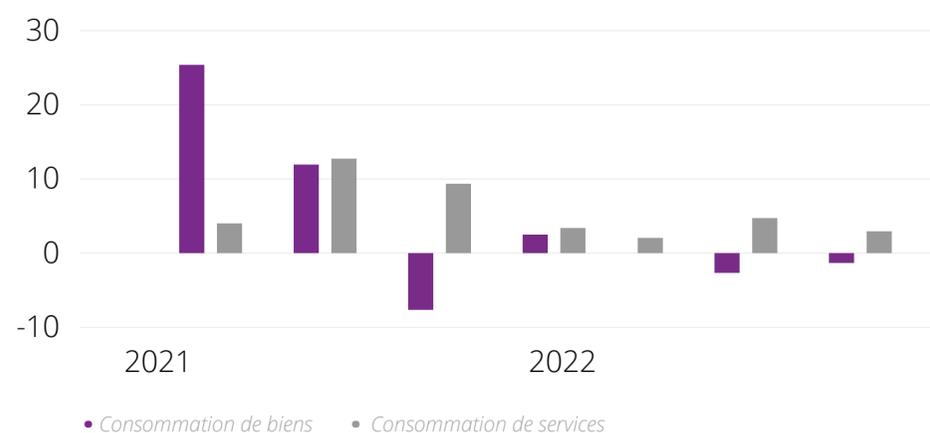
In fine, le sort de l'économie américaine dépend de la demande des consommateurs, sachant que la consommation des ménages représente environ deux tiers du PIB total. Si leur pouvoir d'achat baisse, les Américains continuent pour l'heure à dépenser.

En ce qui concerne les biens, la véracité du vieil adage selon lequel « le meilleur remède à des prix élevés, ce sont des prix élevés » a commencé à se vérifier dangereusement, si bien que les détaillants n'ont pas hésité à pratiquer des remises importantes pour écouler leurs excédents de stocks.

Toutefois, les services sont plus importants pour la croissance, dans la mesure où ils représentent environ deux tiers des dépenses de consommation dans des secteurs tels que ceux des voyages, des loyers et des soins de santé. Les consommateurs ont à cœur de rattraper le temps perdu durant la pandémie et, si nécessaire, ils n'hésitent pas pour ce faire à puiser dans les économies qu'ils ont accumulées. Cette demande refoulée a été parfaitement illustrée par le récent fiasco de la vente de billets pour la prochaine tournée de Taylor Swift : la demande a été si forte que le site Ticketmaster a saturé, la société ayant révélé par la suite qu'elle aurait pu « remplir 900 stades », tandis que les prix sur des sites de revente ont atteint plus de 20.000 dollars. Une preuve plus anecdotique en ce sens provient du secteur des voyages : malgré la hausse de près de 43 % des prix des billets d'avion l'an passé, les principales compagnies aériennes affirment ne pas voir de signes de ralentissement du boom des voyages qui s'est amorcé au sortir de la pandémie².

PIB AMÉRICAIN : croissance de la consommation (%)

Biens/Services



Source: Bureau of Labor Statistics, BIL

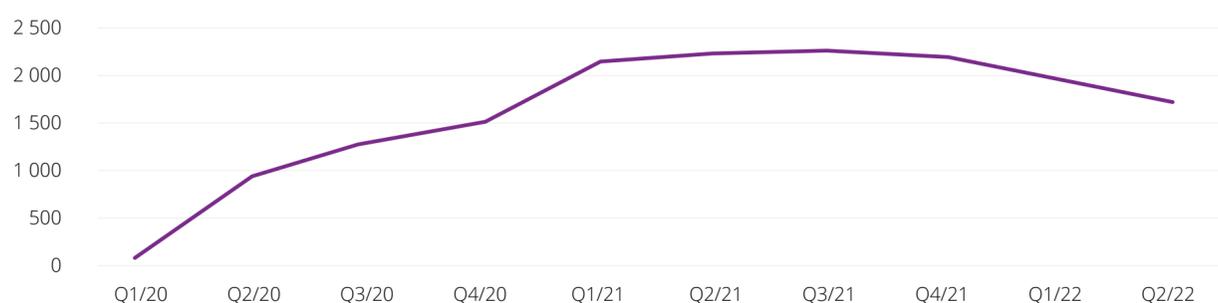
Les piliers qui soutiennent les dépenses des ménages américains semblent affaiblis. Il s'agit d'une part de l'excédent d'épargne accumulé durant la pandémie (encore accru par la suite par une série de mesures d'aide fiscales) et, d'autre part, de la vigueur du marché de l'emploi.

Un ralentissement de la consommation serait certainement une bonne nouvelle pour la Fed dans sa lutte contre l'inflation. Au vu de l'affaiblissement des piliers qui soutiennent les dépenses de consommation outre-Atlantique, on peut raisonnablement s'attendre à un léger recul (nous irions même jusqu'à parler de « repli certain ») de la demande au fil de 2023.

Ces piliers sont d'une part l'excédent d'épargne accumulé durant la pandémie (encore accru par la suite par une série de mesures d'aide fiscales) et, d'autre part, la vigueur du marché de l'emploi.

L'excédent d'épargne se résorbe progressivement désormais. En plus de puiser dans leur épargne, les consommateurs se servent aussi de leurs cartes de crédit, les dépenses effectuées par ce biais ayant augmenté de 38 milliards USD au troisième trimestre (pour atteindre un niveau proche de ceux enregistrés avant la pandémie, après avoir fortement baissé au début de la crise sanitaire). Jusqu'à présent, les taux de défaut de paiement sont faibles d'un point de vue historique, ce qui tend à démontrer que les consommateurs gèrent leurs finances prudemment face à la hausse des prix³.

Stock d'épargne excédentaire aux États-Unis (milliards USD)



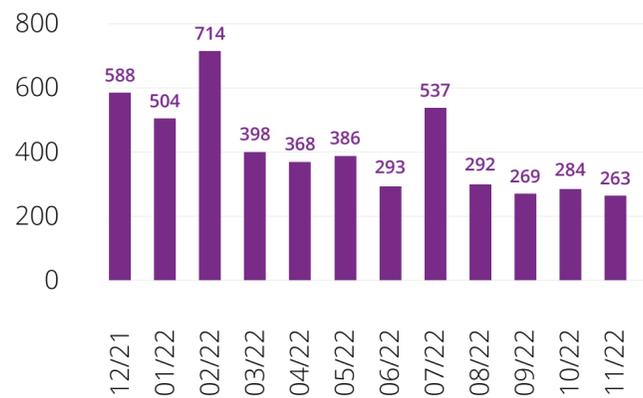
Source: US Federal Reserve, BIL

Le marché de l'emploi américain est resté incroyablement solide jusqu'à présent, avec un taux de chômage de 3,7%.

Le marché de l'emploi américain est resté incroyablement solide jusqu'à présent, avec un taux de chômage de 3,7 %, très proche de son plus bas des 50 dernières années (3,5 %). La vigueur persistante du marché de l'emploi présente un risque majeur pour la Fed et les prévisions d'inflation, en ce qu'elle pourrait engendrer de nouvelles pressions haussières sur les salaires – en novembre, le salaire horaire moyen a augmenté de 5,1 % en glissement annuel, soit une hausse près de deux fois supérieure à la moyenne enregistrée entre 2009 et 2020. James Bullard, le gouverneur de la Réserve fédérale de Saint-Louis, a récemment déclaré à cet égard : « Je pense que la grande solidité du marché de l'emploi nous permet de poursuivre notre stratégie de désinflation actuelle afin de juguler l'inflation, afin de ne pas reproduire ce qui s'est passé dans les années 1970, lorsqu'il avait fallu 15 ans au FOMC pour maîtriser l'inflation ».

Évolution des emplois non agricoles (en milliers)

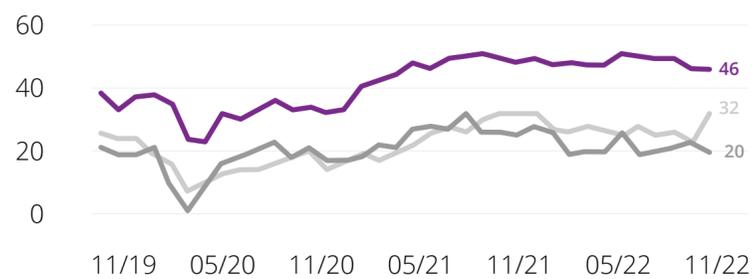
Bien qu'elle ralentisse, la croissance de l'emploi continue de créer la surprise (263 000 emplois ayant été créés, alors qu'on en attendait 200 000)



Enquête sur le marché de l'emploi de la NFIB (%)

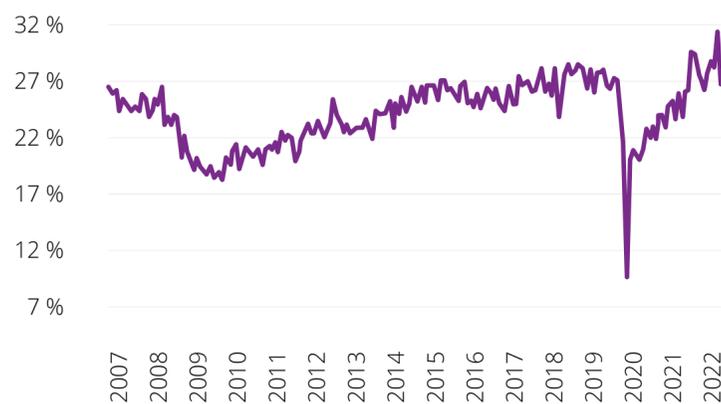


NFIB - Labour Market Survey



• NFIB - Plans d'embauche • NFIB - Postes difficiles à pourvoir • NFIB - Plans de compensation

Le nombre d'« inactifs » devenus chômeurs a atteint un record en août, et la tendance semble appelée à se poursuivre.

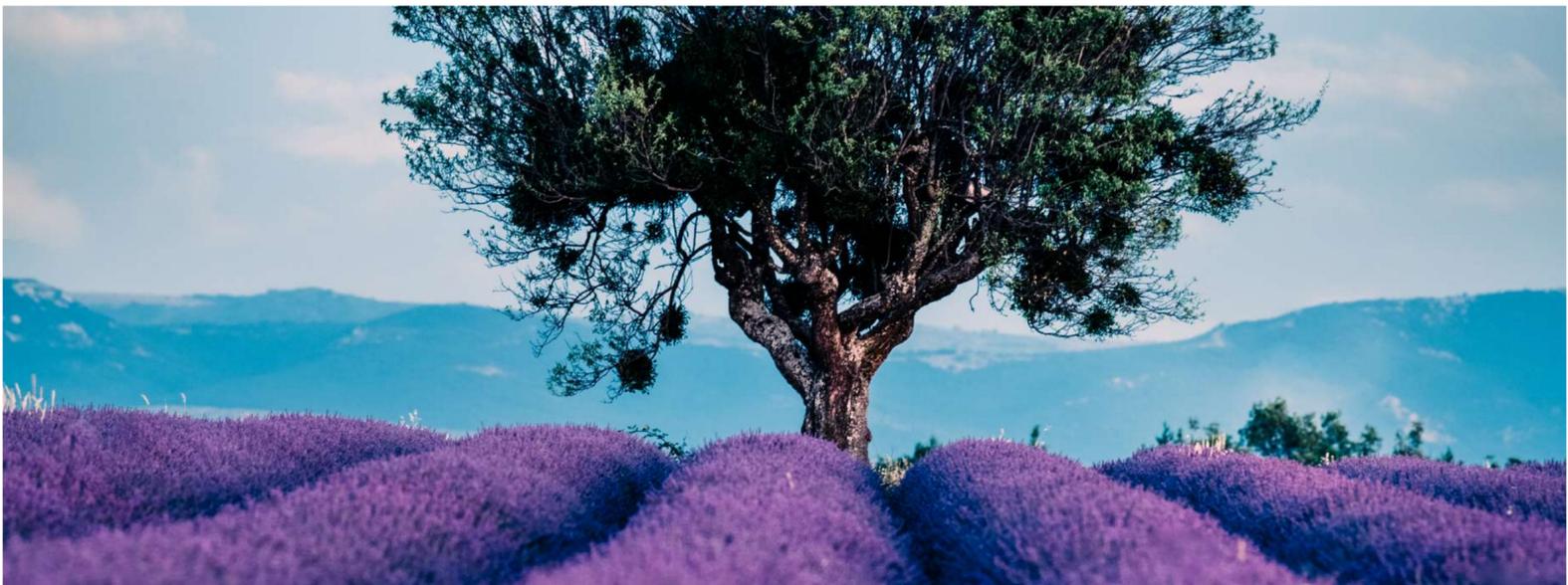


Source: Bloomberg, BIL

Le marché de l'emploi commence à montrer de légers signes d'essoufflement. Le ratio d'emplois vacants par rapport au nombre de chômeurs est passé de 1,9 à 1,7, mais il reste nettement plus élevé qu'avant la crise sanitaire (1,2).

Le fait que le marché de l'emploi commence à montrer de légers signes d'essoufflement est donc une relativement bonne nouvelle. Le nombre d'emplois vacants est passé de 10,7 à 10,3 millions en octobre, tandis que le taux de démission (un bon indicateur de la tension du marché) est tombé à son plus bas depuis mai 2021 – quoiqu'il reste supérieur aux niveaux d'avant la pandémie. Le ratio d'emplois vacants par rapport au nombre de chômeurs est passé de 1,9 à 1,7, mais il reste nettement plus élevé qu'avant la crise sanitaire (1,2). La demande de main-d'œuvre devrait selon nous continuer à ralentir à mesure que les entreprises du secteur privé réduisent leurs embauches en réponse à la baisse de la demande de leurs clients. Dans le même temps, l'offre de main-d'œuvre semble augmenter.

Bien que l'évolution soit encourageante, le marché de l'emploi doit encore montrer des signes « manifestes » de ralentissement, selon les propres termes de Jerome Powell, et la Fed a encore beaucoup à faire pour contrer les pressions inflationnistes qu'il génère. Dans un scénario d'« atterrissage en douceur », le taux de chômage pourrait atteindre 4,5 %, tandis que les entreprises devraient pouvoir éviter des licenciements en masse.



Si une récession est probable aux États-Unis, le repli sera selon nous limité et de courte durée.

À mesure que la Fed se rapproche de son taux terminal et que le resserrement monétaire commence à produire ses effets sur l'économie, une récession paraît somme toute probable outre-Atlantique. Cependant, au vu de la relative vigueur de la conjoncture et de la solidité persistante du marché de l'emploi à l'heure où la contraction s'amorce, mais aussi compte tenu de leur indépendance énergétique, les États-Unis semblent à même de faire face à un resserrement monétaire plus marqué. Aussi pensons-nous que le repli sera limité et de courte durée. Les bilans des banques sont solides et il est moins probable en l'état actuel des choses qu'un ralentissement économique affecte notablement l'activité de prêt – caractéristique propre à une récession financière et à un choc systémique. Selon nous, la contraction de l'économie devrait davantage peser sur les maillons les plus fragiles dans les différents secteurs : les entreprises et les consommateurs présentant un endettement excessif.

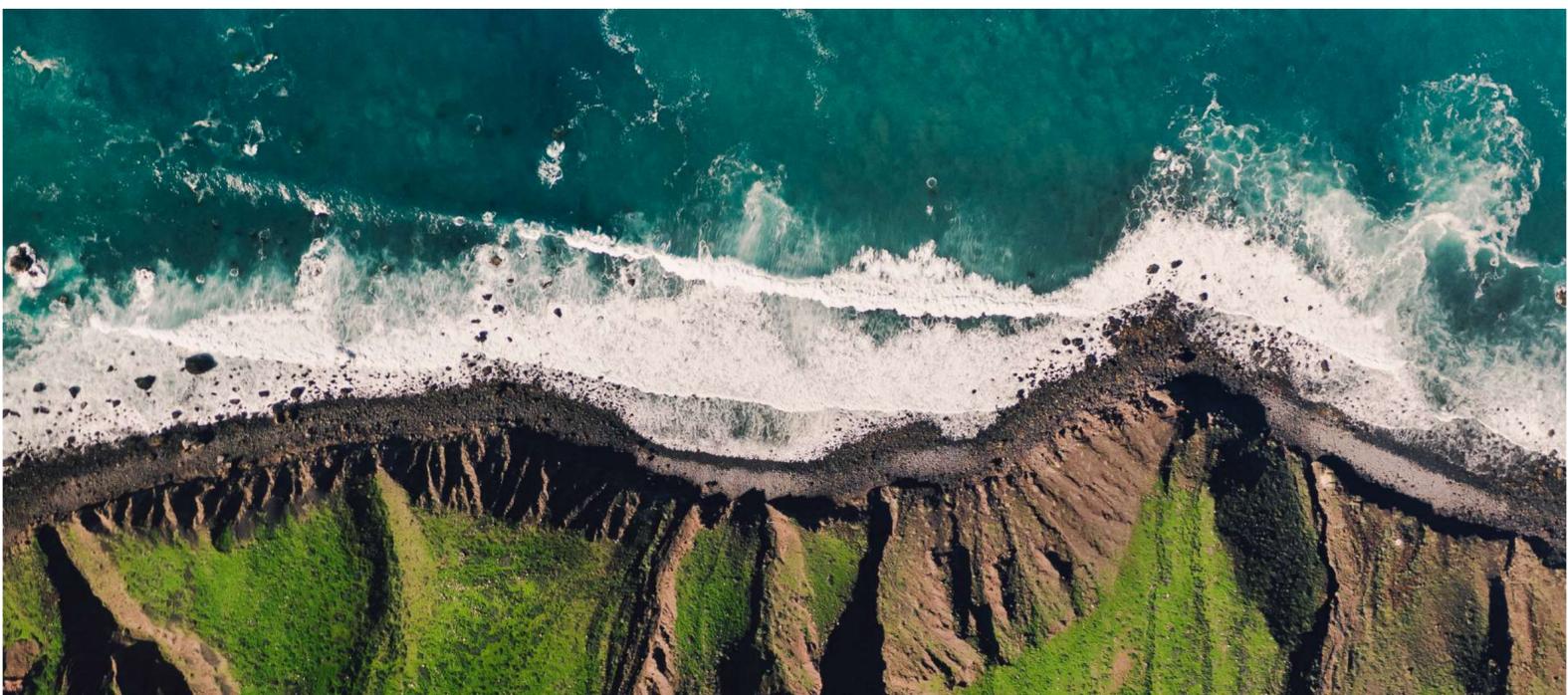
EUROPE

La zone euro se trouve probablement déjà en récession – une situation qui devrait persister au premier trimestre 2023. Tout rebond éventuel susceptible d'intervenir en 2023 sera minime.

La croissance dans la zone euro est tombée à 0,3 % au troisième trimestre, de sorte que la région est désormais probablement en récession – situation qui devrait persister au premier trimestre 2023. Dans la mesure où la contraction devrait concerner toutes les composantes de la demande et l'ensemble des pays, il ne faut guère s'attendre à un rebond en 2023, la Commission européenne tablant sur une croissance de 0,3 % sur l'ensemble de l'année et de 1,5 % en 2024.

Le principal handicap de la zone euro est sa dépendance vis-à-vis des importations de pétrole et de gaz. Les prix élevés de l'énergie, à l'heure où la région s'efforce de s'affranchir de l'emprise russe en la matière, pèsent lourdement sur les secteurs à haute intensité énergétique (à tel point que l'activité industrielle devrait plomber le PIB au quatrième trimestre) et attisent l'inflation. La mise à l'arrêt pour maintenance de 26 des 56 centrales nucléaires françaises n'arrange en rien la situation dans la mesure où le pays, qui est habituellement un exportateur net d'énergie, se trouve de fait relégué au rang d'importateur net. La bonne nouvelle est que des accords sur salaire ont été conclus avec les collaborateurs de 18 centrales dont le redémarrage était retardé par des mouvements sociaux.

Si les gouvernements des pays de l'UE ont pris des mesures efficaces pour remplacer le gaz russe par du gaz naturel liquéfié (GNL), ils ne sont pas parvenus pour autant à combler totalement la brèche. La mise en place d'unités flottantes de stockage et de regazéification, plus communément appelées terminaux gaziers flottants, va ainsi permettre à l'Europe d'accroître sa capacité d'importation de GNL de 49,55 milliards de mètres cubes par an. Mais cela ne représente qu'une part des 155 milliards de mètres cubes de gaz russe importés en 2021. Cependant, il est également prévu d'augmenter les autres importations par pipeline et d'accroître la capacité de production



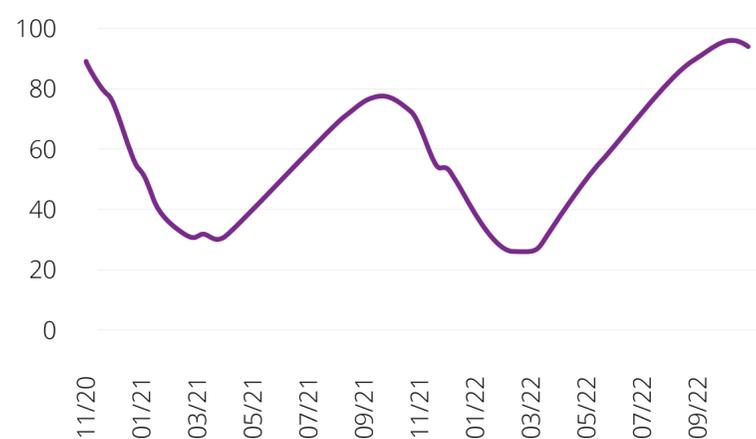
d'énergies renouvelables, parallèlement à une diminution de la demande en gaz. L'urgence consiste désormais à construire des terminaux flottants, l'Allemagne prévoyant d'en fournir cinq d'ici la fin 2023.

En définitive, le scénario du pire – celui d'un rationnement de l'énergie cet hiver – devrait être évité, les réserves de gaz étant quasiment pleines, tandis que les températures clémentes retardent la mise en marche des installations de chauffage. Cependant, le problème n'a été que différé, et il ne manquera pas de se poser à nouveau lorsqu'il s'agira de reconstituer les stocks en prévision de l'hiver 2023, sachant que l'Europe ne pourra pas s'approvisionner en gaz auprès de la Russie et que, dans le contexte de la réouverture de l'économie chinoise, la concurrence sur le front des importations de GNL sera intense. À l'heure où l'Europe amorce sa transition énergétique, la crise de l'énergie qu'elle connaît est appelée à durer non pas des mois, mais des années.

Production d'électricité nucléaire de la France Production journalière moyenne en mégawatts



Niveaux des stocks de gaz européens (% de remplissage)

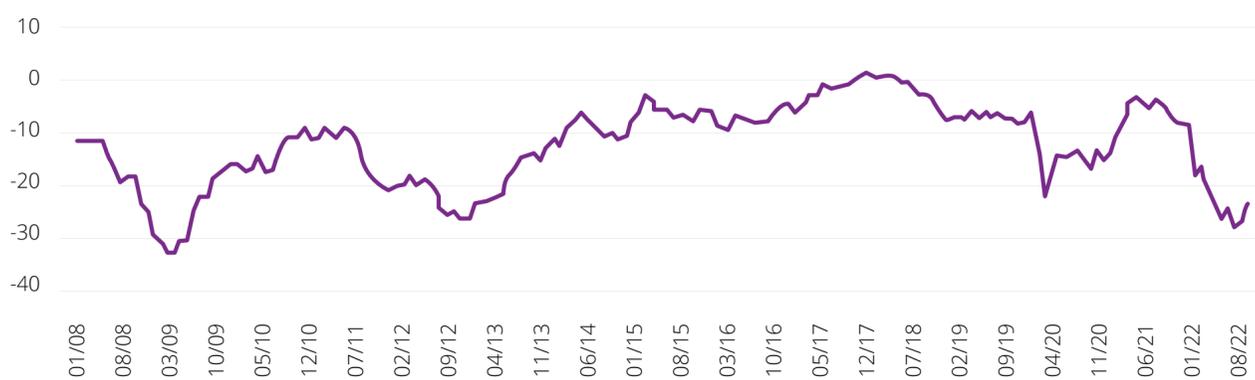


Source: Bloomberg, BIL

En ce qui concerne la consommation, l'inflation érode le pouvoir d'achat et pèse lourdement sur la confiance des consommateurs. Les mesures prises par les gouvernements pour protéger les ménages ont apporté un certain soulagement, mais globalement, le sentiment des consommateurs reste au plus bas, en deçà même des niveaux enregistrés lors de la crise de la dette dans la zone euro.

Dans ce contexte, si l'on peut s'attendre à ce que le niveau d'épargne baisse (quoique dans une moindre mesure qu'aux États-Unis compte tenu de la capacité d'épargne excédentaire relativement limitée des ménages européens à revenus modérés) et bien que de nombreux ménages soient protégés de l'impact immédiat de la hausse des taux d'intérêt par suite de l'augmentation de la proportion de prêts hypothécaires à taux fixe ces dernières années, les dépenses ne devraient pas notablement progresser à court terme, tandis que la consommation va probablement continuer de baisser au quatrième trimestre, même si l'inflation commence à se stabiliser.

Confiance des consommateurs dans la zone euro

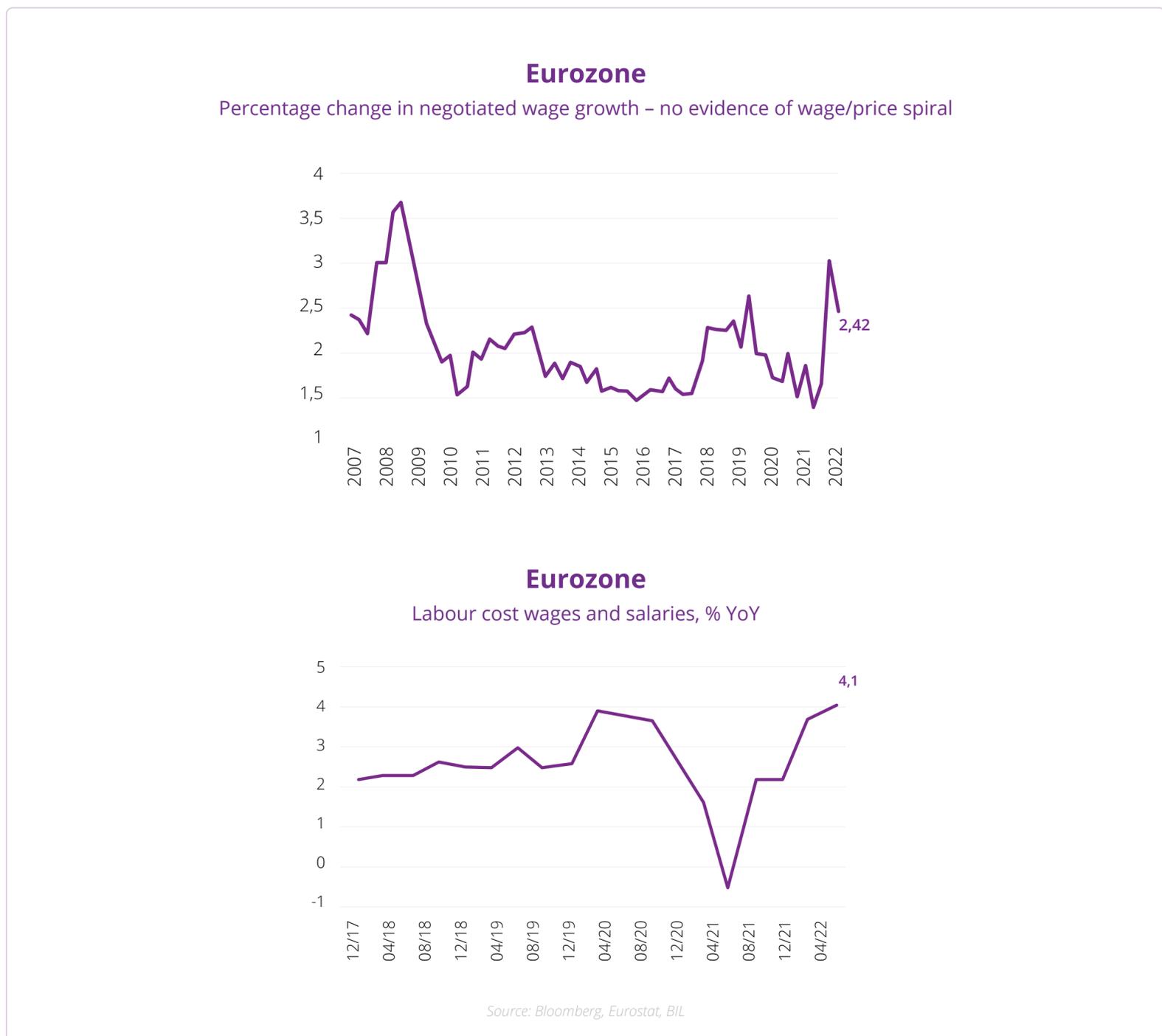


Source: Bloomberg, BIL



Dans la zone euro, bien que les salaires aient progressé à un rythme supérieur à la moyenne en 2022 et devraient continuer d'enregistrer une forte croissance, cela ne compensera que partiellement la perte de pouvoir d'achat.

Là encore, le seul point positif parmi des données par ailleurs moroses est le marché de l'emploi, qui soutient (sans pour autant doper) les revenus des ménages. Bien que le chômage soit à un plancher historique (6,5 %), nous n'observons pas de boucle de rétroaction importante entre les salaires et l'inflation. Comme l'a fait remarquer le commissaire européen Paolo Gentiloni dans les Prévisions économiques pour l'automne, bien que les salaires aient progressé à un rythme supérieur à la moyenne en 2022 et devraient continuer d'enregistrer une forte croissance, cela ne compensera que partiellement la perte de pouvoir d'achat.



...l'économie européenne pourrait ne pas connaître un atterrissage aussi brutal que d'aucuns le craignaient il y a encore quelques mois.

Globalement, les accords salariaux négociés jusqu'à présent restent limités et s'étendent sur plusieurs années. À titre d'exemple, le principal syndicat allemand, IG Metall, a récemment conclu un accord prévoyant des hausses de salaire nettement inférieures au taux d'inflation alors en vigueur en Allemagne (11,6 %), de l'ordre de 5,2 % l'an prochain et 3,3 % en 2024 (plus deux primes forfaitaires de 1.500 EUR).

Cependant, la BCE ne peut pas se permettre de se reposer sur ses lauriers, sachant que l'inflation à deux chiffres dans la zone euro induit des risques accrus d'effets de second tour sur les salaires.

Pour conclure sur une note plus positive, comme le montrent les graphiques ci-dessous, la dissipation du spectre d'un rationnement de l'énergie, conjuguée aux premiers effets des mesures prises par les gouvernements pour atténuer l'impact de la hausse des coûts des services publics et à l'espoir croissant d'une stabilisation prochaine de l'inflation, dans le sillage des États-Unis, a permis d'enrayer la perte de confiance des ménages. En outre, la région est appelée à bénéficier de la réouverture de l'économie chinoise (qui représente un marché d'exportation clé pour de nombreux secteurs européens).



À la lumière de tous ces éléments, bien qu'une récession semble désormais inévitable cet hiver, l'économie européenne pourrait ne pas connaître un atterrissage aussi brutal que d'aucuns le craignent il y a encore quelques mois. En outre, dans la mesure où les politiques macroprudentielles mises en œuvre dès 2008 ont permis d'éviter un endettement excessif des ménages, elle est mieux armée pour faire face au repli qui s'amorce. Pour l'heure, la qualité des actifs détenus par les banques de la zone euro ne semble pas s'être notablement détériorée au premier semestre 2022, malgré un net assombrissement des perspectives économiques⁵.



CHINE

La Chine reste confrontée à des problèmes structurels inhérents à son marché immobilier, à une demande intérieure ternie due à la politique zéro Covid et à une baisse de la demande extérieure dans un contexte de ralentissement macroéconomique mondial.

À plus long terme, les perspectives de l'économie chinoise semblent plus prometteuses : alors que les autres pays auront déjà atterri, ou amorceront leur descente à partir des sommets atteints dans le contexte du Covid au second semestre 2023, la Chine, elle, se préparera au décollage.

On avait autrefois coutume de dire que lorsque les États-Unis éternuaient, le reste du monde s'enrhumait. On pourrait dire la même chose aujourd'hui de la Chine, qui, avec une population de quelque 1,4 milliard d'habitants, représente un marché clé pour un large éventail de secteurs à l'échelle mondiale – des matériaux à l'industrie, des biens de consommation aux marques de luxe et de l'automobile aux technologies.

Son économie n'a enregistré une croissance que de 3,9 % au troisième trimestre (contre 4,9 % au cours de la même période l'an passé), après n'avoir progressé que de 0,4 % au deuxième. À court terme, la Chine reste confrontée à des problèmes structurels inhérents à son marché immobilier, à une demande intérieure ternie due à la politique zéro Covid et à une baisse de la demande extérieure dans un contexte de ralentissement macroéconomique mondial.

Si les ajustements apportés aux protocoles de gestion des risques liés au Covid ont insufflé un regain d'optimisme aux investisseurs. Les données en provenance d'autres économies asiatiques laissent à penser que la croissance restera probablement faible au cours du trimestre suivant la réouverture, sur fond de hausse des cas de Covid et de prudence accrue.

Le fait encourageant est qu'avec une inflation de 1,6 %, en deçà donc de l'objectif annuel de 3 % fixé par les autorités, la Chine fait clairement exception dans le cycle de resserrement monétaire en cours. Les secteurs bénéficiant des politiques gouvernementales devraient se montrer les plus résilients au cours des prochains mois, à l'image du secteur automobile, au sein duquel les exonérations fiscales sur les achats ont dopé les ventes. Dans le même temps, les mesures de relance budgétaire (par le biais des infrastructures et des directives données par la Banque populaire de Chine aux banques d'accorder des prêts destinés à la mise à niveau des équipements) se sont répercutées sur la production de biens d'équipement.

À plus long terme, les perspectives de l'économie chinoise semblent plus prometteuses : alors que les autres pays auront déjà atterri, ou amorceront leur descente à partir des sommets atteints dans le contexte du Covid au second semestre 2023, la Chine, elle, se préparera au décollage.

INFLATION

Il y a tout lieu de croire que l'inflation a atteint son pic au niveau mondial.

L'inflation sous-jacente, hors énergie et alimentation, n'atteindra pas un sommet avant un moment encore, en raison des effets différés de la flambée des prix de l'énergie sur la chaîne d'approvisionnement élargie...

Il y a tout lieu de croire que l'inflation a atteint son pic au niveau mondial. L'espoir est en effet permis en ce qui concerne l'inflation globale : outre la baisse des coûts des matières premières et des prix en sortie d'usine, conjuguée à la résorption des goulets d'étranglement sur les chaînes d'approvisionnement, les banques centrales sont en passe de bénéficier d'importants effets de base. Au nombre des facteurs encourageants, l'IPC global s'inscrit déjà en baisse dans des pays émergents comme le Brésil, la Thaïlande et le Chili, dont les banques centrales avaient été parmi les premières à resserrer leur politique monétaire.

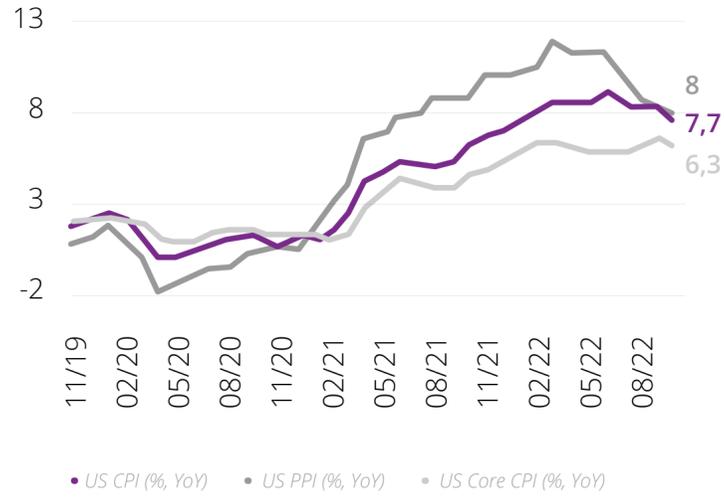
Aux États-Unis, les marchés se sont réjouis de la baisse de l'IPC, qui est tombé à 7,7 % en octobre – sa plus faible progression sur 12 mois depuis janvier –, tandis que dans la zone euro, le chiffre de novembre, qui a chuté à 10 % en glissement annuel, a mis fin à une série de « plus hauts historiques » qui avait débuté en novembre 2021.

Si l'on veut bien voir le verre à moitié plein, il existe des signes tangibles laissant augurer d'une poursuite du ralentissement de l'inflation. L'effet désinflationniste du désengorgement des chaînes d'approvisionnement est appelé à durer, l'IPI chinois s'inscrit en baisse et les prévisions d'inflation à long terme restent solidement ancrées, tandis que le ralentissement de la demande incite de nombreuses entreprises à consentir des remises.

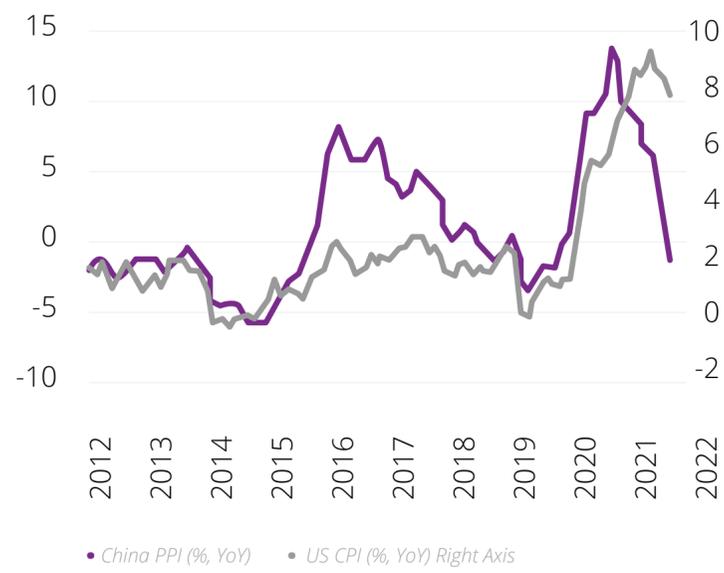
Cependant, l'inflation sous-jacente, hors énergie et alimentation, n'atteindra pas un sommet avant un moment encore, en raison des effets différés de la flambée des prix de l'énergie sur la chaîne d'approvisionnement élargie, mais aussi du fait que l'inflation s'est propagée à des catégories où l'inertie est plus importante, comme les coûts du logement et les salaires. Comme nous l'avons souligné dans la section consacrée aux perspectives macroéconomiques, aucune baisse ne sera constatée dans ces domaines tant que la consommation (notamment dans le secteur des services) et le marché de l'emploi ne ralentiront pas. En Europe, les développements dans le secteur de l'énergie pourraient entraîner une nouvelle hausse des prix, et donc attiser l'inflation.

Tout est une question de prévisions, or en la matière, les banques centrales veulent se garder de vendre la peau de l'ours avant de l'avoir tué, sachant que les consommateurs ne tarderont pas à revoir leurs anticipations à la hausse en cas de revers ou si l'inflation n'est pas ramenée rapidement à un niveau proche de l'objectif fixé.

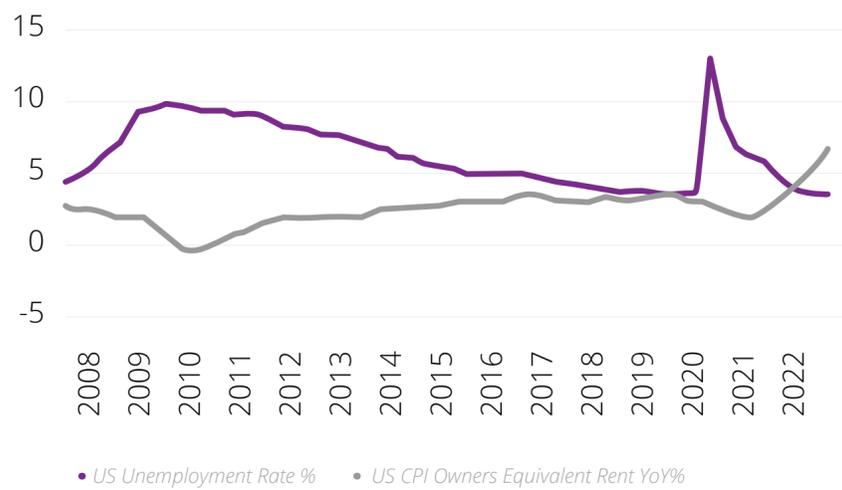
Inflation aux États-Unis



Évolution comparée de l'IPP chinois et de l'IPC américain

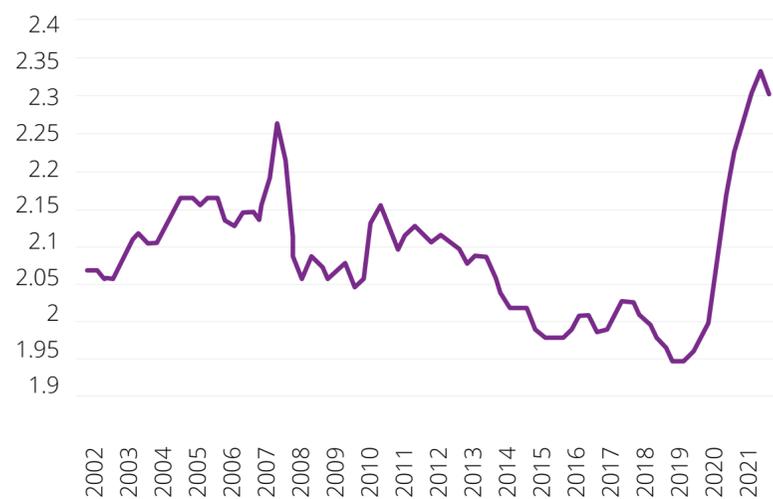


Les loyers sont étroitement liés au marché de l'emploi

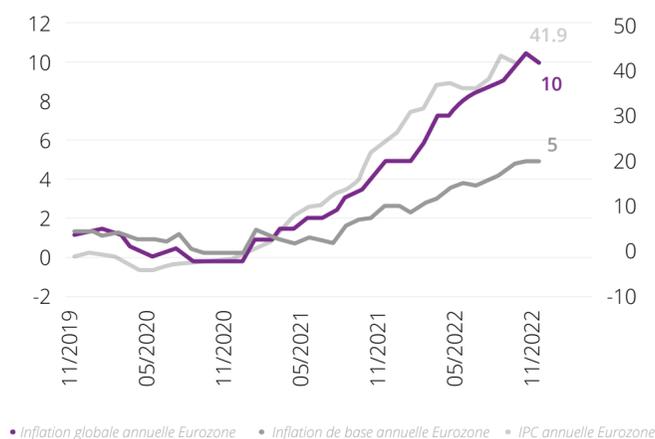


Source: Bloomberg, NY Fed, Bureau of Labor Statistics, BIL

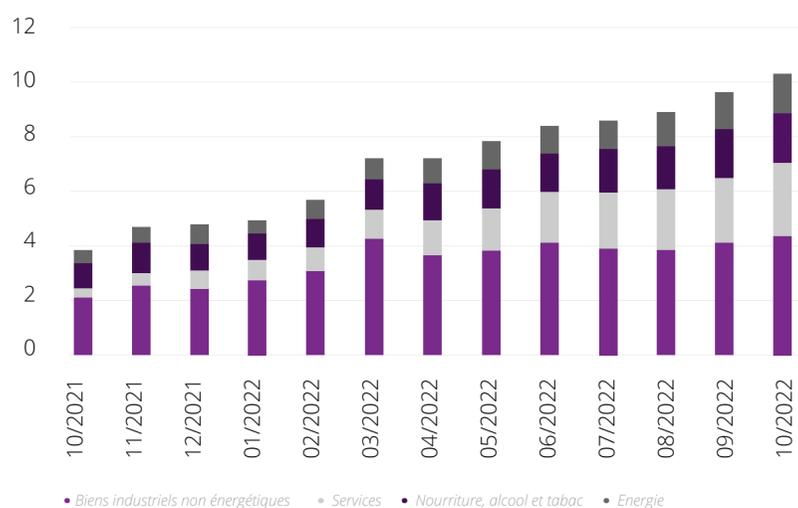
Prévisions du consensus de la Réserve fédérale américaine en matière d'inflation (combinaison de 21 indicateurs)



Inflation dans la zone euro (%)



L'inflation s'est propagée au-delà du secteur l'énergie : Contributions de l'IPCH de la zone euro à l'inflation annuelle en points de pourcentage



Source: Bloomberg, NY Fed, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, BIL

BANQUES CENTRALES

Courant 2023, les pressions inflationnistes devraient s'atténuer pour faire place à des craintes quant à la croissance, et il sera alors temps de relâcher les freins monétaires. Cependant, ni les banques centrales ni les marchés ne peuvent déterminer avec précision quand ce moment viendra.

Pour compliquer encore la situation, les opérateurs entendent regarder au-delà du resserrement et se concentrer sur l'assouplissement qui finira par intervenir, ce qui se traduit par une détente des conditions financières, renforçant ainsi la probabilité qu'il soit nécessaire de continuer à relever les taux pendant une période prolongée.

Pendant la majeure partie de l'année 2022, l'agitation sur les marchés financiers a principalement été le fait des taux d'intérêt, domaine dans lequel la Réserve fédérale américaine a joué le rôle de chef d'orchestre. Courant 2023, les pressions inflationnistes devraient s'atténuer pour faire place à des craintes quant à la croissance, et il sera alors temps de relâcher les freins monétaires. Cependant, ni les banques centrales ni les marchés ne peuvent déterminer avec précision quand ce moment viendra. Les autorités monétaires doivent décider dans quelle mesure il convient de resserrer encore leur politique alors que les tours de vis précédents continuent de produire leurs effets, à des rythmes variables, sur les différents secteurs. Si elles ne font pas attention, elles risquent de resserrer à l'excès les conditions monétaires, accentuant ainsi la probabilité d'un atterrissage brutal. En revanche, si elles relâchent trop rapidement les rênes, il y a tout lieu de craindre un désancrage des anticipations d'inflation à long terme, ce qui entraînerait un cercle vicieux autoalimenté.

Pour compliquer encore la situation, les opérateurs entendent regarder au-delà du resserrement et se concentrer sur l'assouplissement qui finira par intervenir, ce qui se traduit par une détente des conditions financières, renforçant ainsi la probabilité qu'il soit nécessaire de continuer à relever les taux pendant une période prolongée.

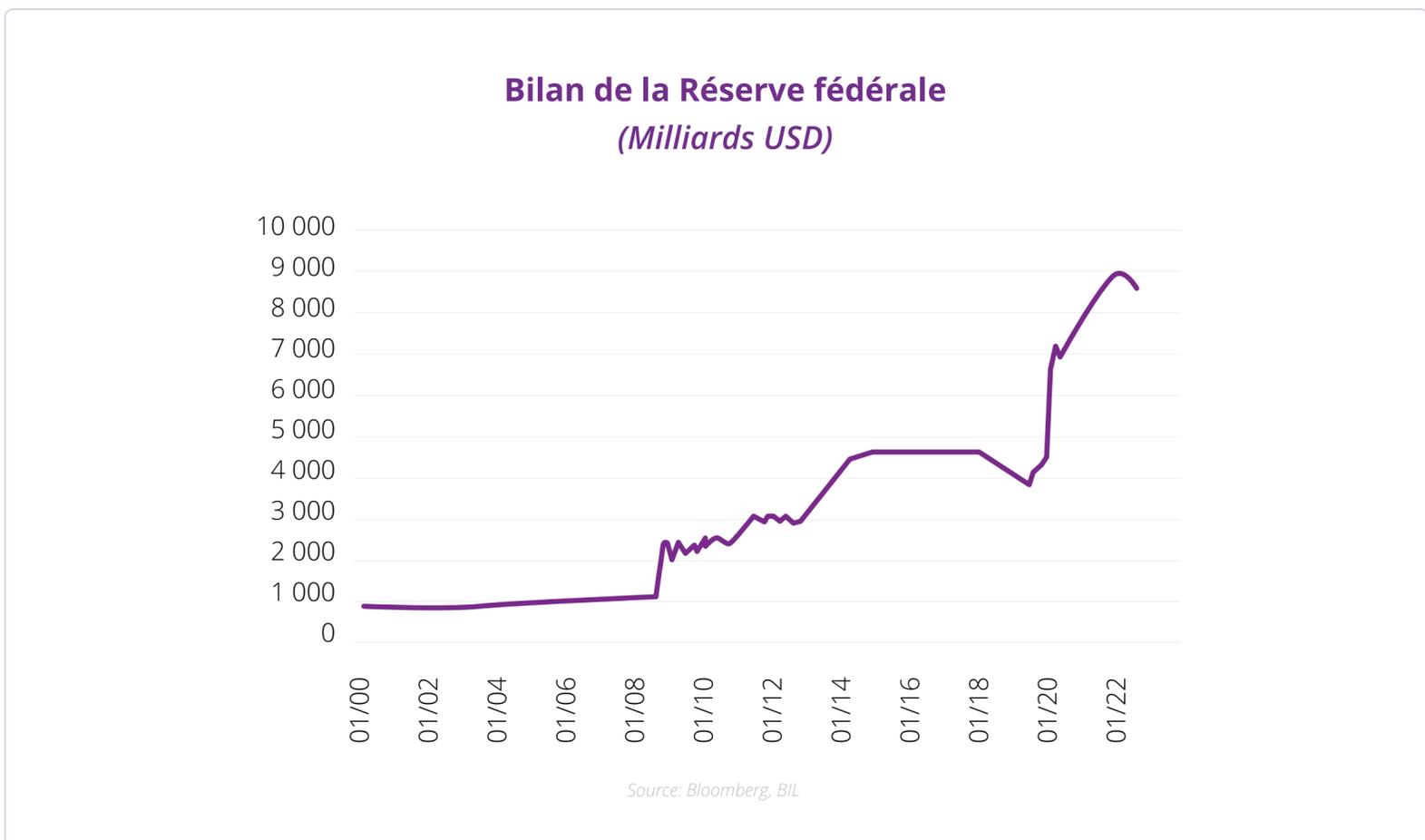


FED

Depuis mars, la Fed a relevé son taux directeur de 425 points de base (pour le porter à 4,25-4,50 % aujourd'hui) et, selon nous, elle ne devrait pas tarder désormais à mettre fin à son cycle de resserrement monétaire, sachant que son taux terminal (que nous anticipons aux alentours de 5 %) devrait être atteint à la fin du premier trimestre ou au début du deuxième.

Dans un contexte de baisse de l'IPC, le procès-verbal de la dernière réunion de la Fed a révélé qu'une « large majorité » de ses membres avait estimé qu'il serait « bientôt opportun » de ralentir le rythme des hausses de taux. De fait, cela permettrait à la Fed de mieux ajuster ses décisions en fonction de l'évolution des données macroéconomiques (réduisant ainsi le risque d'atterrissage brutal).

En plus de lever le pied sur les hausses de taux, la Fed allège également son bilan, qui s'établit à 9.000 milliards USD, à un rythme soutenu (de 60 milliards USD par mois maximum pour ce qui est des bons du Trésor et de 35 milliards USD pour les titres adossés à des emprunts hypothécaires). L'impact a jusqu'ici été limité.



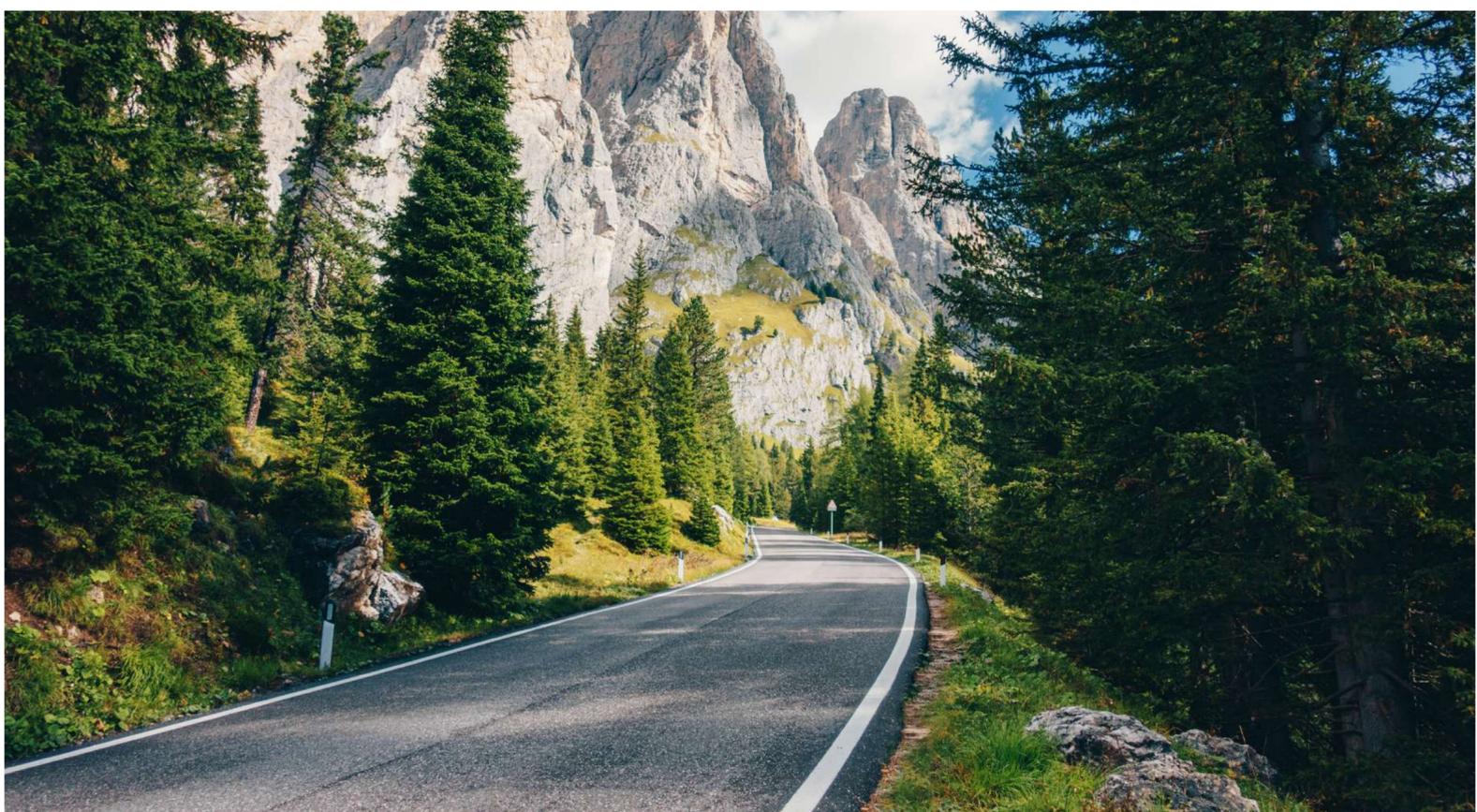
BCE

Ici en Europe, la BCE a relevé son taux directeur à 1,50 %. Selon toute vraisemblance, elle devrait maintenant passer en pilotage automatique jusqu'à l'approche de son taux terminal, que nous attendons à 3 % et qui devrait selon nous être atteint vers la mi-2023. Ses derniers communiqués semblent indiquer qu'elle va continuer à resserrer sa politique même en cas de récession économique, ce qui pourrait impliquer qu'elle amène ses taux en territoire restrictif (concept vague qui, selon la perception générale, voudrait que le taux de dépôt augmente bien au-delà de 2 %).

S'il est possible que le marché sous-estime l'ampleur du resserrement de la BCE, celle-ci ne s'appuie pas uniquement sur les taux d'intérêt pour juguler l'inflation.

S'il est possible que le marché sous-estime l'ampleur du resserrement de la BCE, celle-ci ne s'appuie pas uniquement sur les taux d'intérêt pour juguler l'inflation. Elle a également modifié les conditions de prêts TLTRO pour un montant global de plus de 2.000 milliards EUR, et devrait annoncer les modalités de son resserrement quantitatif lors de sa réunion du 15 décembre. La question clé est de savoir si elle choisira de vendre purement et simplement des actifs ou si elle adoptera une approche moins agressive en ne réinvestissant pas les produits des obligations arrivant à échéance (nous privilégions pour l'heure la deuxième hypothèse).

En ce qui concerne les divergences de politique monétaire, nous pensons qu'elles se feront moins sentir sur les marchés obligataires au cours de ce cycle de hausse des taux. En effet, la BCE n'a que quelques mois de retard sur la Fed et, selon nous, elle cessera de relever ses taux peu de temps après son homologue américaine, préférant miser sur la réduction de son bilan pour restreindre la liquidité.



OBLIGATIONS

...l'incertitude en la matière incite à la prudence et à la patience vis-à-vis des actifs de qualité inférieure (c.-à-d. à haut rendement). Mieux vaut se tourner vers les obligations de qualité, qui ont tendance à surperformer de manière plus constante lorsque les banques centrales cessent de relever leurs taux.

...avons-nous commencé à accroître progressivement notre exposition à la duration et à réduire notre sous-pondération des obligations core des pays développés.

Bien que l'on puisse s'attendre à une certaine volatilité, le rendement allemand à 10 ans devrait selon nous s'établir aux alentours de son niveau actuel fin 2023, et son pendant américain à environ 3,5 %.

Le marché obligataire a dû réapprendre cette année à se passer de support par suite de la réduction, voire du retrait, des mesures de soutien budgétaires et monétaires. Les conséquences en sont désormais bien connues et peuvent être qualifiées d'historiques : pour la première fois depuis 150 ans, aussi bien les obligations à long terme que les actions américaines ont perdu plus de 10 %.

Au vu des pertes enregistrées cette année, certains auront du mal à se tourner à nouveau vers les actifs obligataires, qui, des décennies durant, ont séduit les investisseurs en tant que source de revenus et de stabilité au sein des portefeuilles. Pourtant, 2023 s'annonce sous un jour très différent de 2022 et, à l'heure où les difficultés commencent à se dissiper, les valorisations à l'aube de la nouvelle année plaident selon nous en faveur des obligations.

L'attention alternera en 2023 entre deux thèmes : d'une part la « récession » et d'autre part les « taux terminaux ». Si 2022 a été caractérisée par une croissance solide et résiliente, une inflation forte et persistante et le durcissement de la politique des banques centrales, 2023 devrait s'inscrire dans un contexte radicalement différent, marqué par une baisse de la croissance, un recul de l'inflation et l'arrêt des hausses de taux. Les investisseurs doivent-ils se focaliser sur le ralentissement de l'économie, chauffée à blanc, contexte dans lequel les actifs cycliques tels que les actions et les titres à haut rendement sont généralement à la peine, ou plutôt sur la fin du cycle de hausse des taux, perspective somme toute de bon augure ?

La réponse à cette question dépend en définitive de l'ampleur du repli à venir. Pour l'heure, l'incertitude en la matière incite à la prudence et à la patience vis-à-vis des actifs de qualité inférieure (c.-à-d. à haut rendement). Mieux vaut se tourner vers les obligations de qualité, qui ont tendance à surperformer de manière plus constante lorsque les banques centrales cessent de relever leurs taux.

Tant qu'il n'apparaîtra pas plus clairement que le cycle de hausse des taux touche à sa fin et que nous ne saurons pas avec plus de certitude si l'atterrissage de l'économie s'effectuera de façon brutale ou en douceur, il conviendra de privilégier les revenus. Or aucune classe d'actifs n'est plus indiquée pour ce faire que les obligations de qualité.

Les obligations à duration longue affichant de faibles prix devraient briller.

...conseillons-nous à ceux qui choisissent d'investir dans des obligations à haut rendement de s'en tenir aux titres présentant la meilleure qualité.

Aussi avons-nous commencé à accroître progressivement notre exposition à la duration et à réduire notre sous-pondération des obligations core des pays développés. Les bons du Trésor américain à 10 ans offrent désormais un rendement de 3,68 % (contre 1,6 % début 2022), tandis qu'en Europe (où il n'y a pas lieu de prendre en compte des coûts de couverture du risque de change), le rendement du Bund à 10 ans s'établit à 2 % – ce qui marque là aussi une nette amélioration par rapport aux niveaux négatifs du début d'année. Bien que l'on puisse s'attendre à une certaine volatilité, le rendement allemand à 10 ans devrait selon nous s'établir aux alentours de son niveau actuel fin 2023, et son pendant américain à environ 3,5 %.

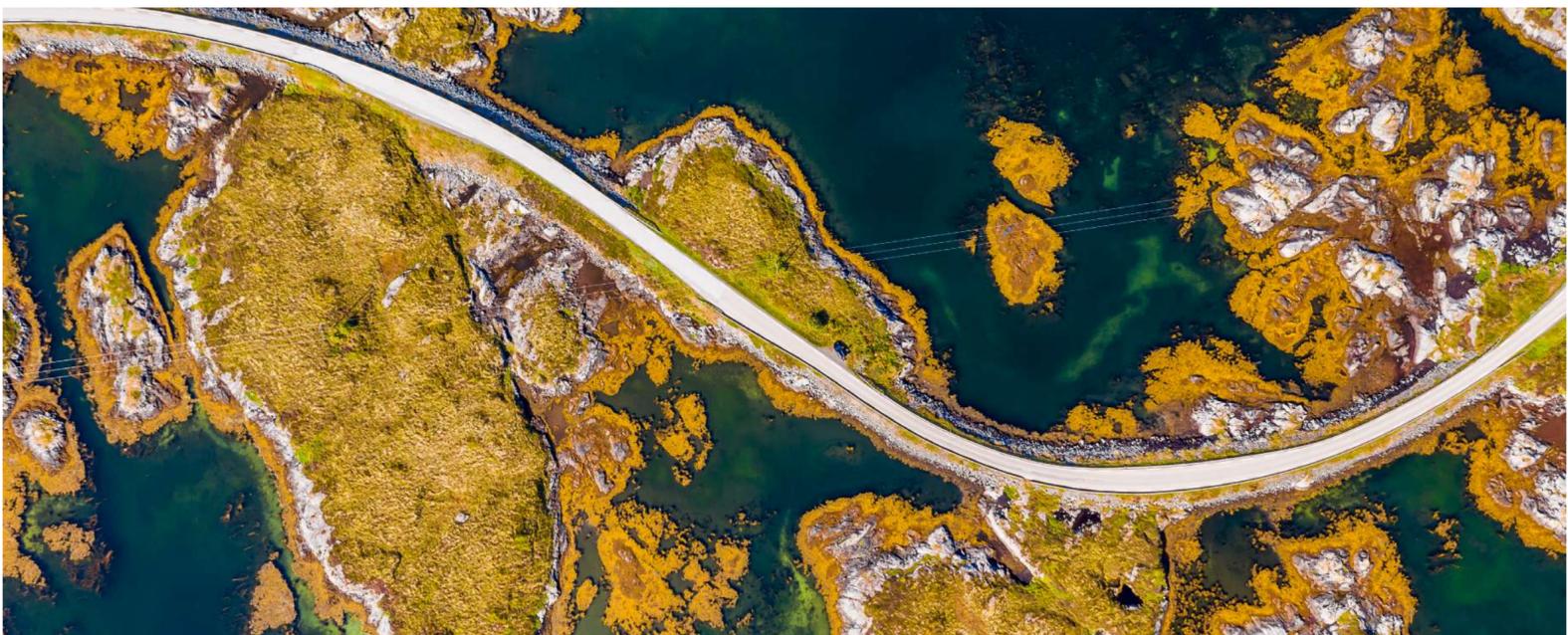
En Europe, nous privilégions les obligations core par rapport à celles des pays périphériques. D'autre part, nous anticipons une hausse de l'offre (l'Allemagne prévoit d'accroître son endettement net de 45 milliards EUR l'an prochain, contre 17 milliards EUR en 2022), une détérioration de la situation macroéconomique et la mise en œuvre d'un cycle de resserrement quantitatif par la BCE.

Nous identifions également des opportunités attrayantes dans le segment investment grade, qui offre un point d'entrée intéressant à la faveur de l'élargissement des spreads et de la hausse des taux sans risque : à la veille de 2023, le rendement moyen des obligations IG européennes ressort à 3,7 % – son plus haut niveau depuis 2012 –, offrant ainsi aux investisseurs une solide protection contre une possible contraction économique, tant du point de vue absolu que relatif. Les obligations IG américaines affichent des perspectives tout aussi séduisantes avec un rendement de 5,16 % – sans précédent depuis 2009.

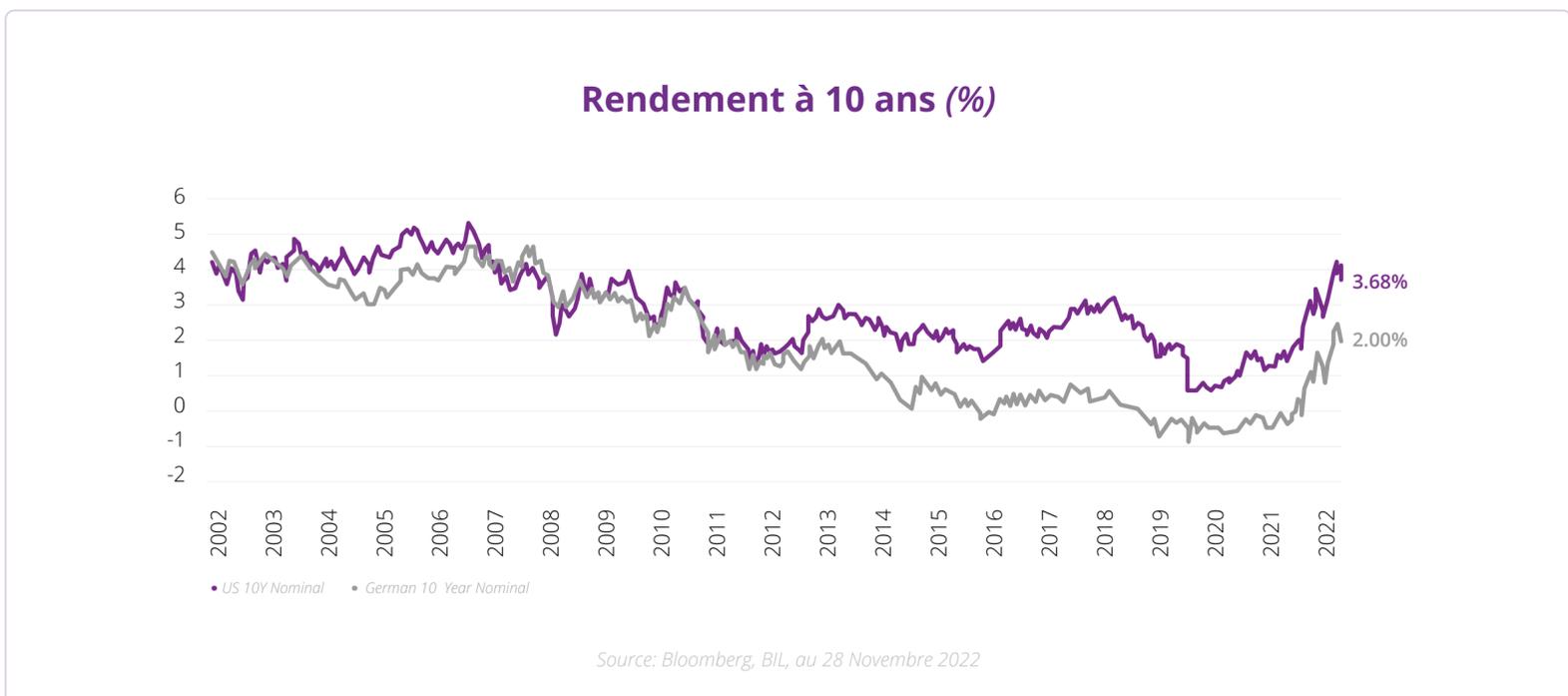
Selon nous, le crédit européen devrait générer des rendements excédentaires positifs, assortis d'un léger resserrement des spreads, tout au long de l'année prochaine. Cependant, les premiers mois de 2023 pourraient encore être marqués par des niveaux de volatilité relativement élevés, car d'importants risques subsistent, notamment en ce qui concerne l'ampleur de la récession en Europe et la trajectoire de l'inflation dans ce contexte, mais aussi l'évolution de la politique des banques centrales et la faiblesse des bénéfices des entreprises. Néanmoins, le crédit IG devrait gagner en attrait à la faveur de spreads et de rendements attrayants en comparaison historique. Les obligations à duration longue affichant de faibles prix devraient briller. En revanche, les spreads du haut rendement et des prêts pourraient encore s'élargir face à la multiplication des craintes de récession.

Le resserrement quantitatif (c'est-à-dire la réduction des bilans des banques centrales) pourrait toutefois inquiéter les investisseurs. En effet, maintenant que les banques centrales ont décidé de cesser d'acheter des obligations, qui va prendre leur place ? Dans la mesure où il n'existe que peu de précédents historiques en la matière, pour ne pas dire aucun, il est difficile de prédire l'impact d'un tel resserrement. Néanmoins, la dynamique de la demande pourrait s'avérer positive en 2023, ce pour plusieurs raisons : si les investisseurs sous-pondèrent encore les obligations, les rendements qu'offre aujourd'hui la classe d'actifs devraient selon nous les convaincre de réviser leur point de vue (de fait, l'offre abondante actuellement sur les marchés trouve aisément preneur, avec un ratio de couverture moyen de 2,7x). En outre, l'effet TINA qui avait poussé les investisseurs à délaisser les obligations au profit des actions s'est estompé et les flux d'investissement observés dans ce contexte devraient s'inverser en 2023.

En ce qui concerne le haut rendement, les volumes d'émissions sont restés très faibles au second semestre 2022, car les entreprises n'avaient qu'un accès limité au marché, ou ont préféré attendre que la volatilité s'atténue. Cette offre très restreinte a notamment eu pour effet de fausser les prix et, selon nous, les spreads actuels ne reflètent pas pleinement l'ensemble des risques fondamentaux auxquels ces entreprises sont exposées. Bien qu'il soit peu probable que nous soyons confrontés à un mur de refinancement en 2023, la question pourrait revêtir davantage d'importance au fil de l'année. Si le climat économique devait être moins favorable au deuxième semestre (en cas d'atterrissage brutal), le marché primaire du haut rendement pourrait rester fermé (comme lors des récessions précédentes) et, même si le marché est pleinement fonctionnel, les coûts de refinancement seront relativement élevés à en juger par le rendement moyen offert par les émetteurs high yield au regard des coupons des titres en circulation. Aussi conseillons-nous à ceux qui choisissent d'investir dans des obligations à haut rendement de s'en tenir aux titres présentant la meilleure qualité.



Ces inquiétudes se feront moins sentir s'agissant des émetteurs IG, dans la mesure où ils conservent généralement un accès au marché même lors des périodes de troubles. En outre, la plupart des entreprises IG semblent être bien financées, de sorte que l'on peut s'attendre à ce qu'elles soient moins actives sur le marché primaire. L'activité de fusions-acquisitions, souvent financée par l'émission de nouvelles obligations, devrait ralentir l'an prochain, de concert avec la dynamique économique.



Bien que nous soyons très peu exposés à la dette émergente pour l'instant, nous privilégions les emprunts d'État (en devises fortes) par rapport aux obligations d'entreprises. Les rendements des emprunts d'État émergents ont atteint quelque 8 %, leur plus haut niveau depuis près de 20 ans (en dehors de la crise financière de 2008), pour une durée légèrement plus élevée. Dans le même temps, les obligations d'entreprises affichent un taux de défaut sans précédent depuis 20 ans (7 %), en grande partie du fait de la présence d'entreprises russes et de sociétés immobilières chinoises au sein de l'indice. Si le marché de la dette privée émergente reste peu actif, avec un volume d'émissions de seulement 15 milliards USD depuis début octobre, le marché des emprunts d'État émergents est, lui, très animé.

ACTIONS

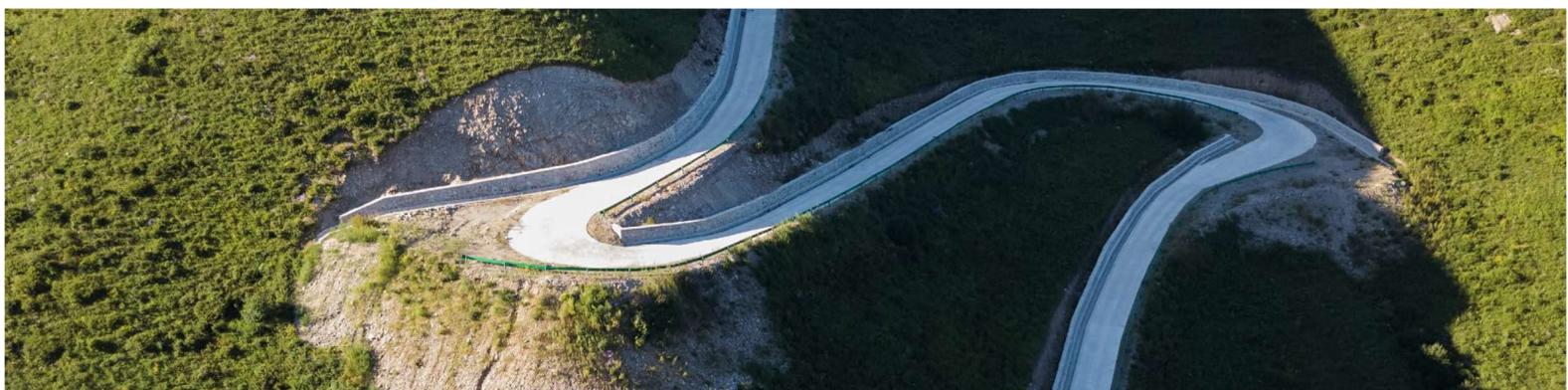
Le thème « TINA » (There Is No Alternative), favorable aux actions, a laissé place à l'approche « TARA » (There Are Reasonable Alternatives), qui fait moins la part belle à la classe d'actifs, dans un contexte marqué qui plus est par une forte inflation, des taux d'intérêt élevés et en hausse et la perspective d'un ralentissement économique de part et d'autre de l'Atlantique

Si nous détenons bel et bien des actions, nous privilégions clairement la qualité, en mettant l'accent sur les entreprises qui offrent une bonne visibilité sur leurs bénéfices futurs et disposent d'un important pouvoir de fixation des prix.

Nous assistons actuellement à un changement de régime sur les marchés, avec la fin de la politique d'argent bon marché qui a prévalu pendant une décennie. Le thème « TINA » (There Is No Alternative), favorable aux actions, a laissé place à l'approche « TARA » (There Are Reasonable Alternatives), qui fait moins la part belle à la classe d'actifs, dans un contexte marqué qui plus est par une forte inflation, des taux d'intérêt élevés et en hausse et la perspective d'un ralentissement économique de part et d'autre de l'Atlantique. Tous ces facteurs augurent de vents contraires pour les actions et justifient notre choix d'une sous-pondération à l'approche de 2023.

Si nous détenons bel et bien des actions, nous privilégions clairement la qualité, en mettant l'accent sur les entreprises qui offrent une bonne visibilité sur leurs bénéfices futurs et disposent d'un important pouvoir de fixation des prix. Du point de vue géographique, nous maintenons notre préférence pour les actions des États-Unis, dans la mesure où le contexte macroéconomique y est plus solide. Néanmoins, nous commençons à réduire notre sous-pondération de l'Europe (quoiqu'avec prudence compte tenu des incertitudes macroéconomiques élevées et de la crise de l'énergie). Les actions européennes sont 30 % moins chères que leurs homologues américaines, de sorte qu'elles sont moins susceptibles d'engendrer des déceptions en termes de bénéfices, sachant que la plupart des mauvaises nouvelles sont déjà intégrées dans les cours.

Les perspectives s'amélioreront au second semestre 2023, lorsque les contraintes politiques commenceront à se dissiper et que les prévisions de bénéfices auront baissé davantage. À terme, la réouverture de l'économie chinoise pourrait également donner de l'allant aux actions mondiales, notamment celles des secteurs cycliques.



BÉNÉFICES ET VALORISATIONS

Les anticipations commencent enfin à être revues à la baisse, les analystes tablent désormais sur une croissance modeste du BPA, de l'ordre de 2,9 % aux États-Unis et de 2,3 % en Europe, pour 2023. Pour autant, ces chiffres restent trop optimistes à nos yeux, et nous n'excluons pas la possibilité qu'ils basculent en territoire négatif

Si cela semble être le cas pour les obligations, les prix des actions continuent de refléter un optimisme excessif, ce qui laisse craindre des déceptions.

L'évolution des bénéfices, au regard de la hausse des taux d'intérêt, du ralentissement de la croissance et du maintien d'une forte inflation, sera l'un des facteurs déterminants du comportement des marchés en 2023. La contraction des marges des mégacapitalisations est déjà sur toutes les lèvres : si l'on exclut les cinq plus grandes entreprises américaines, les marges nettes de ces sociétés sont en effet passées de 12,9 % à 12,2 % au cours de l'été, tandis que celles des cinq premières entreprises sont passées de 23,8 % à 16,9 %. Les marges devraient globalement continuer à baisser, avant de se stabiliser en 2023, lorsque les réductions de coûts commenceront à porter leurs fruits (plusieurs sociétés informatiques ont déjà réduit leurs effectifs en réponse à la baisse de leurs bénéfices et de leurs marges).

Tout au long de 2022, les prévisions de bénéfices sont allées à l'encontre du pessimisme ambiant sur le front macroéconomique, s'inscrivant en hausse de 4,4 % en glissement annuel aux États-Unis depuis la fin de l'été, et de pas moins de 22 % en Europe. Les anticipations commencent enfin à être revues à la baisse, les analystes tablent désormais sur une croissance modeste du BPA, de l'ordre de 2,9 % aux États-Unis et de 2,3 % en Europe, pour 2023. Pour autant, ces chiffres restent trop optimistes à nos yeux, et nous n'excluons pas la possibilité qu'ils basculent en territoire négatif (aussi bien aux États-Unis qu'en Europe) au premier semestre.

En Europe, les révisions à la baisse des prévisions bénéficiaires ont jusqu'ici principalement concerné le secteur de l'énergie. Celui-ci a été le principal moteur des bénéfices cette année, grâce aux prix élevés du pétrole et du gaz. À la veille de 2023, les prix du pétrole s'inscrivent en baisse par rapport à leurs sommets, en raison de la perspective d'une récession (modérée) tant aux États-Unis qu'en Europe. Par conséquent, le secteur de l'énergie ne sera logiquement plus à même de tirer l'ensemble des bénéfices vers le haut, comme il l'a fait en 2022. Les révisions opérées par les entreprises des secteurs des matériaux et de la consommation discrétionnaire pèsent aussi lourdement sur les prévisions de bénéfices à l'échelle du Vieux Continent. L'énergie et les matériaux sont les deux seuls secteurs où une récession des bénéfices est prévue de ce côté-ci de l'Atlantique.

Les prévisions de bénéfices dans le secteur de l'énergie devraient afficher une évolution similaire aux États-Unis. Cependant, les fortes révisions à la baisse des prévisions de bénéfices des entreprises technologiques plombent désormais elles aussi les perspectives de BPA du S&P 500. Les prévisions du consensus pour le secteur technologique ont chuté, passant de 3,8 % à -1,3 %. On s'attend également à une récession des bénéfices dans les secteurs de l'énergie, de la santé et des matériaux. À l'horizon du second semestre 2023, les bénéfices des entreprises américaines devraient s'améliorer à la faveur de réductions de coûts et d'un retournement de tendance consécutif à une reprise cyclique en milieu d'année.

Aux États-Unis, les valorisations du S&P 500 sont passées de 22 à 17,5 fois les bénéfices (niveau qui n'est pas bon marché, mais traduit plutôt, en quelque sorte, une situation de surachat).

La situation est légèrement différente en Europe, où, à leur niveau actuel (12 fois les bénéfices), les valorisations sont bon marché en comparaison historique. De ce fait, le Vieux Continent dispose d'une marge de sécurité, étant donné que les marchés tablent actuellement sur une récession des bénéfices de 20 %.

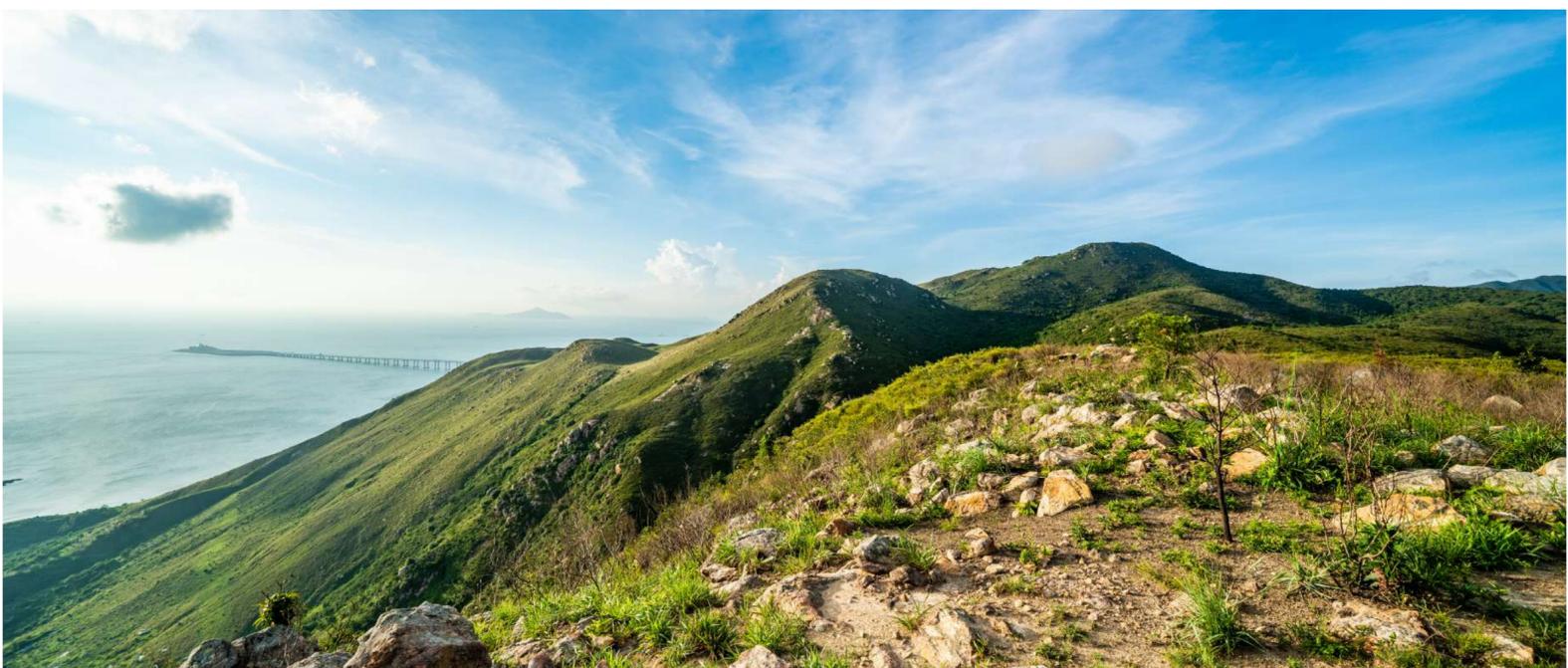
Dans des circonstances normales, les bénéfices ont baissé de 26 % en moyenne entre le pic et le creux des récessions précédentes. Lors de la crise financière mondiale de 2007-2009, les entreprises du S&P 500 ont vu leurs bénéfices chuter de 57 % ! Nous ne nous attendons pas à une contraction d'une telle ampleur cette fois-ci.

La question clé est de savoir si les cours tiennent déjà compte d'une récession. Si cela semble être le cas pour les obligations, les prix des actions continuent de refléter un optimisme excessif, ce qui laisse craindre des déceptions.

Aux États-Unis, les valorisations du S&P 500 sont passées de 22 à 17,5 fois les bénéfices (niveau qui n'est pas bon marché). Lors des récessions précédentes, le S&P 500 a commencé à se stabiliser lorsque les valorisations ont atteint environ 18,5 fois les bénéfices. Dans l'hypothèse d'une légère baisse des bénéfices, disons de 15 %, si l'on table sur un ratio cours/bénéfice de 18,5, le S&P 500 s'établirait à environ 3.500 points, contre 4.000 aujourd'hui. Bien que ce niveau de 4.000 représente déjà une chute de 16 % depuis le début de l'année 2022, un prix de 3.500 points resterait identique à celui enregistré en mai 2022, malgré les multiples hausses de taux, l'envolée de l'inflation, les déceptions causées par les bénéfices des sociétés technologiques et la hausse des taux obligataires à long terme subies depuis.

La situation est légèrement différente en Europe, où, à leur niveau actuel (12 fois les bénéfices), les valorisations sont bon marché en comparaison historique. De ce fait, le Vieux Continent dispose d'une marge de sécurité, étant donné que les marchés tablent actuellement sur une récession des bénéfices de 20 %.

Un point positif à souligner est que, lorsque le ralentissement de la dynamique économique (récession) commencera à peser sur les actions, une décélération de l'inflation et une baisse des rendements devraient tirer le ratio cours/bénéfices vers le haut et compenser une partie de la baisse des BPA.



QU'EN EST-IL DU RISQUE DE RÉCESSION ?

...la confirmation officielle d'une récession constitue généralement un moment opportun pour commencer à acheter des actions.

Dans la mesure où nous anticipons une récession (modérée) aussi bien en Europe qu'aux États-Unis, il convient d'examiner comment les actions se comportent habituellement dans un tel contexte. Étonnamment, le S&P 500 a progressé de 1 % en moyenne lors de toutes les périodes de récession depuis 1945. Cela s'explique par le fait que les marchés commencent généralement à baisser avant qu'une récession s'amorce et à remonter avant qu'elle prenne fin. En d'autres termes, les actions franchissent le cap le plus difficile avant le reste de l'économie. Dans presque tous les cas, le S&P 500 a touché son point bas environ quatre mois avant la fin d'une récession, et il a le plus souvent atteint un sommet sept mois avant le début d'une récession. Par conséquent, la confirmation officielle d'une récession constitue généralement un moment opportun pour commencer à acheter des actions. Il n'y a pas lieu de se précipiter pour autant, et mieux vaut commencer par prendre de petites positions pour ensuite accroître progressivement son exposition.

STYLE

Face à la volatilité attendue l'an prochain, il y a tout lieu selon nous d'adopter une approche de type barbell, c'est-à-dire une allocation plus neutre en termes de style.

En vogue tout au long de l'année, le style « value » a affiché une surperformance remarquable par rapport au style « growth » en 2022. Cependant, si l'inflation commence à baisser notablement, ou si la Fed adopte un ton plus conciliant, les actions « value » pourraient bien être éclipsées par leurs homologues de croissance. D'autre part, s'il s'est avéré payant de conserver des titres peu volatils, les actifs à forte volatilité ont connu un retour en grâce récemment, à la faveur du ralentissement de l'inflation. Nous n'y voyons pas, cependant, un changement de régime, mais plutôt un avertissement quant aux risques liés au fait de se cantonner à un seul style d'investissement (qu'il s'agisse de privilégier les valeurs défensives par rapport aux cycliques, ou les titres « value » par rapport à ceux de croissance). Face à la volatilité attendue l'an prochain, il y a tout lieu selon nous d'adopter une approche de type barbell, c'est-à-dire une allocation combinée plus neutre en termes de style.

Il convient assurément de se préparer à une récession en détenant des valeurs défensives, issues par exemple du secteur de la santé, à court terme. Toutefois, il faudra aussi pouvoir faire preuve de souplesse, sachant que lorsque la réouverture de l'économie chinoise se confirmera, ou que les PMI se stabiliseront, les secteurs cycliques auront de nouveau le vent en poupe. À l'horizon des 12 prochains mois, on peut s'attendre à ce que les valeurs cycliques surperforment leurs homologues défensives, en supposant que les perspectives économiques commencent à s'éclaircir fin 2023.

THÈMES D'INVESTISSEMENT

Au cours des années à venir, trois mégatendances phares auront selon nous un impact majeur sur l'environnement d'investissement et les décisions d'allocation du capital : la durabilité et la transition énergétique, la numérisation et l'innovation en matière de santé.

Dans un contexte aussi volatil que celui que nous connaissons actuellement, les secteurs dominants peuvent changer du jour au lendemain. Face à une telle agitation, il est utile d'adopter une vision d'ensemble, en se concentrant sur les changements séculaires qui transcendent les aléas du cycle économique. Au cours des années à venir, trois mégatendances phares auront selon nous un impact majeur sur le paysage de l'investissement et les décisions d'allocation du capital : la durabilité et la transition énergétique, la numérisation et l'innovation en matière de santé.

DURABILITÉ ET TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

Les responsables politiques sont confrontés à un trilemme, en ce qu'ils doivent à la fois pérenniser les approvisionnements, maintenir les prix bas et protéger l'environnement.

Les valeurs énergétiques ont été catapultées sur le devant de la scène en 2022, pas seulement en Europe, mais dans le monde entier. À l'heure où l'Europe s'efforce de remplacer le gaz naturel à moindre coût importé par pipeline de Russie, une nouvelle forme de concurrence se fait jour sur les marchés internationaux de l'énergie, en particulier dans le domaine du GNL, et pousse le prix à long terme du gaz à la hausse au niveau mondial. Les responsables politiques sont confrontés à un trilemme, en ce qu'ils doivent à la fois pérenniser les approvisionnements, maintenir les prix bas et protéger l'environnement. Si cette situation bénéficie aux énergies traditionnelles, elle est également porteuse de formidables opportunités pour les acteurs du secteur des énergies renouvelables, en particulier le solaire.

Face à l'urgence, les gouvernements vont selon nous s'engager plus avant en faveur de la transition vers les énergies propres. Dans ce contexte, les solutions faisant appel à l'électricité et à l'hydrogène joueront un rôle clé

Face à l'urgence, les gouvernements vont selon nous s'engager plus avant en faveur de la transition vers les énergies propres. Dans ce contexte, les solutions faisant appel à l'électricité et à l'hydrogène joueront un rôle clé avec la perspective d'un avenir prometteur pour la pile à hydrogène. Objectivement, notre dépendance à l'égard de la production d'électricité propre est dans tous les cas appelée à s'accroître : si les acteurs des secteurs de l'énergie éolienne, solaire et marémotrice sont tous prêts à apporter leur contribution, ceux du nucléaire – plus controversés – pourraient également avoir un rôle à jouer (le Japon a déjà renoué avec cette source d'énergie).

Le secteur des services aux collectivités est en bonne position pour tirer profit de ce virage durable. Aux États-Unis, les entreprises de ce secteur seront parmi les principaux bénéficiaires de la loi sur la

réduction de l'inflation (Inflation Reduction Act, IRA), un texte sans précédent qui prévoit 369 milliards USD d'aides en faveur des énergies propres et de la lutte contre le changement climatique. Selon toute vraisemblance, les allègements et les crédits d'impôt prévus par l'IRA devraient inciter aussi bien les ménages que les entreprises à améliorer leur efficacité énergétique, mais également promouvoir les ventes de véhicules électriques. Aussi les entreprises de services aux collectivités devraient-elles voir la demande en provenance de ces secteurs augmenter fortement – et devront-elles se préparer à accompagner leurs clients dans leur transition vers des technologies électriques efficaces. Compte tenu des incertitudes liées au contexte réglementaire, nous restons pour l'heure prudents quant à l'utilisation de ce thème sectoriel en Europe.

...nous sommes convaincus que les placements en lien avec l'économie circulaire sont le prochain Graal des investisseurs souhaitant que leur argent ait un impact positif.

Au-delà de l'approvisionnement énergétique, il ne suffit plus désormais de faire preuve d'un comportement durable si nous voulons atteindre les objectifs fixés par l'Accord de Paris sur le climat, raison pour laquelle les appels se multiplient en faveur d'une approche « régénératrice ». Cela implique de passer d'une économie linéaire – dans laquelle les ressources naturelles sont extraites et utilisées à différentes fins, pour finalement être transformées en déchets – à un modèle plus circulaire définissant une nouvelle manière de créer de la valeur et de la préserver, en s'attardant sur toutes les étapes du cycle de vie des biens tout en promouvant des pratiques de consommation plus durables. À la lumière de ce constat, nous sommes convaincus que les placements en lien avec l'économie circulaire sont le prochain Graal des investisseurs souhaitant que leur argent ait un impact positif.



NUMÉRISATION

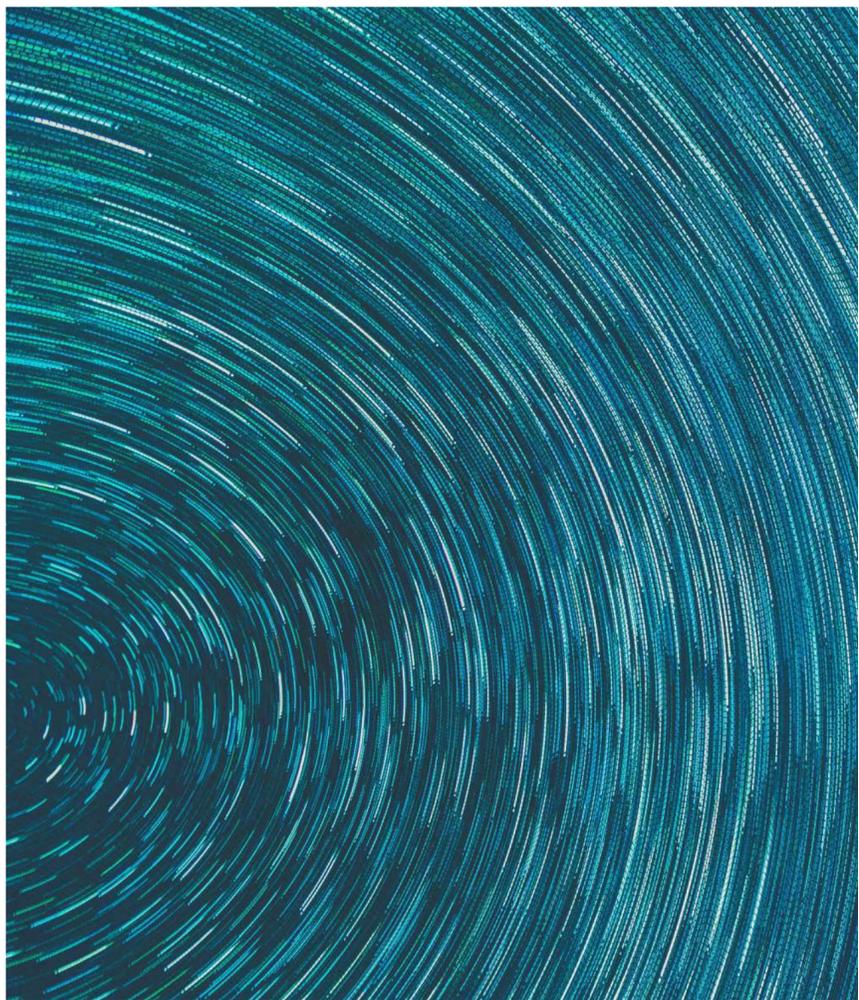
...les technologies clés de la quatrième révolution industrielle – la 5G, la blockchain, le big data et les infrastructures robustes basées sur le cloud – deviennent de plus en plus indispensables.

La numérisation crée des gagnants dans tous les secteurs, les premiers arrivés s'assurant des gains d'efficacité et des avantages concurrentiels.

...les adultes américains ont passé en moyenne 485 minutes (soit huit heures et cinq minutes) par jour sur un support numérique, ce qui représente la moitié de leur vie éveillée.

Dès lors que nous passons autant de temps en ligne, la cybersécurité devient essentielle...

Nous entrons dans l'ère du « tout intelligent » – celle d'un monde plus intelligent et plus connecté, placé sous le signe de la communication de machine à machine, de l'Internet des objets, de l'intelligence artificielle (IA) et de la réalité virtuelle et augmentée. À mesure que ce nouveau paradigme s'installe, les technologies clés de la quatrième révolution industrielle – la 5G, la blockchain, le big data et les infrastructures robustes basées sur le cloud – deviennent de plus en plus indispensables.



On pourrait supposer a priori que s'exposer au thème de la numérisation implique forcément de surpondérer les technologies. Or ça n'est pas nécessairement le cas. La numérisation crée des gagnants dans tous les secteurs, les premiers arrivés s'assurant des gains d'efficacité et des avantages concurrentiels.

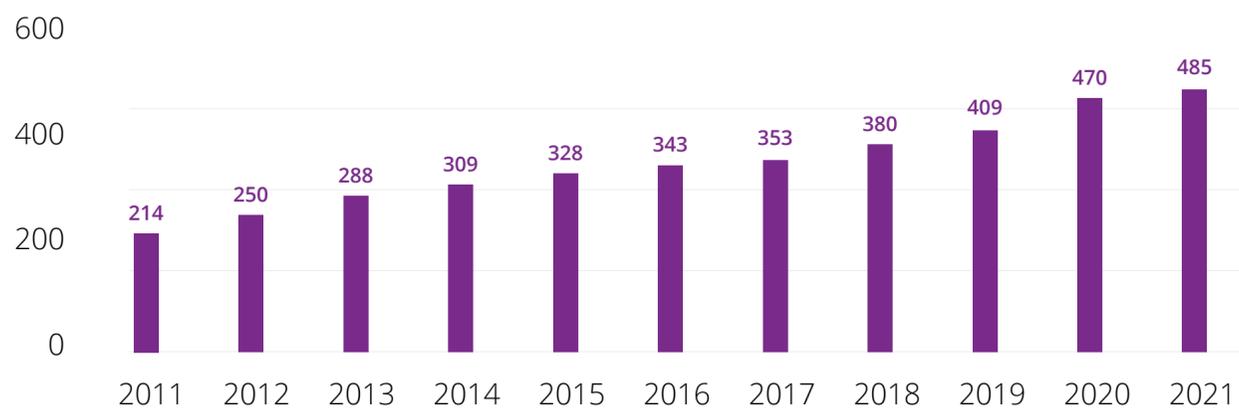
Dans l'« économie des applications » que nous connaissons désormais, chacun aspire à être constamment connecté, que ce soit pour communiquer, s'informer, travailler ou se divertir. En 2021, selon Statista, les adultes américains ont passé en moyenne 485 minutes (soit huit heures et cinq minutes) par jour sur un support numérique, ce qui représente la moitié de leur vie éveillée si l'on compte huit heures de sommeil.

...les données sont le nouvel or noir et les entreprises à même de les exploiter disposeront de solides avantages concurrentiels grâce à de meilleures connaissances.

Dès lors que nous passons autant de temps en ligne, la cybersécurité devient essentielle, tandis que les entreprises ont accès à de grandes quantités de précieuses données, concernant notamment les achats que nous effectuons par carte de crédit, nos habitudes, nos préférences ou encore les lieux que nous visitons. Cependant, l'IA est un outil indispensable pour s'y retrouver dans une telle abondance d'informations. D'aucuns prétendent que les données sont le nouvel or noir et que les entreprises à même de les exploiter disposeront de solides avantages concurrentiels grâce à de meilleures connaissances.

La numérisation est en outre dopée par la tendance actuelle à la démondialisation, et de solides opportunités de croissance se font jour à l'heure où les grandes économies multiplient les efforts pour se doter de leurs propres capacités de fabrication de semi-conducteurs et renforcer leurs ressources technologiques et leurs infrastructures.

Temps moyen passé par jour sur des supports numériques aux États-Unis



Source: Statista, BIL



INNOVATION EN MATIÈRE DE SANTÉ

L'évolution démographique, l'augmentation de la population mondiale, le vieillissement de la population, les maladies liées au style de vie et la prise en compte croissante des questions de santé vont également continuer à insuffler une dynamique

Bien que la pandémie semble toucher à sa fin, la santé reste au cœur des préoccupations. À court terme, le secteur est porté par la « demande refoulée », le rattrapage des consultations n'ayant pu être assurées en 2020-2021 s'étendant jusqu'en 2023. Dans le même temps, le secteur pharmaceutique européen est l'un des rares bénéficiaires du renchérissement du dollar, dans la mesure où environ 30 % de ses clients sont américains.

D'un point de vue plus structurel, les progrès scientifiques donnent naissance à de nouveaux traitements ciblés à même de prolonger sensiblement la vie des patients, voire de les guérir. On a ainsi pu écrire que si le XIXe siècle a été celui de la chimie et le XXe celui de la physique, le XXIe serait celui de la biologie, augurant d'un formidable renforcement de nos capacités à redéfinir les systèmes biologiques pour répondre à nos besoins. L'avènement de l'IA, du big data et de l'informatique dans le domaine des biotechnologies offre d'innombrables opportunités en matière de santé, favorisant notamment l'émergence d'une médecine non plus généraliste, mais de précision et prédictive.

L'évolution démographique, l'augmentation de la population mondiale, le vieillissement de la population, les maladies liées au style de vie et la prise en compte croissante des questions de santé vont également continuer à insuffler une dynamique positive au secteur. Nous nous intéressons plus particulièrement à l'oncologie, qui constitue actuellement le principal axe de la recherche thérapeutique.



DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES

...sur fond d'espoirs de stabilisation de l'inflation aux États-Unis. Toutefois, il est prématuré de parler d'un marché baissier en bonne et due forme...

2022 est l'année où le dollar s'est transformé en « monstre vert » sur les marchés des changes internationaux. Les divergences de politique monétaire, conjuguées à la « fuite vers la sécurité », ont propulsé le billet vert à des niveaux inédits depuis des décennies par rapport à plusieurs grandes devises. La vigueur du dollar a eu de lourdes répercussions dans le monde entier, attisant l'inflation (dans la mesure où la plupart des matières premières se négocient en USD) et tirant les coûts de services de la dette vers le haut (en particulier pour les pays émergents). Elle a également commencé à freiner la compétitivité des exportations des entreprises américaines.

La tendance haussière du dollar a marqué une pause au dernier trimestre de 2022, sur fond d'espoirs de stabilisation de l'inflation aux États-Unis. Toutefois, il est prématuré de parler d'un marché baissier en bonne et due forme, car le billet vert reste susceptible de connaître un regain de vigueur à court terme si l'inflation surprend à la hausse, si la Fed durcit davantage le ton ou si les tensions géopolitiques s'accroissent. Nous conservons un positionnement neutre sur le dollar (par rapport à l'euro) à la veille de la nouvelle année, mais tablons sur une baisse au second semestre 2023, avec un objectif à 12 mois de 1,10 USD/EUR.

DXY: Évolution de l'USD par rapport aux principales devises mondiales



Source: Bloomberg, BIL au 5 Décembre 2022

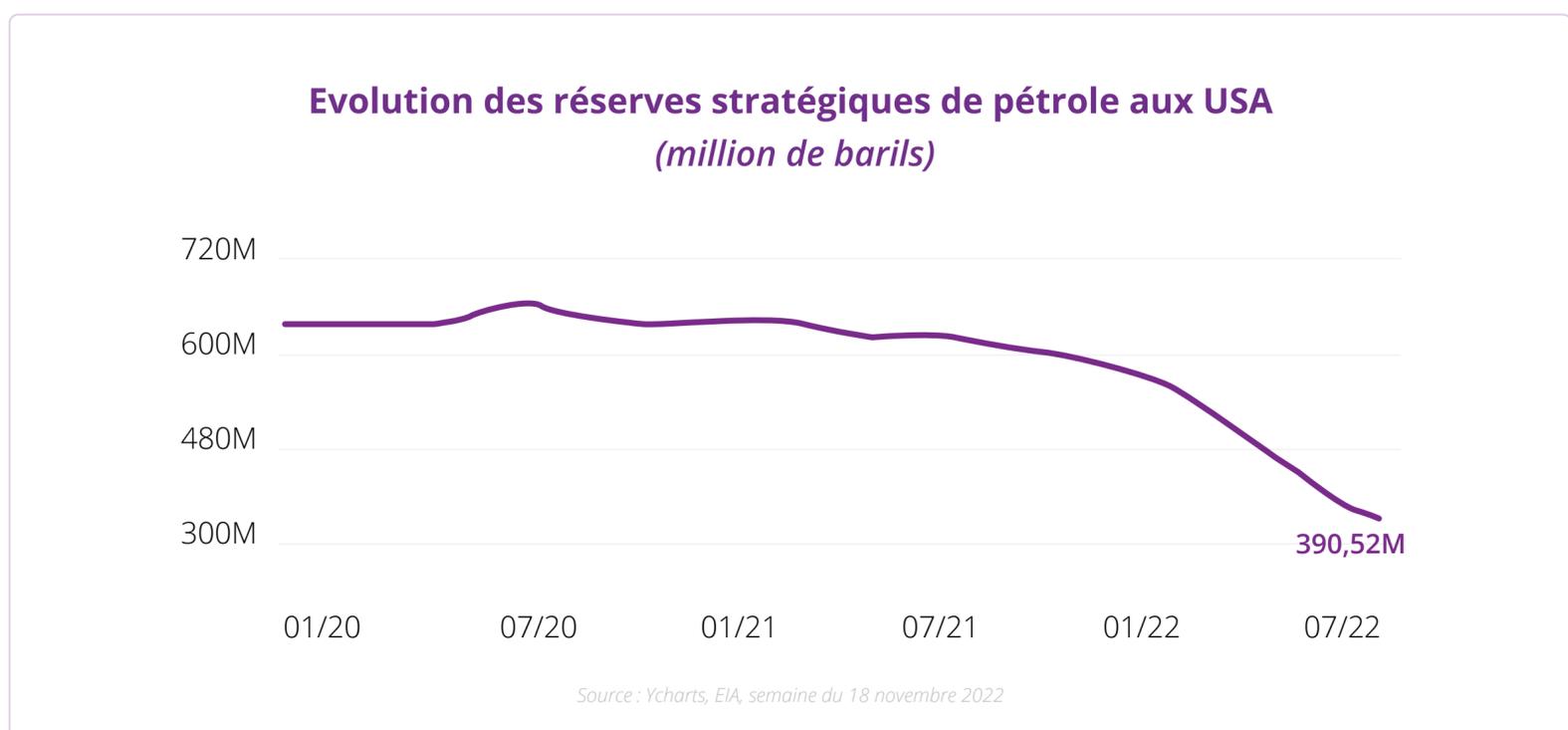
Nous abordons l'année 2023 avec un positionnement neutre sur l'or. Les investisseurs ont boudé le métal jaune tout au long de 2022, en raison de la hausse du dollar et des taux réels consécutive au resserrement de la politique de la Fed, qui a érodé l'attrait relatif de cet actif non rémunérateur. Cependant, lorsque la Fed se décidera enfin à relâcher les freins monétaires, la baisse des rendements obligataires et l'affaiblissement du dollar pourraient permettre à l'or de regagner de l'éclat.

...il est toujours pertinent de détenir une position en or dans leur portefeuille, car elle leur apportera un soutien bienvenu en cas de coup dur.

Le pétrole affiche des perspectives attrayantes à la veille de la nouvelle année. Bien que l'on puisse s'attendre à ce que le ralentissement de la croissance mondiale continue de peser sur les cours début 2023, trois facteurs devraient se combiner pour limiter la baisse

Pour les investisseurs, il est toujours pertinent de détenir une position en or dans leur portefeuille, car elle leur apportera un soutien bienvenu en cas de coup dur. L'or joue un rôle important non seulement en tant que réserve de valeur, mais aussi à des fins de diversification, et il commence véritablement à briller lorsqu'il est considéré dans une optique à long terme au sein d'un portefeuille multi-actifs bien diversifié. À la lumière de ce constat, les valorisations actuelles pourraient offrir un point d'entrée intéressant. On observe également une forte demande de la part des banques centrales, à l'heure où elles continuent de diversifier leurs réserves de change. Au troisième trimestre, elles ont acheté un volume sans précédent de 400 tonnes selon le World Gold Council, soit une hausse de 115 % par rapport au deuxième trimestre, et près du double du précédent record de 241 tonnes enregistré au troisième trimestre 2018.

Le pétrole affiche des perspectives attrayantes à la veille de la nouvelle année. Bien que l'on puisse s'attendre à ce que le ralentissement de la croissance mondiale continue de peser sur les cours début 2023, trois facteurs devraient se combiner pour limiter la baisse : le maintien par l'OPEP+ de la réduction de sa production de deux millions de barils par jour jusqu'à fin 2023, la crise énergétique actuelle en Europe et les embargos sur le pétrole russe, et le fait que le département américain de l'Énergie se consacre désormais à reconstituer les réserves stratégiques de pétrole du pays. Nous n'investissons pas directement dans le pétrole en tant que matière première, mais exprimons notre opinion vis-à-vis de celui-ci au travers de positions ciblées sur des actions du secteur de l'énergie.



PLACEMENTS ALTERNATIFS

Dans de telles circonstances, il y a tout lieu de maximiser l'univers d'investissement en y incluant des stratégies non traditionnelles présentant des corrélations plus faibles, et potentiellement une durée plus élevée.

...les fonds de capital-investissement bénéficient d'une « diversification dans le temps », en ce qu'ils déploient leurs capitaux sur plusieurs années...

...de multiples données laissent entendre que les investisseurs peuvent s'attendre à voir les actifs non cotés faire montre de résilience par rapport aux autres classes d'actifs. Nous sommes convaincus que les investisseurs qui sauront faire preuve de constance et se concentrer sur les tendances à long terme bénéficieront de nombreuses opportunités avantageuses sur ce marché.

La décorrélation entre les actions et les obligations, n'a pas fonctionné au cours de l'année écoulée. Dans de telles circonstances, il y a tout lieu de maximiser l'univers d'investissement en y incluant des stratégies non traditionnelles présentant des corrélations plus faibles, et potentiellement une durée plus élevée. En 2022, nous avons prêté davantage d'intérêt à différentes sortes de placements alternatifs, des hedge funds aux formats OPCVM en passant par le capital-investissement (« private equity »).

En ce qui concerne cette dernière catégorie, les investisseurs en actifs non cotés doivent se préparer à faire face à une année 2023 faite de défis et de risques. En effet, les actifs non cotés ne sont pas immunisés contre les récessions, de sorte qu'il convient d'être prudents. Cependant, dans la mesure où ce sont par nature des actifs à long terme, mieux vaut s'appuyer sur les perspectives à moyen ou long terme pour évaluer le bien-fondé d'un investissement. De ce point de vue, 2023 pourrait offrir un point d'entrée intéressant, sachant que, selon certaines analyses, les années de récession offrent généralement des opportunités très séduisantes. Cela tient au fait que, structurellement, les fonds de capital-investissement bénéficient d'une « diversification dans le temps », en ce qu'ils déploient leurs capitaux sur plusieurs années, ce qui leur permet, lors des années de récession, d'acheter des actifs à bas prix, qu'ils peuvent ensuite revendre lors de la phase de reprise, lorsque les valorisations remontent.

Bien qu'en règle générale, les actifs non cotés subissent des corrections moins importantes que leurs homologues cotés, ils ne sont pas immunisés pour autant contre une hausse des taux d'intérêt nominaux et réels. Toutefois, le marché des actifs non cotés a connu un développement très important et s'est beaucoup diversifié. Il existe dans chaque segment des stratégies spécialisées susceptibles de bien résister même à une récession marquée et durable. Celui des fonds secondaires, par exemple, devrait offrir tout au long de l'année 2023 la possibilité d'acquérir à bon prix des participations dans des sociétés en commandite auprès de vendeurs en difficulté.

Dans l'ensemble, de multiples données laissent entendre que les investisseurs peuvent s'attendre à voir les actifs non cotés faire montre de résilience par rapport aux autres classes d'actifs. Nous sommes convaincus que les investisseurs qui sauront faire preuve de constance et se concentrer sur les tendances à long terme bénéficieront de nombreuses opportunités avantageuses sur ce marché.

CONCLUSION

Les multiples données macro-économiques dont nous disposons laissent entendre que l'inflation globale devrait commencer à ralentir.

La croissance mondiale n'a cessé de ralentir en 2022, sous l'effet conjugué de la dissipation du boom consécutif à la réouverture des économies, du resserrement des politiques budgétaires et monétaires, des restrictions liées au Covid et de la crise de l'immobilier en Chine, ainsi que de la guerre entre la Russie et l'Ukraine. Tant que les banques centrales poursuivront leur lutte contre l'inflation, ce ralentissement continuera. La question clé est de savoir si elles parviendront à guider l'économie vers un atterrissage en douceur, plutôt que vers une récession plus marquée et plus prolongée.

Ce ne sera pas chose facile. Les banques centrales n'ont pas, sur l'économie, le même contrôle qu'un pilote sur un avion, en ce que la politique monétaire est un outil relativement abrupt, dont l'effet s'exerce sur différents secteurs de l'économie avec une vitesse et une intensité différentes, de sorte que le risque d'un resserrement excessif est élevé. Jerome Powell lui-même a déclaré : « Je reste convaincu qu'un atterrissage en douceur, ou du moins pas trop brusque, est possible... Certes, au vu de l'évolution historique, ce n'est pas un scénario très plausible, mais je voudrais simplement faire remarquer que les circonstances sont différentes cette fois-ci ».

Les multiples données macroéconomiques dont nous disposons laissent entendre que l'inflation globale devrait commencer à ralentir. Cela dit, elle s'est propagée à des composantes plus persistantes, si bien qu'il n'est pas exclu que nous ayons de faux espoirs avant que les banques centrales n'infléchissent réellement leur politique.

...les signes en provenance des États-Unis pointent vers un atterrissage en douceur, sous la forme d'une récession modérée et de courte durée.

Les marchés compliquent en outre la tâche en anticipant la reprise qui ne manquera pas de suivre l'atterrissage de l'économie, ce qui dope la liquidité à l'heure où les banques centrales préféreraient la voir se contracter. Avant de pouvoir répondre aux attentes en faveur d'un adoucissement de ton de leur part, les banques centrales doivent d'abord être certaines que l'inflation s'oriente effectivement à la baisse, ce qui laisse craindre une certaine agitation dans les prochains mois.

C'est dans l'univers obligataire que nous identifions pour l'heure les opportunités les plus prometteuses, maintenant que les rendements sont remontés à des niveaux bien plus attrayants.

...une fois que les banques centrales auront recentré leur attention sur la croissance, les perspectives des actifs à risque devraient s'améliorer, car les marchés commenceront alors à anticiper un regain d'expansion, tandis que, selon toute vraisemblance, l'activité économique chinoise amorcera un retour à la normale.

Comment se déroulera l'atterrissage ? Pour le moment, les signes en provenance des États-Unis pointent vers un atterrissage en douceur, sous la forme d'une récession modérée et de courte durée. Il est plus difficile de se prononcer en ce qui concerne l'Europe. La BCE prépare les marchés à la perspective d'un relèvement de ses taux jusqu'en territoire restrictif, même en cas de récession. Dans le même temps, la crise de l'énergie constitue toujours l'élément imprévisible, et son impact restera sans doute difficile à gérer sur des années plutôt que des mois, laissant ainsi planer le risque d'une poursuite de la hausse de l'inflation.

Si la majeure partie de la hausse des taux et des rendements est à nos yeux derrière nous, ils n'en restent pas moins susceptibles d'augmenter, et les taux terminaux restent à même d'évoluer, le maintien de niveaux élevés pendant une période prolongée semblant pour l'heure s'affirmer comme le nouveau paradigme.

Dans ce contexte, nous adoptons une stratégie d'investissement prudente, caractérisée par une sous-pondération des actions, du moins tant que nous n'aurons pas davantage de visibilité sur un changement de cap des banques centrales. Nous détenons néanmoins des actions, principalement américaines (dans la mesure où les États-Unis offrent selon nous les perspectives macroéconomiques les plus résilientes) et de grande qualité. C'est dans l'univers obligataire que nous identifions pour l'heure les opportunités les plus prometteuses, maintenant que les rendements sont remontés à des niveaux bien plus attrayants. Au sein de celui-ci, nous augmentons progressivement notre duration et notre exposition à la dette souveraine core, tandis que nous surpondérons déjà les obligations investment grade.

Durant la deuxième moitié de 2023, une fois que les banques centrales auront recentré leur attention sur la croissance, les perspectives des actifs à risque devraient s'améliorer, car les marchés commenceront alors à anticiper un regain d'expansion, tandis que, selon toute vraisemblance, l'activité économique chinoise amorcera un retour à la normale. D'ici là, nous invitons les investisseurs à la patience et leur recommandons de continuer à percevoir leurs coupons en attendant qu'un meilleur point d'entrée sur les marchés des actifs à risque se présente.



CONTRIBUTEURS



Lionel De Broux

GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER



Jade Bajai

MACRO STRATEGIST / INVESTMENT
COMMUNICATION MANAGER



Lieven De Witte

HEAD OF RESEARCH

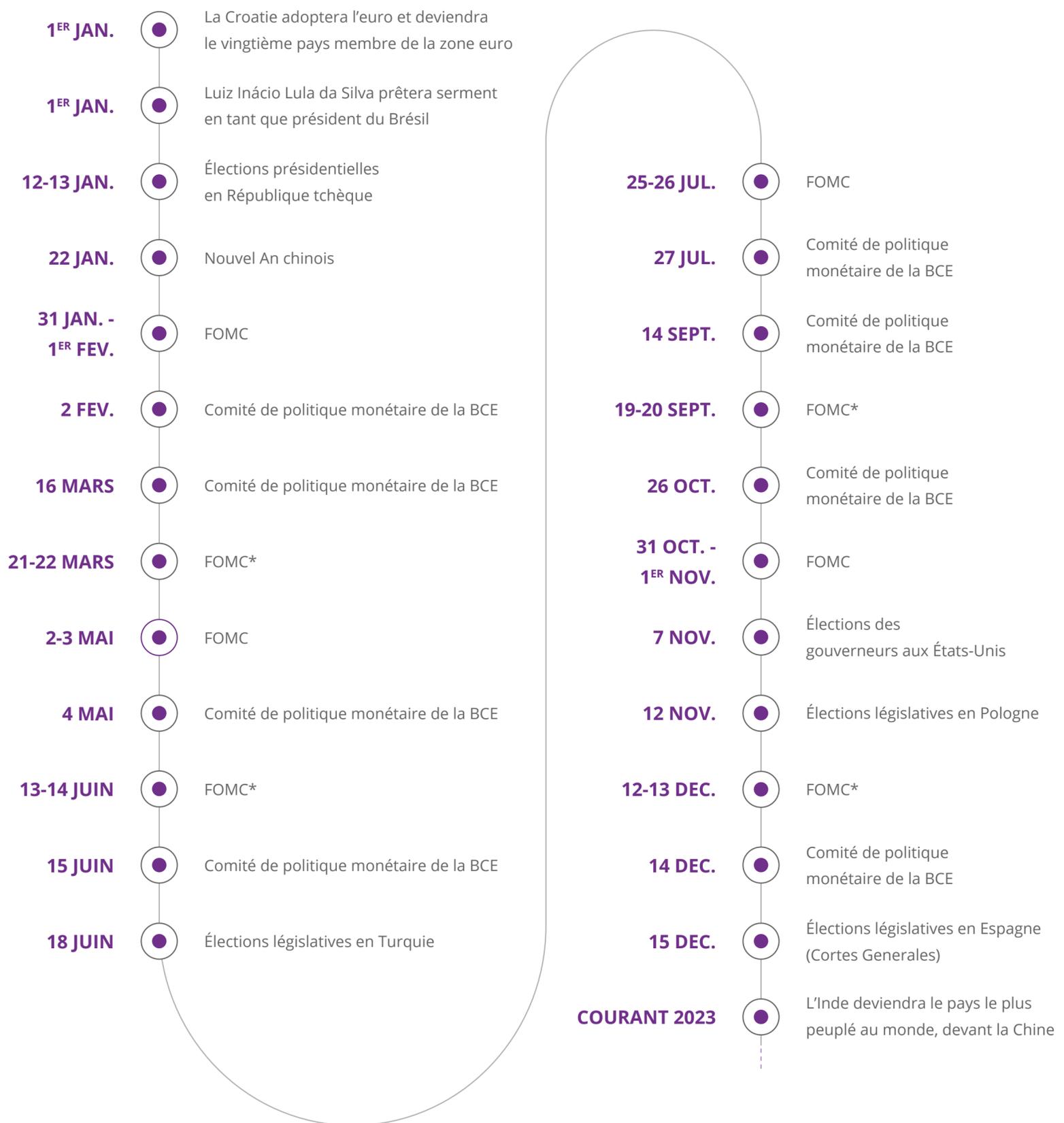


Koen De Vos

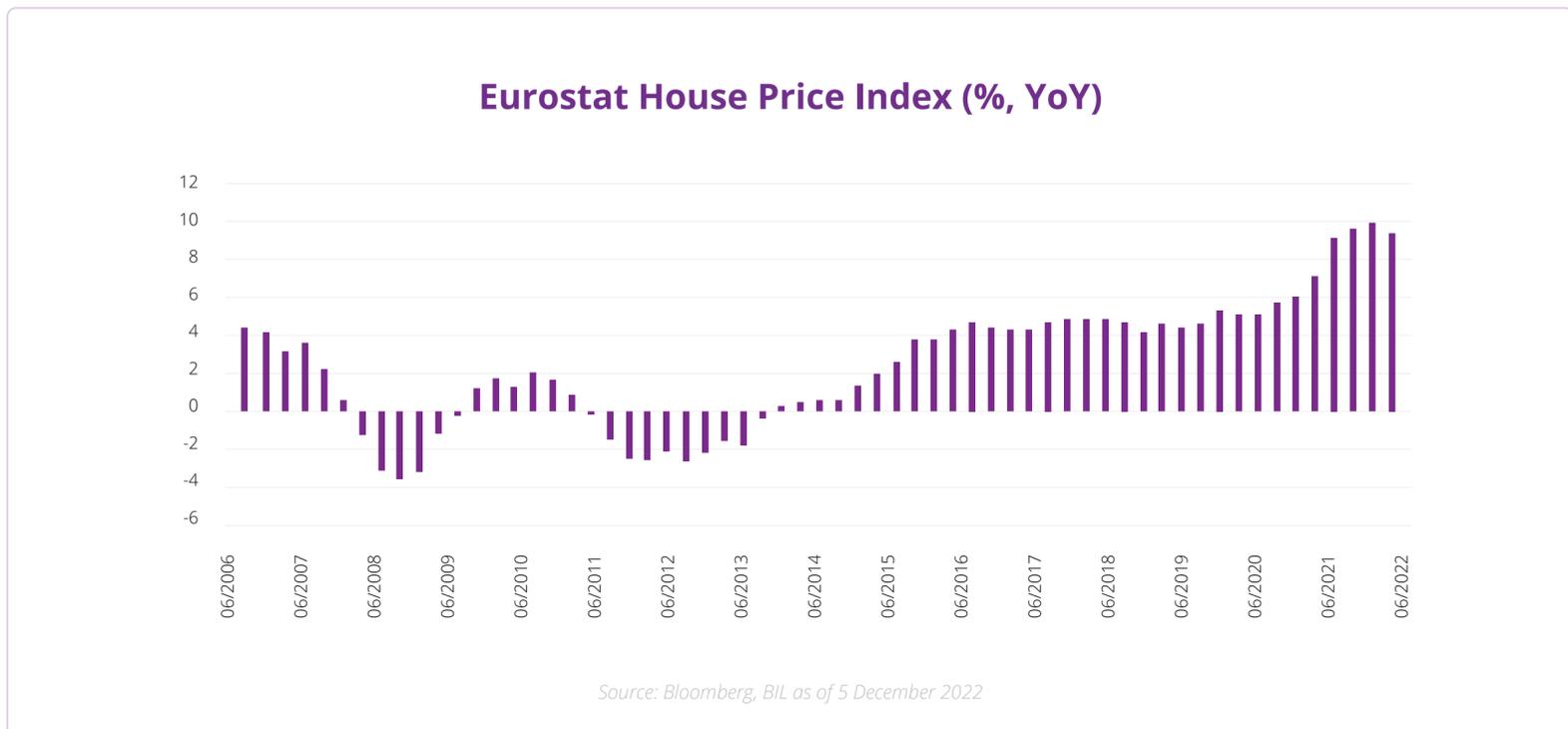
SENIOR EQUITY STRATEGIST

ANNEXE

DATES IMPORTANTES



CROISSANCE DES PRIX DE L'IMMOBILIER DANS LA ZONE EURO



REFERENCES

- [The Diplomat – Japan’s Changing Nuclear Energy Policy](#)
- [US Housing Enters Deep Freeze With Sellers and Buyers Sidelined – Prashant Gopal, Bloomberg](#)
- [Gold.org](#)
- [Energy.gov](#)
- [Imf.org](#)
- [Pmi.spglobal.com](#)
- [Statista.com](#)

DISCLAIMER

Toutes les données financières et/ou informations économiques figurant dans ce document (le « Document ») ; (les « Données » ou les « Données financières et/ou informations économiques ») sont fournies uniquement à titre d'information et ne font l'objet d'aucune garantie, y compris, mais sans s'y limiter, les garanties de valeur marchande, l'adéquation à un usage particulier ou les garanties et clauses de non-violation de brevets, de propriété intellectuelle ou de droits de propriété d'un tiers, et elles ne sont pas fournies à des fins de négociation. Banque Internationale à Luxembourg SA (la « Banque ») ne donne aucune garantie implicite ou explicite quant à la séquence, l'exactitude, l'adéquation, la légalité, l'exhaustivité, la fiabilité, l'utilité ou l'actualité des Données. Toutes les Données financières et/ou informations économiques fournies peuvent être différées ou contenir des erreurs ou des omissions. La présente notice légale s'applique à la fois aux utilisations individuelles et collectives des Données. Toutes les Données sont fournies en l'état. Aucune Donnée financière et/ou information économique contenue dans ce Document ne constitue une sollicitation, une offre, une opinion ou une recommandation, une garantie de résultat ni une sollicitation par la Banque à l'égard de la vente ou de l'achat des titres, produits et services qui y sont mentionnés ou encore une invitation à procéder à une quelconque forme d'investissement. Par ailleurs, aucune Donnée financière et/ou information économique contenue dans ce Document ne constitue un conseil ou un service juridique, fiscal, comptable, financier ou d'investissement concernant la rentabilité ou la pertinence d'un quelconque titre ou investissement. Ce Document n'a nullement pour objectif de prendre en considération les objectifs d'investissement, la situation financière ou les besoins spécifiques d'un investisseur donné. Il revient à l'investisseur de juger de la pertinence des Données contenues dans ce Document en fonction de sa situation financière ainsi que de ses besoins et objectifs personnels et de se faire conseiller par un professionnel indépendant avant de prendre une quelconque décision d'investissement sur la base desdites Données. Aucune décision d'investissement ne doit être prise uniquement sur la base de la lecture de ce document. Afin de lire et comprendre les Données financières et/ou informations économiques figurant dans ce document, vous devez posséder des connaissances et une expérience des marchés financiers. Dans le cas contraire, veuillez contacter votre responsable de relation. Ce Document est préparé par la Banque sur la base de données accessibles

au public et d'informations provenant de sources qu'elle estime fiables et précises, obtenues auprès de bourses de valeurs et de tiers. La Banque, en ce compris ses entités mères, filiales ou entités affiliées et ses agents, administrateurs, employés, représentants ou fournisseurs, ne pourra en aucun cas être tenue pour responsable, de manière directe ou indirecte d'une quelconque : inexactitude, erreur ou omission dans les Données financières et/ou informations économiques, y compris, sans s'y limiter, les données financières quel qu'en soit le motif ou pour toute prise de décision d'investissement, mesure prise ou non, qu'elle qu'en soit la nature, en s'appuyant sur les Données figurant dans les présentes, ni d'une quelconque perte ou d'un quelconque dommage (direct ou indirect, particulier ou consécutif) découlant de l'utilisation de ce Document ou de son contenu. Ce Document n'est valide qu'au moment de sa rédaction, sauf indication contraire. Toutes les Données financières et/ou informations économiques contenues dans les présentes peuvent également devenir rapidement obsolètes. Toutes les Données sont sujettes à modification sans notification préalable et peuvent ne pas être intégrées à une version ultérieure de ce Document. La Banque n'est pas tenue de mettre à jour ce Document en fonction de la disponibilité de nouvelles données, de la survenue de nouveaux événements et/ou d'autres évolutions. Avant de prendre une quelconque décision d'investissement, l'investisseur doit lire attentivement les modalités décrites dans la documentation afférente aux produits ou services spécifiques. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Les produits ou services décrits dans ce Document peuvent ne pas être disponibles dans tous les pays et être réservés à certaines personnes ou soumis à des restrictions dans certains pays. Aucune partie de ce Document ne peut être reproduite, distribuée, modifiée, associée à ou utilisée dans le cadre d'un quelconque objectif public ou commercial sans l'accord écrit préalable de la Banque. Les Données financières et/ou informations économiques contenues dans le présent Document ne sont en aucun cas destinées à être distribuées à ou utilisées par une quelconque personne ou entité d'une juridiction ou d'un pays dans lequel/laquelle une telle distribution ou utilisation serait contraire à la loi et/ou à la réglementation. Si vous avez obtenu ce Document d'une source autre que le site Internet de la Banque, veuillez noter que les documents électroniques peuvent être modifiés après leur distribution initiale.

**BANQUE
INTERNATIONALE
À LUXEMBOURG SA**

69 route d'Esch, L-2953 Luxembourg
RCS Luxembourg B-6307

T. (+352) 4590-1
F. (+352) 4590-2010

contact@bil.com
www.bil.com