

L'atterrissage semble réussi... mais les bonnes nouvelles sont déjà largement anticipées



JUILLET 2023

Communication publicitaire





Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset



Thibaut Dorlet

Senior Multi-Asset Portfolio Manager



Thibaud Marie-Regnault

Economist

- Des deux côtés de l'Atlantique, la récession devrait être évitée mais la croissance restera faible.
- L'inflation sous-jacente va graduellement se détendre mais les banques centrales devraient garder le pied sur le frein.
- Les actions ont déjà intégrées ce scénario de « soft landing » laissant peu de capacité de rebond complémentaire.
- Il existe des alternatives intéressantes aux actions qui offrent du portage notamment sur le crédit de qualité européen ou la dette des pays émergents.
- Pour couvrir les risques, nous privilégions le JPY et l'Or.



Perceptives économiques : croissance faible, inflation en baisse.

La croissance mondiale devrait être relativement faible en 2023 et n'accélérer que légèrement en 2024. Si l'Asie émergente fait figure d'exception avec une croissance relativement soutenue cette année, dans la plupart des autres régions l'activité reste peu dynamique. Ni les Etats-Unis ni la zone euro ne devraient toutefois connaître de

récession dans les prochains trimestres. Dans la plupart des économies, la baisse de l'inflation se poursuivrait. Mais la persistance de l'inflation sous-jacente et des tensions sur les marchés du travail dans les régions développées devraient conduire les banques centrales à maintenir une politique restrictive pendant plusieurs trimestres.

Chine : l'activité est repartie mais les pressions déflationnistes demeurent

L'abandon de la politique zéro covid a permis un net rebond de l'activité au premier trimestre. Jusqu'alors bridé par les mesures sanitaires, le secteur des services a particulièrement bénéficié de la réouverture de l'économie chinoise. Ce mouvement devrait se poursuivre et malgré une activité peu dynamique dans l'industrie manufacturière et qui semble avoir faibli dans le secteur des services depuis le printemps, la croissance devrait être élevée en moyenne sur l'année 2023. Au-delà, le maintien d'un rythme de croissance soutenu est loin d'être

acquis. La faiblesse de la confiance des ménages et le niveau élevé du taux de chômage des jeunes sont autant de freins à un rebond durable des dépenses de consommation. Enfin, si les mesures de soutien prises par les autorités ont permis de stabiliser le marché de l'immobilier, leurs marges de manœuvres – budgétaires en particulier – ne cessent de se réduire : le poids de l'endettement public rapporté au PIB est aujourd'hui le même en Chine qu'aux Etats-Unis !

Etats-Unis : l'avion a touché le sol mais roule encore trop vite

Le coup de frein porté par la Réserve fédérale a conduit à un net ralentissement de l'activité. L'investissement résidentiel en particulier s'est brutalement contracté. Le système bancaire a vacillé. Pourtant l'économie américaine a, pour le moment, évité la récession ! Les excédents d'épargne accumulés pendant la pandémie et un marché du travail toujours dynamique ont en effet soutenu la consommation des ménages. Au cours des prochains trimestres, la stabilisation de l'investissement résidentiel, la bonne tenue de la consommation mais aussi le dynamisme de l'investissement en construction du secteur manufacturier devraient continuer de fournir un socle à la croissance et permettre d'éviter une récession.

Pour ramener l'inflation sur des niveaux proches de sa cible, la Réserve fédérale va devoir veiller à ce


que l'activité ne réaccélère pas dans les prochains trimestres. Certes, les signes de désinflation se multiplient – l'inflation des biens a nettement baissé, les loyers ralentissent, les salaires aussi –, mais les créations d'emplois sont restées étonnamment élevées alors même que le marché du travail ne se détend que lentement. Après s'être accordée un peu de temps pour évaluer l'effet des 500 points de base de hausses de taux d'intérêt depuis mars 2022 !, la Réserve fédérale ajustera sa politique monétaire aux données économiques à venir : si elle juge l'activité trop rapide, elle pourrait relever encore un peu ses taux... d'autant que les tensions bancaires semblent s'être apaisées. Surtout, elle n'a pas de raison d'assouplir sa politique monétaire tant que la décélération des salaires et de l'inflation ne sera pas acquise.

Zone Euro : à bas régime

Après une récession « technique » en début d'année, l'activité européenne devrait retrouver un rythme de croissance modéré. Les prix du gaz naturel sont revenus sur des niveaux proches de ceux observés avant la guerre en Ukraine et le choc sur le pouvoir d'achat est en passe d'être absorbé. Certes, l'inflation sous-jacente tarde à ralentir, mais la normalisation des chaînes de production et la baisse de la facture énergétique devraient y contribuer. Dans un contexte de marché du travail toujours tendu, le revenu réel des ménages augmenterait à nouveau dans la seconde partie de 2023, alimentant une croissance

modérée de la consommation. Cette dernière serait aussi soutenue par la dé-cumulation progressive de l'épargne excédentaire des ménages.

Faute de signes de désinflation clairs et avec des salaires qui continuent à croître à un rythme soutenu, la Banque Centrale Européenne devrait maintenir une politique monétaire restrictive afin d'éviter la formation d'une boucle prix-salaires. Dans le même temps, les gouvernements devraient l'aider dans sa tâche en rééquilibrant progressivement leurs finances publiques.



**Des deux côtés de
l'Atlantique, la récession
devrait être évitée mais
la croissance restera
faible.**



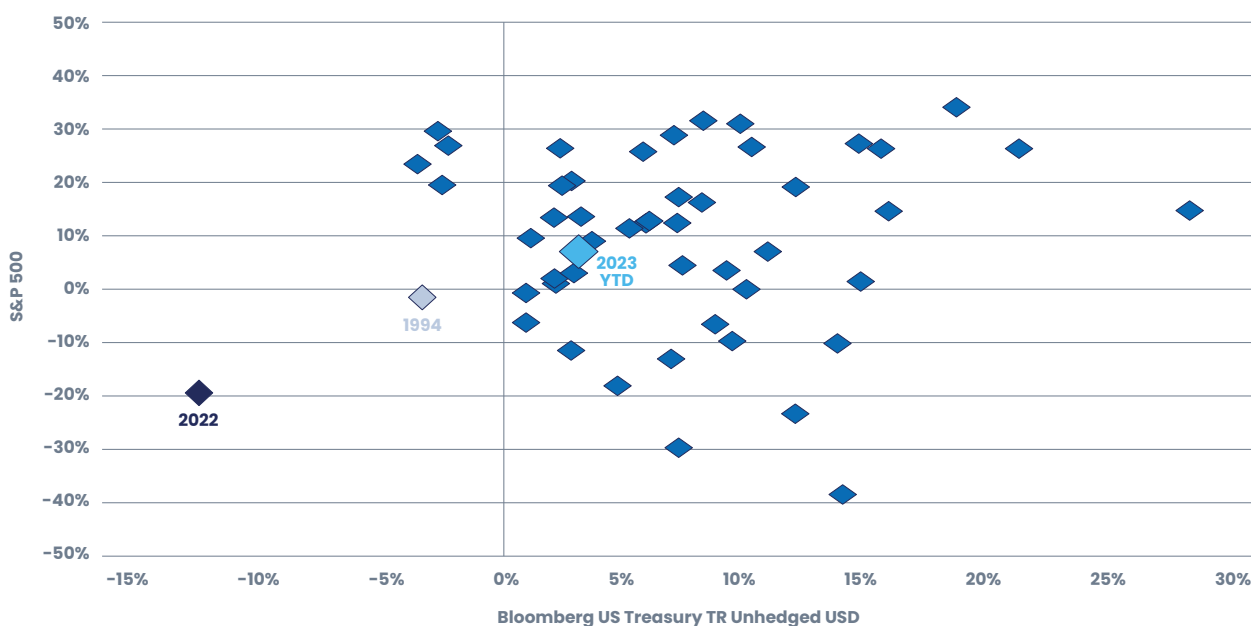
Allocation d'actifs : des alternatives moins risquées que les actions existente.

Le mix croissance/inflation plus favorable qu'attendu a porté positivement les marchés au premier semestre. Les marchés financiers intègrent désormais un scénario de « soft landing ». Nous pensons que pour la deuxième partie de l'année, le risque est plus asymétrique à la baisse. Les politiques monétaires restrictives vont continuer à se diffuser dans les

économies des pays développés et la décélération de l'inflation ne devrait être que graduelle. Nous adoptons une vision prudente sur les actions des pays développés et favorisons les actions émergentes. Nous nous positionnons sur les actifs de portage les plus à même de bénéficier du cycle actuel tels que le crédit de haute qualité en Europe ou la dette des pays émergents.

Graphique 1:

US Equities vs Bonds Performance



Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur.

Sources : Bloomberg, Datastream, Candriam

Obligations : profiter de la diversification et du portage

Les investisseurs ont pu être surpris positivement au premier semestre car le sentiment était extrêmement négatif fin 2022. Après le rallye de ce premier semestre¹, le sentiment est aujourd'hui beaucoup plus positif, le consensus anticipant maintenant un « soft landing » de l'économie américaine et aucune remontée de l'inflation ces prochains mois. Il nous semble que le risque est aujourd'hui beaucoup plus asymétrique à la baisse. Les surprises positives peuvent laisser place à des déceptions : taux terminaux plus élevés de la Fed et / ou de la BCE, décélération plus forte des économies développées, inflation sous-jacente plus résistante qu'attendu... Nous sommes par conséquent plus prudents sur les actions des pays développés et nous positionnons pour une décélération économique en privilégiant des secteurs défensifs (santé, consommation non cyclique). Dans ce contexte, nous avons une préférence pour les obligations gouvernementales et le crédit de haute qualité, sources de portage. Nous choisissons également de rester exposés aux pays émergents (dette et actions) afin de bénéficier de la désynchronisation de leur cycle.

Sur le marché obligataire, la classe d'actifs regagne ses lettres de noblesses avec un retour de la diversification et du portage. Nous adoptons un biais de durée longue et surpondérons le crédit de haute qualité en Europe qui offre un couple rendement / risque attrayant. Nous profitons d'un environnement de banques centrales plus accommodantes dans les pays émergents pour surpondérer leur dette en devise locale.

Avec un ralentissement de la croissance attendu et une baisse progressive de l'inflation d'ici à la fin 2024, la baisse des taux d'intérêt devrait s'accroître, nous incitant à avoir un biais de durée longue dans les portefeuilles. Nous privilégions à ce stade la durée américaine compte tenu de son avance relative dans le cycle de resserrement monétaire. Nous attendons d'être plus proches de la fin du cycle de resserrement monétaire européen pour ajouter également de la durée sur cette région.

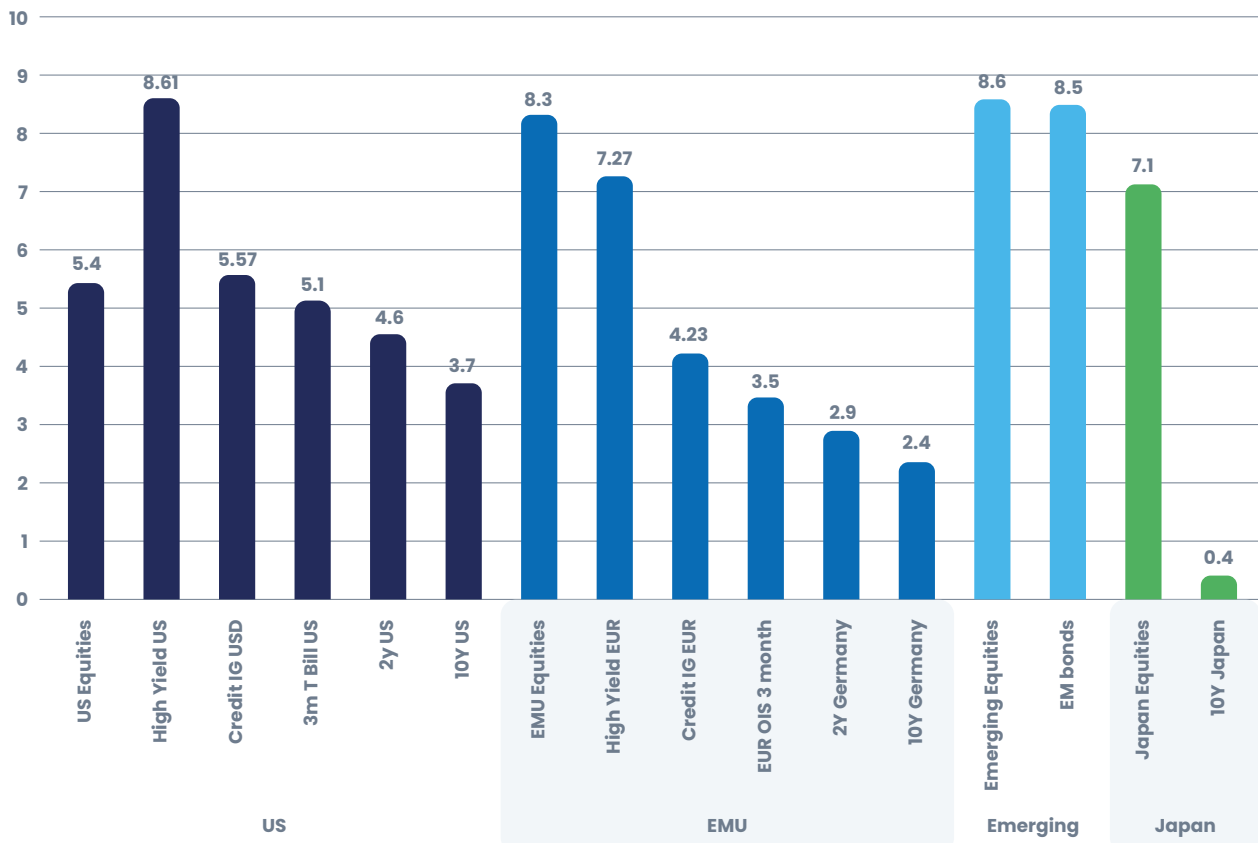
Malgré la compression des spreads en 2023², le marché du crédit offre des niveaux de rendements intéressants. Nous sommes positifs sur le crédit de haute qualité et notamment européen qui offre un couple rendement / risque particulièrement favorable.

1 - +14% pour les actions mondiales - MSCI World au 22/06/2023.

2 - -30% pour le crédit IG Européen, -21% pour le crédit IG US par rapport aux spreads au 30 décembre 2022 - données au 22/06/2023

Graphique 2:

Cross Asset Yields (%)



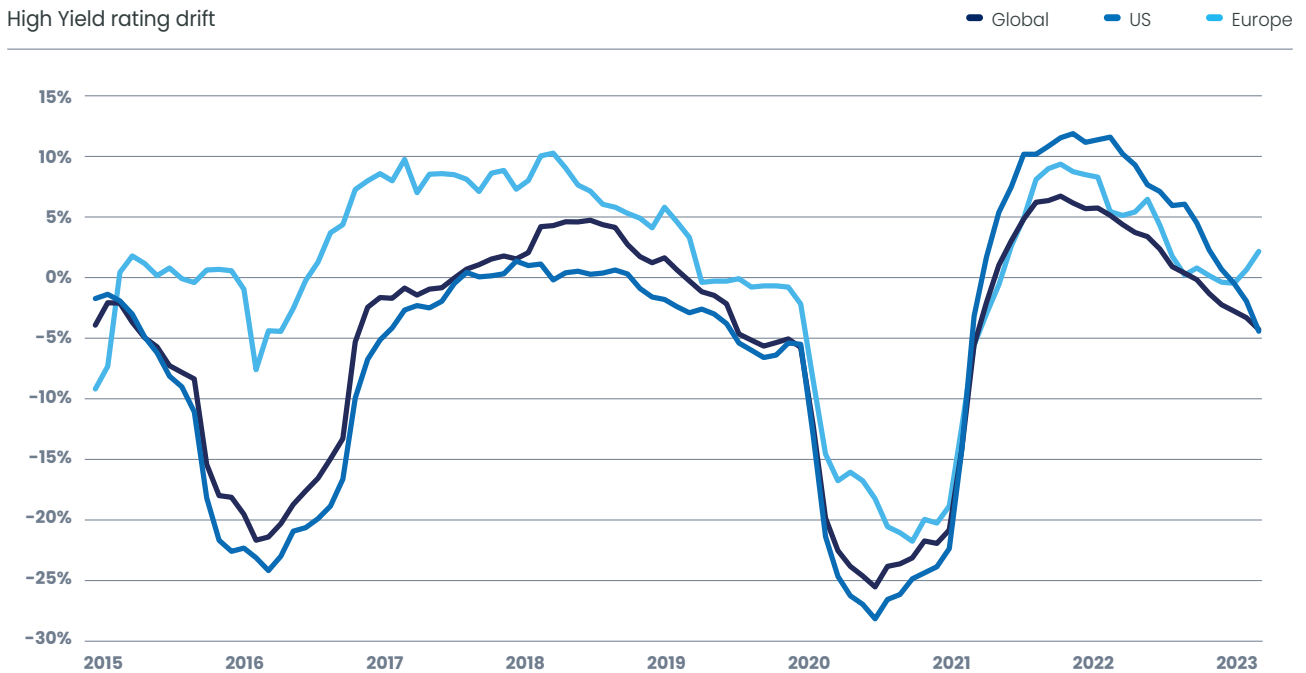
Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur.

Source : Bloomberg – Données au 31/05/2023

Nous restons en revanche neutre sur la partie crédit à haut rendement qui dispose d'un rendement attrayant mais dont la dynamique de dégradation des notations dans un environnement de resserrement des conditions de crédit pourrait peser sur la classe d'actifs.

Graphique 3 :

High Yield rating drift



Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur.
Sources : Moody's, Candriam

Nous favorisons les obligations émergentes qui offrent un portage élevé et devrait bénéficier d'un environnement de banques centrales accommodant compte tenu de la décline de l'inflation engagée dans les pays émergents. Un dollar moins vigoureux serait également un catalyseur positif. Nous surpondérons cette classe d'actifs via la devise locale.

Graphique 4 :

Local currency - Yields and Spreads above 1 SD



Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur.
Sources : Bloomberg, Datastream, Candriam

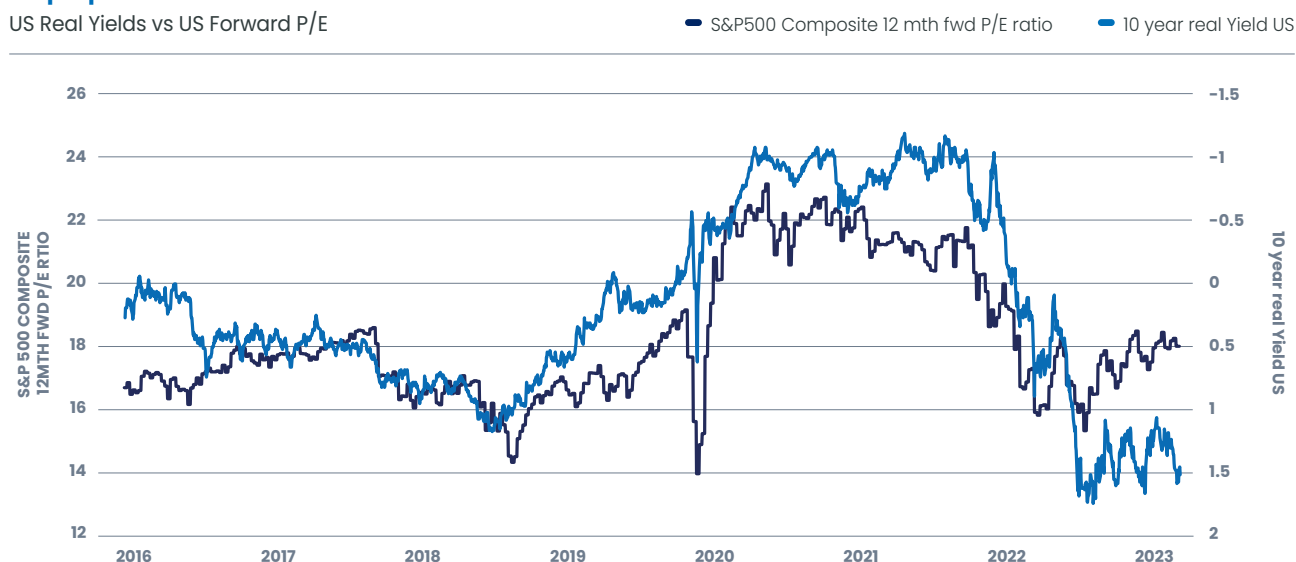
Actions : Le meilleur semble déjà intégré

Sur les actions, malgré des conditions économiques relativement favorables (atterrissage en douceur de l'économie), le marché semble dans un tunnel avec un potentiel d'appréciation limité. Nous sommes surpondérés sur les marchés émergents, neutres sur les Etats-Unis et sous-pondérés sur la Zone Euro.

Nous adoptons une position neutre sur les actions. En effet, malgré un mix croissance/inflation positif prévu pour 2023 et 2024, le rebond des marchés observé dans les pays développés nous semble déjà intégrer ces bonnes nouvelles. Les valorisations sont relativement élevées et plus particulièrement pour les Etats-Unis dont la valorisation se trouve dans le 87% percentile sur un historique de 20 ans³, en décalage avec le niveau attendu compte tenu de l'inflation actuelle et du niveau des taux d'intérêt réels. Par ailleurs, les croissances de bénéfices attendues aux Etats Unis et en Europe intègrent déjà nos attentes de croissances économiques positives pour 2023 et 2024 et laissent peu de marge de sécurité.

Graphique 5 :

US Real Yields vs US Forward P/E



Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur.

Sources : Bloomberg, Datastream, Candriam

3 - Sources : Bloomberg, Candriam

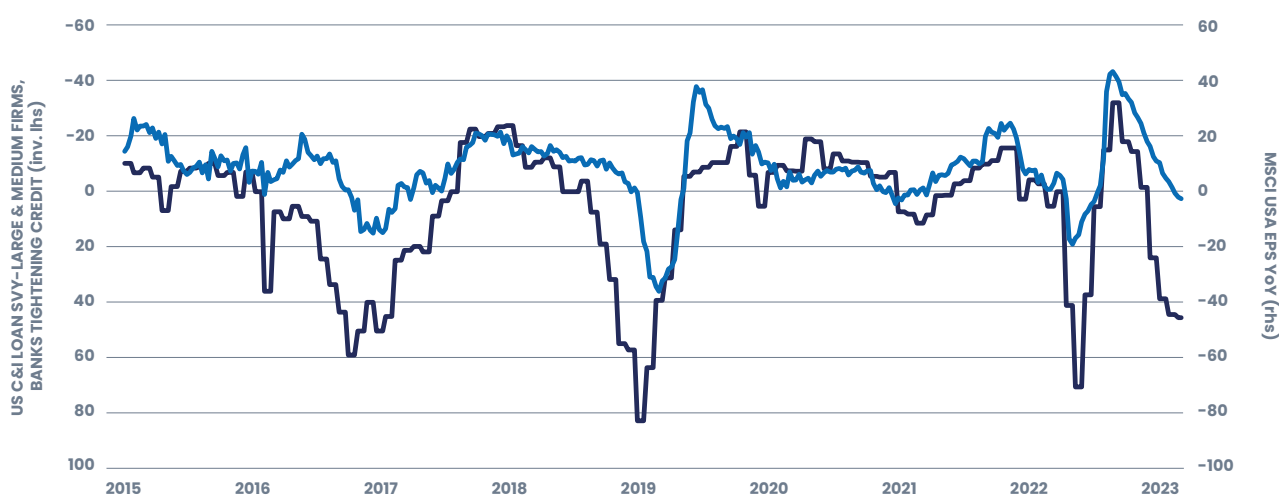
Le potentiel de hausse nous apparaît donc limité en l'absence d'une nouvelle accélération de la croissance tandis que de nombreuses incertitudes persistent.

Aux Etats-Unis, les marges sont attendues en hausse pour les prochains mois alors même que la décélération de l'inflation dans un environnement de marché de travail toujours aussi tendu semble être un frein pour l'expansion des marges. En outre, le fléchissement marqué des indicateurs avancés de crédit milite pour une prudence quant aux attentes de bénéfices positifs dans les prochains mois.

Graphique 6 :

US EPS growth vs Senior Loan Officer Survey

■ US C&I LOAN SVY-LARGE & MEDIUM FIRMS, BANKS TIGHTENING CREDIT (inv. Lhs)
 ■ MSCI USA EPS YoY (rhs)



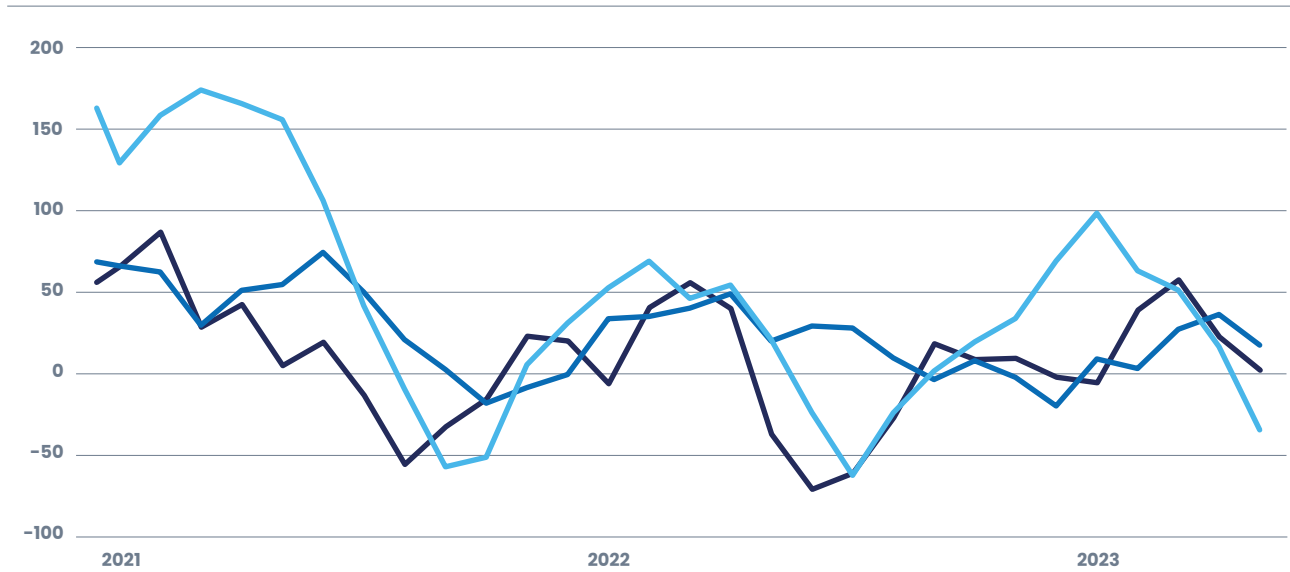
Sources: Bloomberg, Datastream, Candriam

En Europe, les risques sur la croissance nous semblent orientés à la baisse. La zone a bénéficié d'un environnement particulièrement favorable au premier semestre lié à la baisse des prix du gaz, la réouverture de la Chine et d'une diminution relative des risques géopolitiques permettant aux indices européens de se classer parmi les régions les plus performantes en euros depuis le début de l'année. Ces événements ne seront plus un soutien aussi marqué dans la deuxième partie de l'année tandis que la persistance de l'inflation pourrait contraindre la BCE à continuer de relever ses taux, impactant les conditions de crédit et donc l'économie européenne.

Graphique 7 :

Citi Economic Surprise index

- US Citi economic surprise
- Emerging Citi economic surprise index
- Euro Citi economic surprise



Sources: Bloomberg, Datastream, Candriam

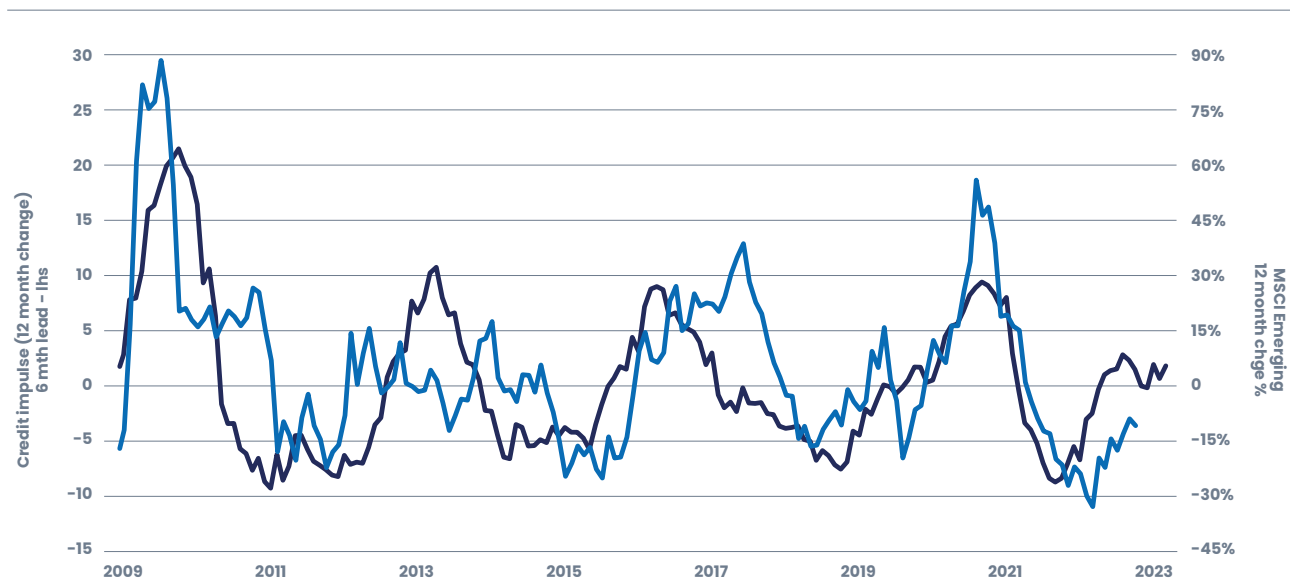
Dans les pays émergents, la situation nous semble relativement plus favorable. Compte tenu de la baisse soutenue des chiffres d’inflation et d’un cycle de resserrement monétaire commencé antérieurement aux banques centrales des pays développés, les conditions financières devraient être

plus favorables. En outre, au vu de nos anticipations d’un dollar américain plus faible, la zone devrait être positivement impactée. Enfin, bien que la réouverture de la Chine soit décevante pour le moment, nous n’excluons pas qu’un soutien monétaire et/ou fiscal plus massif puisse supporter la région.

Graphique 8 :

China Credit Impulse vs EM Equity performances

- Credit impulse (12 month change) - 6 mth lead - lhs
- MSCI Emerging 12 month chge %



Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur.
Sources : Bloomberg, Datastream, Candriam

Certains thèmes demeurent toutefois porteurs

Compte tenu du ralentissement de l'économie, nous surpondérons les valeurs défensives de qualité tel que les valeurs de santé ou de consommation courante. Nous surpondérons également les thématiques de long terme tel que la transition énergétique et l'automatisation.

Malgré des indicateurs d'activité en détérioration, notamment dans le secteur manufacturier, les valeurs cycliques ont surperformé les valeurs défensives (cf. graphique ci-après) anticipant une réaccélération de l'activité, ce qui n'est pas notre scénario central.

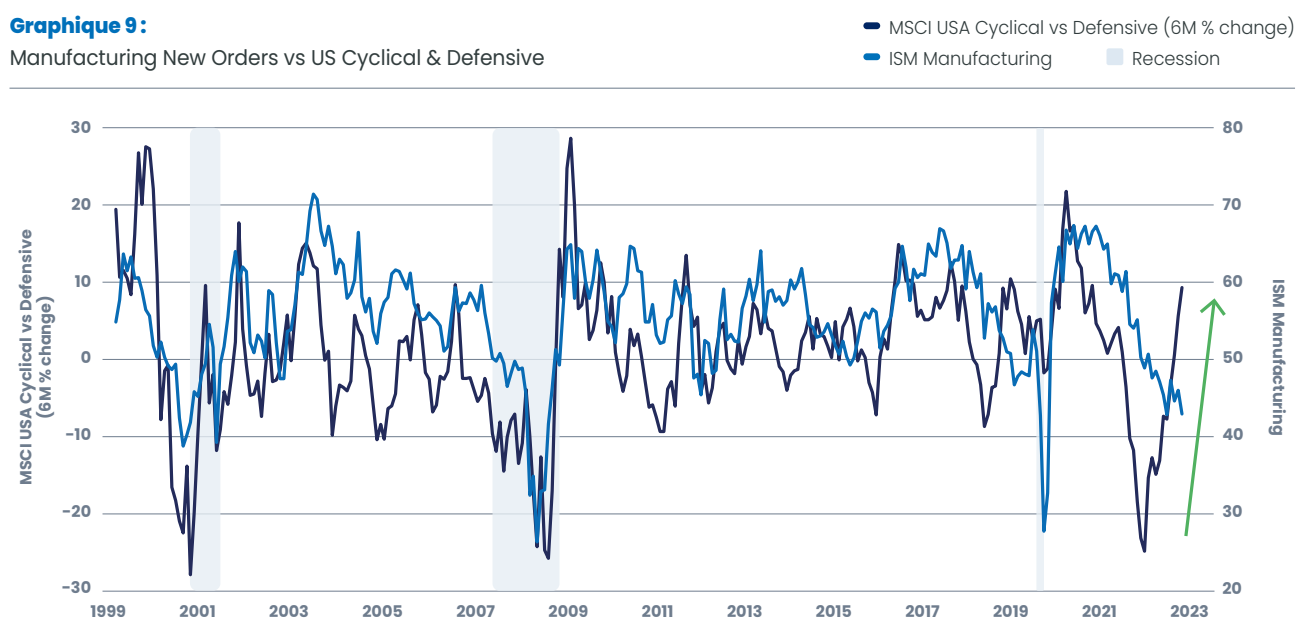
En parallèle, il nous apparaît que les valeurs défensives et de qualité sont plus à même de faire

face à un cycle de ralentissement associé à une inflation persistante et pour lesquelles leur pouvoir de détermination des prix sera primordial.

Nous privilégions également les thématiques de long terme orientées autour de la transition énergétique et de l'automatisation. Ces valeurs devraient être moins impactées par les cycles économiques et bénéficier des enjeux géopolitiques structurels autour de la diminution de nos impacts environnementaux, de la nécessité de rapatrier certaines activités qui participent à la souveraineté des Etats ainsi que du développement de l'intelligence artificielle.

Graphique 9 :

Manufacturing New Orders vs US Cyclical & Defensive



Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur.

© MSCI. All rights reserved

Sources : Bloomberg, Datastream, Candriam

L'Or et le Yen comme valeurs refuges

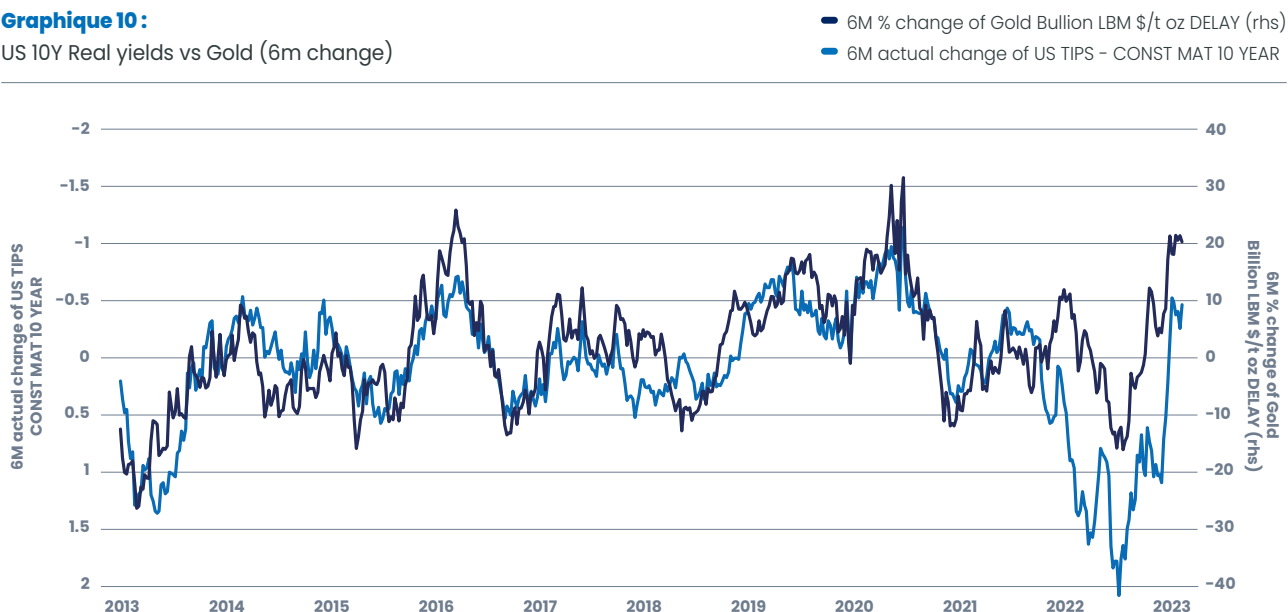
La fin du cycle de resserrement monétaire de la Réserve fédérale nous incite à nous positionner sur les devises hors-USD. Par ailleurs, nous sommes positifs sur le Yen japonais et l'or qui offrent une couverture en cas de retour du stress sur les marchés.

Avec la fin du resserrement monétaire américain et une croissance relative inférieure à l'Europe et aux pays émergents en 2024, nous privilégions les devises hors-USD en portefeuille et notamment les devises émergentes via notre exposition sur la dette émergente locale.

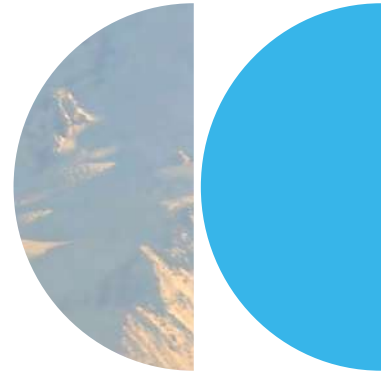
Nous sommes aussi positionnés sur des valeurs refuges tel que l'or et le Yen. Ce dernier pourrait également bénéficier de la fin possible du process de contrôle de la courbe de taux par la BOJ compte tenu des chiffres d'inflation récemment supérieurs aux objectifs de la banque centrale japonaise.

Graphique 10 :

US 10Y Real yields vs Gold (6m change)



Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur.



Avec une croissance faible mais positive, évitant la récession des deux côtés de l'atlantique ainsi qu'une inflation sous-jacente ne se détendant que graduellement, les banques centrales devront garder le pied sur le frein pendant le deuxième semestre.

Les marchés financiers intègrent déjà ce scénario positif de « soft landing » justifiant les bonnes performances depuis le début de l'année. Les surprises positives risquent d'être plus rares pendant le deuxième semestre justifiant une certaine prudence sur les actifs risqués.

Nous nous positionnons sur les actifs de portage les plus à même de bénéficier du cycle actuel tels que le crédit de haute qualité en Europe ou la dette des pays émergents. Nous sommes prudents sur les actions et privilégions les actions émergentes au détriment des actions européennes couvrons le risque de nos portefeuilles en nous positionnant sur le JPY et l'Or.



139 Mds €

**d'actifs sous gestion
Décembre 2022***



600

**experts
à votre service**



+25 ans

**Leader dans
l'investissement responsable**

Ce document est fourni à titre d'information et à des fins éducatives uniquement et peut contenir des opinions de Candriam et des informations propriétaires. Il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment ; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable.

* À compter du 31/12/2022, Candriam a apporté des modifications à sa méthodologie de calcul des actifs sous gestion (AUM), qui incluent désormais certains actifs tels que les AUM non discrétionnaires, la sélection de fonds externes, les services d'« overlay », y compris les services de sélection ESG, les services de [conseil en gestion], les services en marque blanche et les services de conseil en portefeuille modèle qui ne sont pas qualifiés d'actifs sous gestion réglementaires, tels que définis dans le formulaire ADV de la SEC. Les actifs sous gestion sont déclarés en USD. Les actifs sous gestion non libellés en USD sont convertis au taux spot du 31/12/2022.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.
WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY