



Perspectives Macroéconomiques et d'investissements

2023 : l'année de l'inflexion ?

1. Convictions macroéconomiques pour le second semestre 2023

Les actifs risqués s'affichent largement dans le vert depuis le début de l'année, dans un effet miroir par rapport à l'année dernière. Alors que nous abordons la seconde partie de l'année, trois thématiques persistent et semblent être sources de volatilité : l'inflation, la récession et la liquidité.

Une inflation structurelle

Bien que l'inflation ait pivoté, **celle-ci demeure soutenue par des mutations structurelles liées à la démographie** (vieillesse de la population mondiale en âge de travailler), au **changement du mix énergétique** (la transition énergétique est inflationniste tout comme le non redémarrage des investissements dans le gaz et le pétrole de schiste et le moindre accès au gaz russe bon marché) et à **la démondialisation** (la mondialisation a été un facteur de déflation et l'optimisation moindre de la production de biens et services est aujourd'hui inflationniste).

La récente désinflation observée de part et d'autre de l'Atlantique a été principalement due à la composante énergétique : cette dernière contribue désormais négativement à l'inflation aux Etats-Unis et diminue très fortement en Zone Euro. En parallèle, les prix des services restent à des niveaux élevés tandis que l'inflation alimentaire en Zone Euro demeure importante. Enfin, l'inflation s'est également étendue au marché de l'emploi : les taux de chômage aux Etats-Unis et en Zone Euro sont aux niveaux les plus bas jamais enregistrés alors que les salaires continuent d'augmenter.

L'inflation semble donc ancrée dans les économies et reste à des niveaux encore (trop) élevés et bien loin des objectifs des principales banques centrales. Contre-intuitivement, les marchés financiers semblent sous-estimer la persistance de cette hausse de prix : aux Etats-Unis par exemple, le marché estime que l'inflation reviendra sous le seuil des 2% dans un an¹.

Un risque de récession grandissant

¹ Source: Bloomberg, breakeven inflation 1 an, données au 09/06/2023.

En parallèle, **la récession semble gagner du terrain**. A l'heure où de nombreux indicateurs macroéconomiques ont largement amorcé une décélération et sont, pour certains, proches des niveaux compatibles avec ceux d'une récession, les perspectives de croissance des bénéfiques demeurent à des niveaux records. Néanmoins, il est important de garder à l'esprit que **la correction des bénéfiques par actions (BPA) survient souvent de manière brusque en période de récession** et peut ainsi être source de volatilité majeure, notamment sur les marchés actions.

Une liquidité en baisse

Depuis 2022, les marchés financiers ont traversé des périodes de volatilité exacerbée. Celles-ci sont alimentées notamment par le changement du régime des taux : nous avons assisté à une transition d'une longue période de liquidités abondantes, avec des taux très bas voire négatifs, vers un environnement où le prix de l'argent augmente alors que la quantité en circulation diminue. En ce sens, et compte tenu du chemin que doivent parcourir les banques centrales quant à la réduction de leurs bilans, la baisse de la liquidité ne pourrait en être qu'à ses débuts.

Nous assistons donc à un changement de régime sur les marchés financiers marqué par une inflation plus structurelle couplée à un risque de récession et à une liquidité en baisse. Les marchés doivent donc s'ajuster à cette nouvelle dynamique et les valorisations actuelles ne semblent pas, pour certaines, pleinement intégrer l'ensemble de ces facteurs.

2. Quelles opportunités dans ce contexte ?

Face à ces marchés disloqués, des opportunités d'investissement émergent, à condition de savoir les identifier : ici, la sélectivité sera essentielle. Voici nos principales convictions pour le second semestre 2023.

L'obligataire : une classe d'actifs à privilégier

Dans cet environnement inflationniste et de taux d'intérêts plus élevés, la valeur relative entre les actifs risqués a évolué et le **marché obligataire semble de plus en plus attractif**.

De manière générale, nous maintenons pour l'instant une **sensibilité toujours limitée aux taux** : le marché doit encore s'ajuster selon nous avant d'aller chercher des durations plus longues et **la faible pente de la courbe de crédit²** réduit l'attractivité des maturités éloignées.

En termes de segments, nous maintenons une préférence pour les segments de qualité, notamment l'*Investment Grade (IG)*. En effet, la hausse des taux d'intérêt observée en 2022 a fait passer le rendement des émetteurs *Investment Grade (IG)* en territoire positif après des années de rendements faibles ou négatifs. En parallèle, l'écartement des primes de risque en 2022 a étiré les spreads IG à des niveaux supérieurs à 150bps, un niveau historiquement

² Source : Tikehau IM, Bloomberg

compatible avec une période de récession³. **Nous pensons que ce risque de récession est en partie intégré dans les niveaux actuels de spreads IG. Le réajustement des spreads a été selon nous proportionnellement plus important en IG que sur la classe d'actifs HY (haut rendement)⁴.**

Nous pensons qu'il existe également **des opportunités intéressantes au sein des obligations subordonnées financières** : après des mois de sous-performance, **les valorisations sont aujourd'hui à un niveau de décote historique. En parallèle, les banques affichent des fondamentaux solides** : elles sont désormais bien capitalisées, elles affichent une bonne rentabilité, en partie grâce à l'impact de la hausse des taux sur leurs marges d'intérêt, et elles ont constitué des provisions prudentes pendant la pandémie, qui pourraient servir de protection contre d'éventuelles pertes de crédit en cas de récession.

Actions : la sélectivité comme maître-mot

Nous sommes plus prudents en ce qui concerne les actions car, compte tenu des valorisations relativement élevées et des perspectives de croissances des bénéficiaires à des niveaux records, le risque de récession ne semble pas totalement intégré dans les prix.

Nous maintenons un positionnement défensif, en nous concentrant sur les entreprises que nous estimons de haute qualité. Celles-ci affichent une rentabilité et des flux de trésorerie importants qui, lorsqu'ils sont réinvestis dans l'entreprise, peuvent générer selon nous une performance significative pour les investisseurs patients. De plus, ces sociétés sont capables de faire preuve d'une plus grande résilience dans un environnement de récession, ont un pouvoir de fixation des prix, sont moins sensibles au cycle économique et affichent des valorisations raisonnables selon nous après une année 2022 difficile.

De plus, le réajustement des valorisations a été proportionnellement plus marqué sur les actifs européens qu'américains. Sur les marchés actions par exemple, les multiples de valorisation américains s'affichent largement au-dessus de leur médiane sur les 20 dernières années, tandis qu'en Europe, les niveaux de ratios cours/bénéfices (*P/E*) sont plus bas⁵. Pour autant, une fois de plus, l'analyse fondamentale restera clé car les opportunités existent des deux côtés de l'Atlantique.

En conclusion, ce changement de régime continuera de créer de fortes dislocations de marché : il faudra favoriser le travail d'analyse fondamentale et de sélection de valeurs, tant sur les marchés obligataires qu'actions. En parallèle, et face à des valorisations qui se sont renchériées, la probabilité d'obtenir un meilleur point d'entrée d'ici à la fin de l'année est élevée selon nous. Néanmoins, certains segments offrent déjà des opportunités d'investissement et la sélectivité demeure clé pour les identifier.

AVERTISSEMENT

³ Source : Tikehau IM, Bloomberg

⁴ Source : Tikehau IM, Bloomberg

⁵ Source : Factset, Goldman Sachs

Ce document a été préparé par Tikehau Capital dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à la charge de Tikehau Capital.

Les informations contenues dans le présent document ne constituent pas une offre de souscription ou une sollicitation d'acquiescer des titres, options, parts de fonds ou tout autres produits ou services, ou une recommandation de réaliser un investissement ou une transaction. Il ne tient aucun compte des objectifs d'investissement ou des besoins financiers du destinataire. Aucune action ne doit être entreprise ou omise sur la base de ce document.

Le présent document ne constitue pas un conseil sur des questions juridiques, fiscales ou d'investissement. Les destinataires doivent donc se fier à leur propre examen de ces questions ou demander conseil. Avant d'effectuer tout investissement (nouveau ou continu), veuillez consulter un conseiller professionnel et/ou un conseiller en investissement.

La responsabilité de Tikehau Capital ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ce document. Les déclarations dans ce document sont émises à compter de la date de ce document, sauf indication contraire, et la transmission du document n'implique pas que les informations qui y sont contenues sont exactes à compter de toute date ultérieure. Toutefois les informations réunies dans ce document proviennent de sources dont Tikehau Capital a fait ses meilleurs efforts pour s'assurer de la fiabilité en tous ses aspects à compter de la date de ce document.

Certaines informations de nature économique ou de marché contenues dans ce document proviennent de sources publiées par des tiers. Alors que ces sources sont considérées comme fiables, ni Tikehau Capital, ni les membres de l'équipe de gestion ne peuvent être tenus responsables quant à l'exactitude de ces informations.

Toute déclaration contenue dans ce document et faite dans le cadre d'une opinion et/ou d'une croyance, ainsi que toute prévision, ou déclaration relative aux attentes, concernant des futurs événements ou de la performance potentielle d'un fonds, représente seulement la propre évaluation de Tikehau Capital, et son interprétation des informations disponibles à compter de la date du présent document. En raison de ces divers risques et incertitudes, les résultats réels peuvent différer considérablement de ceux reflétés dans ce document.

Il est également précisé que ce document n'a fait l'objet d'aucune vérification ou approbation d'une autorité de tutelle.

Pour plus d'informations, veuillez contacter Tikehau Capital.