

Perspectives 2023

Rédigé le 7 février 2023

Retrouvez les réponses des gérants et experts de Natixis IM et ses affiliés aux principales questions que vous nous avez posées lors du grand Live des Perspectives 2023.



Compte tenu du contexte de hausse des taux, peut-on parler de krach obligataire en 2022 ?

Le terme est peut-être un peu excessif, il n'en demeure pas moins qu'un portefeuille standard d'obligations allemandes de maturité 7-10 ans, a perdu environ 20% de sa valeur sur l'année dernière. Pour un actif dit « sans risque », c'est effectivement considérable !

La bonne nouvelle c'est que cette perte est liée au fait que les taux sont remontés. On est sorti de la période de taux négatifs. L'investisseur est enfin rémunéré pour son placement. L'année 2022 a été particulièrement pénible, mais l'année 2023 pourrait donc être bien différente.



Comment les Banques Centrales (BCE et FED) se sont-elles comportées et pourquoi adoptent-elles ce type de politique monétaire ? Peuvent-elles être infléchies ?

Les banques centrales ont été confrontées à une inflation plus importante et surtout plus persistante qu'attendue. En parallèle les économies ont plutôt bien absorbé le choc énergétique en particulier grâce aux supports budgétaires très ambitieux.

Dans un contexte de très forte inflation et de résilience de l'activité, les banques centrales ont donc adopté une politique agressive de remontée des taux. Nous touchons à la fin de cette période de hausse des taux. La Fed devrait arrêter ses hausses au T1 de cette année (avec des Fed funds dans la fourchette 4,75% - 5,00%), la BCE au T2 (avec un taux de dépôt à 3,00%). En revanche, nous pensons que la résilience de l'inflation à un niveau élevé, empêchera les banques centrales d'infléchir leur politique cette année. Elles devront attendre 2024 pour ramener les taux à un niveau plus modéré.

Les taux devraient donc rester élevés et stables sur la seconde moitié de l'année.

3 Que signifie l'inversion de la courbe des taux ?

Les taux directeurs des banques centrales, les taux courts donc, sont élevés en ce moment pour lutter contre l'inflation. A terme toutefois, lorsque l'inflation retournera vers un niveau plus compatible avec l'objectif de 2% des banques centrales, les taux directeurs seront abaissés pour revenir vers leur niveau d'équilibre.

C'est l'histoire que nous raconte la courbe des taux : un chemin qui reste à la hausse pour encore quelques mois mais l'année prochaine des taux qui recommencent à baisser, même s'ils ne reviendront pas en territoire négatif. Les taux longs sont donc inférieurs aux taux courts car ils anticipent cette baisse à venir.

D'où l'inversion de la courbe.

4 Les obligations indexées sur l'inflation présentent-elles des perspectives de rendement attrayantes ?

Nous pensons que ces obligations sont effectivement attrayantes. D'une part car elles anticipent une très forte baisse de l'inflation, un retour rapide vers 2% dès la fin de l'année, ce qui nous semble bien optimiste. Si l'inflation est plus inerte et reste élevée plus longtemps, ce qui est notre anticipation, ces actifs devraient bien performer.

D'autre part il s'agit du meilleur actif pour se protéger contre un nouveau choc inflationniste. Même si ce n'est pas notre scénario central, la réouverture de la Chine par exemple peut faire remonter le cours des matières premières et donc l'inflation. Si un tel scénario se matérialisait, posséder des obligations indexées sur l'inflation constitue une police d'assurance pertinente.

5 Pensez-vous qu'une récession soit inévitable aux Etats-Unis et en Europe ?

La croissance mondiale ralentira en 2023, tirée par le reflux significatif de l'activité des pays développés. Bien qu'en net ralentissement, et même si nous n'excluons pas un ou deux trimestres de contraction du PIB, la zone euro comme les Etats-Unis pourraient échapper à la récession (voir le tableau des prévisions ci-dessous). Notons que l'acquis de croissance de la zone euro s'élève à 0.4% pour 2023 et que de puissants amortisseurs seront à l'œuvre pour lisser les chocs énergétiques et inflationnistes qui produiront leurs effets maximaux courant 2023. L'épargne constituée d'une part et la politique budgétaire d'autre part seront utilisées à cette fin. La croissance du PIB mondial sera par ailleurs maintenue à flot grâce à la contribution des économies émergentes, soutenues pour partie par la réouverture graduelle de l'économie chinoise.

Prévisions de croissance du PIB - Scénario central

	2020	2021	2022*	2023*	2024*
Monde	-2.9%	5.0%	2.5%	1.6%	2.6%
Pays avancés	-5.0%	5.0%	2.2%	0.2%	1.2%
Etats-Unis	-3.5%	5.4%	1.7%	0.3%	1.5%
Zone Euro	-6.8%	4.9%	3.4%	0.2%	1.0%
Royaume-Uni	-10.0%	6.3%	3.0%	-0.4%	1.5%
Japon	-5.2%	2.0%	1.1%	0.1%	0.4%
Pays émergents	-1.3%	4.9%	2.7%	3.0%	3.9%
Chine	2.3%	7.8%	3.3%	4.0%	4.6%
Brésil	-4.1%	2.3%	1.9%	1.0%	1.8%
Inde	-8.0%	9.2%	6.6%	5.4%	6.3%
Russie	-3.0%	3.1%	-7.3%	-4.5%	-1.2%

Sources: NIM Solutions

Quelles sont vos anticipations sur le marché chinois ?

La Chine a opéré un virage à 180 degrés en décidant de mettre un terme à la politique « zéro covid ». Cette réouverture n'est pas sans risque. La pression sur le système de santé et sur l'appareil productif restera forte en ce début d'année favorisant une reprise en dents de scie. La réouverture pleine et totale de la Chine interviendrait dans le courant du second trimestre dans un contexte où les économies avancées entreraient dans la phase visible du ralentissement affaiblissant ainsi la demande externe adressée à la Chine.

Le secteur de l'immobilier constitue une source de préoccupations majeures qui dépasse le simple cadre conjoncturel en raison de ses ramifications avec le secteur bancaire. Les autorités jouent pour le moment la carte de la stabilisation et non celle d'un soutien massif afin d'éviter d'engendrer de nouveaux déséquilibres. Dans ce contexte nous attendons une poursuite de la hausse du marché Chinois et préconisons d'y être investi.

Quelles sont vos anticipations sur 2023 concernant la publication des résultats des entreprises et sur leur éventuel risque de défaillance ou de faillite ?

Nous estimons que la zone euro est plus à même de tirer avantage de la réouverture de la Chine que ne le sont les actions américaines. Les entreprises du secteur industriel ou encore celles œuvrant dans le secteur du luxe disposent d'une exposition naturelle au redressement de la demande chinoise. Bien que très faible, nous constatons néanmoins que la croissance des bénéfices escomptée en zone euro pour cette année a déjà fait l'objet d'une révision à la hausse, là où elle a été revue à la baisse aux Etats-Unis. Le scénario d'un soft landing européen combiné à cette exposition au facteur Chine nous ont conduit à surpondérer de manière relative les actions de la zone euro par rapport aux actions américaines. Gare toutefois au facteur banque centrale qui agira de manière plus contraignante en Europe notamment au T2.2023.

Certains secteurs d'activité sont-ils à privilégier pour 2023 ?

• **A ce jour le secteur des Telecoms nous paraît intéressant pour les raisons suivantes :**

- Détente de la réglementation, flexibilisation de la tarification sur l'exploitation de la fibre ;
- Les réseaux concurrents sont désormais le seul obstacle à l'accélération de la croissance et des rendements pour certaines entreprises titulaires ;
- Activité importante et dynamique de l'activité fusions/absorptions sur ce secteur.
Plus de deals en 2 ans que sur ces 10 dernières années (Exemple : Masmovil/Orange mi 2023) ;
- Nouvelles sources de revenus : le paiement des fournisseurs de contenu pour transiter via les réseaux Telcos (comme c'est déjà le cas en Australie) ;
- Afin de couvrir les zones rurales encore abandonnées, les gouvernements et le Fonds européen de relance débloquent des fonds pour les opérateurs de télécommunications.

• **Également le secteur des services aux collectivités locales pour les raisons suivantes :**

- Ce secteur pourrait bénéficier d'initiatives politiques telles qu'une réponse potentielle de l'Europe à la loi américaine sur la réduction de l'inflation ;
- Ce secteur bénéficie d'une croissance structurelle avec des possibilités d'investissement plus importantes et également une augmentation du pouvoir d'établissement des prix, ce dernier élément étant essentiel à la capacité du secteur de répercuter des coûts plus élevés ;
- Il s'agit d'un modèle d'affaires défensif dont la sensibilité au PIB est nulle ou négligeable dans un contexte de récession ;
- Le secteur offre toujours de la valeur malgré la hausse des taux d'intérêt ;
- La stabilisation possible des taux obligataires élimine le vent défavorable de 2022 et pourrait alimenter une réévaluation.

• **Pour finir, le secteur de la Banque en zone euro :**

- Les taux à court terme sont plus importants pour la rentabilité et devraient continuer d'augmenter au S1.2023 ;
- Le secteur est toujours sous-évalué malgré la révision du bénéfice par actions ;
- Les banques sont bien capitalisées depuis la crise de 2008 avec des ratios de solvabilités au niveau requis.



Avez-vous une préférence pour certaines zones géographiques ?

Quid du Japon et des Etats-Unis ? L'action de la Banque Centrale du Japon, qui est intervenue pour endiguer la chute de la devise, devrait se poursuivre en 2023. La normalisation de la politique monétaire (le taux d'intérêt directeur sera vraisemblablement ramené à 0%) soutiendra le Yen et affaiblira les performances à l'export des entreprises dans un contexte où la croissance des coûts (notamment de la main d'œuvre) pèse sur leurs bénéfices et in fine leur trajectoire boursière. Nous réduisons notre exposition pour revenir vers la neutralité.

Notre positionnement tactique à la faveur des actions européennes ne doit pas faire oublier que les indices américains ont un « biais croissance » qui leur permettra de profiter du rebond des économies américaine et mondiale lorsque celles-ci repartiront. Ce scénario, qui sera anticipé par les investisseurs dès la fin du T2.2023, suppose que nos économies aient la capacité de repartir significativement. Or une « shallow recession » (reprise de faible ampleur) implique une « shallow recovery » (récession de faible ampleur) ce qui n'est pas de nature à soutenir une croissance vigoureuse des bénéfices. Nous sous pondérons dans ce contexte la zone US dans nos allocations.

Retour en grâce des actions d'Asie émergente : parmi les classes d'actifs qui devraient tirer parti du retour de la Chine en matière de croissance, nous estimons que les actions de la zone Asie émergente disposent de l'exposition la plus favorable pour bénéficier de cette thématique. Nous avons donc significativement augmenté notre exposition vis-à-vis des actions de cette zone. Notons également que la bataille qui oppose la Chine aux Etats-Unis sur la thématique des semi-conducteurs (Chips and Science Act voté cet été par le Congrès Américain) pourrait par effet de cascade bénéficier aux pays de la zone.

10

Les marchés d'actions ont fortement augmenté sur le début d'année, s'agit-il d'un effet rattrapage ou d'une réelle anticipation d'amélioration ?

La quasi-totalité des actifs risqués ont progressé fortement depuis ce début d'année. Ce regain d'optimisme contraste avec le pessimisme de la fin d'année dernière qui a vu les taux remonter sur leurs plus hauts et les actions s'engager dans un mouvement de correction.

Nous pensons que ce regain d'optimisme est le résultat de plusieurs facteurs :

1. La force du consensus avait positionné les investisseurs en retrait des actions au profit du cash surtout en Europe où la situation avait été particulièrement anxiogène depuis février 2022 (guerre en Ukraine, crise énergétique, resserrement monétaire, baisse de l'Euro, Inflation...).
2. Les nouvelles meilleures qu'anticipées alors sur le front de la croissance en zone Euro ont permis aux indices européens de remonter plus vite que les indices américains, creusant ainsi l'écart entre les 2 zones. Cette configuration est assez rare.
3. La réouverture surprise de la Chine a permis au secteur du luxe, très présent notamment en France de surperformer les autres indices.

Nous pensons que la vitesse de cette hausse est liée à un phénomène de rattrapage qui devrait être corrigé en février au moment notamment où la BCE et la FED durciront à nouveau le ton sur le front de leur resserrement monétaire. Cependant l'année 2023 devrait afficher néanmoins une performance positive après une année 2022 de normalisation monétaire brutale et impactante. La volatilité est désormais au plus bas et pourrait remonter dans les semaines qui viennent sur des annonces de résultats décevantes ou des banques centrales contrariantes. La prudence reste de mise pour le Q1, la visibilité devant s'améliorer au Q2 à l'approche de la fin de ce mouvement de resserrement monétaire.

11

Quels sont les impacts sur l'inflation de la transition énergétique et de la relocalisation ?

Les impacts de l'inflation sur la transition énergétique sont nombreux et se sont fait ressentir à différents niveaux de la chaîne de valeur depuis un an. Dans les équipementiers par exemple, nous observons une forte pression sur les marges liées à des coûts d'approvisionnement en matière première notamment de plus en plus élevés. Ce segment de valeurs nous semble de plus en plus risqué alors qu'à l'inverse, les producteurs d'énergies renouvelables sont soutenus par une hausse structurelle des prix de l'énergie. Bien que facialement celle-ci soit favorable, nous ne négligeons pas l'impact d'une réglementation potentielle des surprofits. Nous privilégions dans ce cadre les acteurs intégrés et diversifiés géographiquement. Enfin, une attention particulière est à avoir concernant les niveaux d'endettement. En effet, l'inflation des frais financiers, liée à la hausse des taux d'intérêt, est non négligeable dans un secteur qui nécessite des besoins de financement important.

12 L'Inflation Reduction Act, nouvelle loi américaine en faveur du climat adoptée l'été dernier et qui tend à favoriser la consommation de produits fabriqués aux Etats Unis, ne risque-t-elle pas de jouer en faveur de la zone US à court ou moyen terme ?

L'Inflation Réduction Act a été promulguée en août 2022 aux Etats-Unis et prévoit de consacrer 370Md\$ à des mesures de soutien à la politique industrielle verte américaine. L'Union Européenne a souligné que ces mesures pouvaient entraîner plusieurs conséquences comme favoriser les produits américains soutenus par des mesures de subventions à l'achat, augmenter la compétitivité des entreprises américaines grâce à l'allègement fiscal et accélérer le risque de course à la subvention à la production. En réaction, en décembre 2022, les chefs d'État et de gouvernement ont demandé à la Commission européenne de proposer début 2023 des mesures visant à améliorer les investissements climatiques et la compétitivité de l'industrie européenne. Dans ce cadre, Ursula von der Leyen, a présenté lors du Forum économique mondial à Davos la réponse de l'Union Européenne s'articulant autour des aspects réglementaires, de financements, de compétences et de commerce.

13 Pouvons-nous parler aujourd'hui d'une nouvelle révolution industrielle liée à la transition écologique ?

S'il ne s'agit pas d'une nouvelle révolution industrielle, c'est a minima un changement de paradigme. La transition écologique concerne absolument tous les acteurs économiques, publics et privés. Elle impose une refonte lourde de nos systèmes de production et de consommation. Par ailleurs, cette révolution entraîne l'émergence de nouveaux secteurs d'activités ou segments de marché. Par exemple, les « technologies bas carbone » avec des sociétés offrant des technologies de rupture favorables à la transition énergétique (matériaux, équipementiers, technologie). Les « solutions d'efficience », qui concernent des leaders mondiaux de l'efficacité énergétique (industrie, chimie, construction, transport, recyclage). Les « producteurs d'énergie » offrant une production bas carbone, conforme aux exigences d'une trajectoire 1.5 degrés (services aux collectivités et énergies renouvelables). Enfin, les « facilitateurs », entreprises bas carbone offrant des services qui facilitent la transition énergétique (banques, assurance, certification, mesures environnementales, éco-conception). Il faut impérativement regarder l'économie dans son ensemble pour adresser le sujet de manière pertinente.

MENTIONS LEGALES

Ce document est destiné à des clients non professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Natixis Investment Managers International. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Investment Managers International à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Investment Managers International se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. Natixis Investment Managers International ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. La référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

L'attention des investisseurs est attirée sur les liens capitalistiques existant entre le Groupe BPCE, et les entités citées, il peut exister un risque de conflits d'intérêts.

Document non contractuel, achevé de rédiger en février 2023.

BPCE : Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 180 478 270 € - RCS Paris n° 493455042 - Siège social : 7, promenade Germaine Sablon 75013 PARIS - RCS Paris N° 493 455 042.

Natixis Investment Managers International : Société anonyme au capital de 94 127 658,48 euros – 329 450 738 RCS Paris - Agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), sous le numéro GP 90-009.- Siège social : 43, avenue Pierre Mendès France - 75013 Paris - www.im.natixis.com