

L'hiver approche...



SEPTEMBRE 2023

Communication publicitaire



Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset



Florence Pisani

Global Head of Economic
Research

Les banques centrales des pays développés vont-elles réussir leur pari de ramener l'inflation vers leur cible de 2 % d'ici fin 2024 sans provoquer de récession ? La Chine peut-elle encore éviter d'entrer en déflation ? Après quelques mois d'accalmie, la remontée des prix du pétrole et des prix agricoles ne risque-t-elle pas de compliquer encore la tâche des banques centrales ?



Perspectives économiques : croissance faible.

La croissance mondiale se poursuit ... à faible régime : la hausse attendue du PIB de 3 % en 2023 comme en 2024 est nettement inférieure aux 3,7 % observés en moyenne sur les années 2004-2019. L'écart s'explique largement par un ralentissement dans les économies émergentes et en particulier en Chine.

En Chine, les forces déflationnistes seront difficiles à contrer

Face aux difficultés des géants de l'immobilier et à une demande des ménages atone, la réponse de Pékin est restée jusqu'ici timide : les exigences d'apport personnel pour l'achat d'un logement ont été un peu abaissées, les autorités ont aussi demandé aux banques d'accélérer le refinancement des prêts hypothécaires existants, et le gouvernement a annoncé une augmentation des déductions fiscales (pour l'éducation, la garde d'enfants...).

Toutefois le soutien apporté par ces mesures sera probablement limité : avec une confiance des ménages toujours déprimée, elles risquent surtout d'alimenter une épargne déjà trop abondante. L'activité ne retrouvera pas son rythme de croissance d'avant la pandémie : les forces déflationnistes auxquelles la Chine est confrontée seront difficiles à contrer.

Les Etats-Unis, en voie de réussir leur pari ?


L'économie américaine continue, elle, de défier les Cassandre. Début 2023, beaucoup pensaient le pari de la Fed perdu d'avance. Non seulement les atterrissages en douceur avaient été relativement peu fréquents au cours des dernières décennies, mais la décélération des salaires nécessaire pour permettre à l'inflation de revenir vers la cible de la banque centrale ne pouvait passer que par une forte remontée du taux de chômage. Le resserrement de 425 points de base de la banque centrale engagé depuis mars 2022 était dès lors destiné à provoquer la récession « nécessaire » pour contrer les tensions inflationnistes. Neuf mois plus tard et après 100 points de base supplémentaires de hausse, la croissance est toujours solide (autour de 2 % l'an au second trimestre et sans doute plus de 2 % au troisième), en

un an l'inflation a reflué de 8,5 % à à peine plus de 3 % en juillet dernier, les créations d'emplois ont nettement ralenti (de plus de 400 000 à 150 000 par mois), et les salaires ont décéléré de 6,5 % en glissement annuel à 4,5 %. Bien sûr, la Réserve fédérale n'a pas encore gagné son pari, mais elle semble en bonne voie – d'autant que la croissance devrait s'infléchir en fin d'année. La consommation des ménages dopée par des effets exceptionnels pendant l'été (sortie de « Barbenheimer » et tournées de Taylor Swift et de Beyoncé !) devrait en effet ralentir. Dans ce contexte, la Réserve fédérale devrait arrêter de monter ses taux mais les maintenir à un niveau élevé pendant encore de longs mois, jusqu'à ce que la détente du marché du travail se confirme et que l'inflation se rapproche clairement de sa cible de 2 %.

Zone euro : croissance à bas régime

En zone euro, la croissance reste faible et les enquêtes conjoncturelles laissent craindre une contraction de l'activité au troisième trimestre. Avec une demande atone, l'investissement des entreprises devrait ralentir et l'investissement résidentiel va continuer de se contracter sous l'effet de la remontée des taux hypothécaires et du durcissement des conditions de crédit. La consommation des ménages devrait accélérer un peu en début d'année prochaine si l'inflation continue de se détendre, mais le niveau déprimé de la confiance et le ralentissement des créations d'emplois laissent penser que le rebond sera modéré. Au total, la croissance resterait faible, le PIB progressant de 0,7 % en 2023 comme en 2024. Le cycle de resserrement de la BCE touche à sa fin, sa Présidente venant d'expliquer que les discussions au sein du conseil

de politique monétaire porteront désormais sur la durée du maintien de ses taux à un niveau restrictif. Plusieurs risques pèsent sur cette prévision. La vitesse de transmission du resserrement monétaire à l'économie réelle est incertaine. Les prix des matières premières pourraient se tendre à nouveau et retarder l'amélioration attendue du pouvoir d'achat des ménages : El Niño et la guerre en Ukraine peuvent pousser les prix agricoles à la hausse; le prix du pétrole pourrait nettement dépasser les 90 dollars retenus dans nos prévisions si l'OPEP+ réduit encore sa production. Les opérateurs de marché comme les banques centrales vont donc pendant plusieurs mois continuer de naviguer à vue, ou pour reprendre l'expression de Jerome Powell lors de son allocution à Jackson Hole le 25 août dernier, de naviguer « aux étoiles dans un ciel nuageux » !



**La croissance mondiale
se poursuit ... à faible
régime.**



Les marchés américains en tête, portés par un mix croissance/ inflation plus favorable.

D'un point de vue marchés, ce décalage entre bonnes surprises économiques aux Etats-Unis et déceptions en Chine et en Europe a eu un impact direct sur les performances des classes d'actifs. Les actions américaines affichent une performance de +17,6 % depuis le début de l'année alors que les actions européennes n'ont progressé que de 9,2 % et les actions émergentes de +4,1 %¹.

Le parcours des actions américaines est d'autant plus remarquable que les taux 10 ans américains ont progressé pendant la même période de 3,9 % à 4,3 %, ce qui aurait pu avoir un impact

négatif sur les valorisations. En réalité, les Etats-Unis ont bénéficié contre toute attente d'une période de quasi « Goldilocks », bénéficiant en même temps d'une croissance plus forte qu'attendue et d'une inflation en constante décélération offrant de facto un support aux actions américaines.

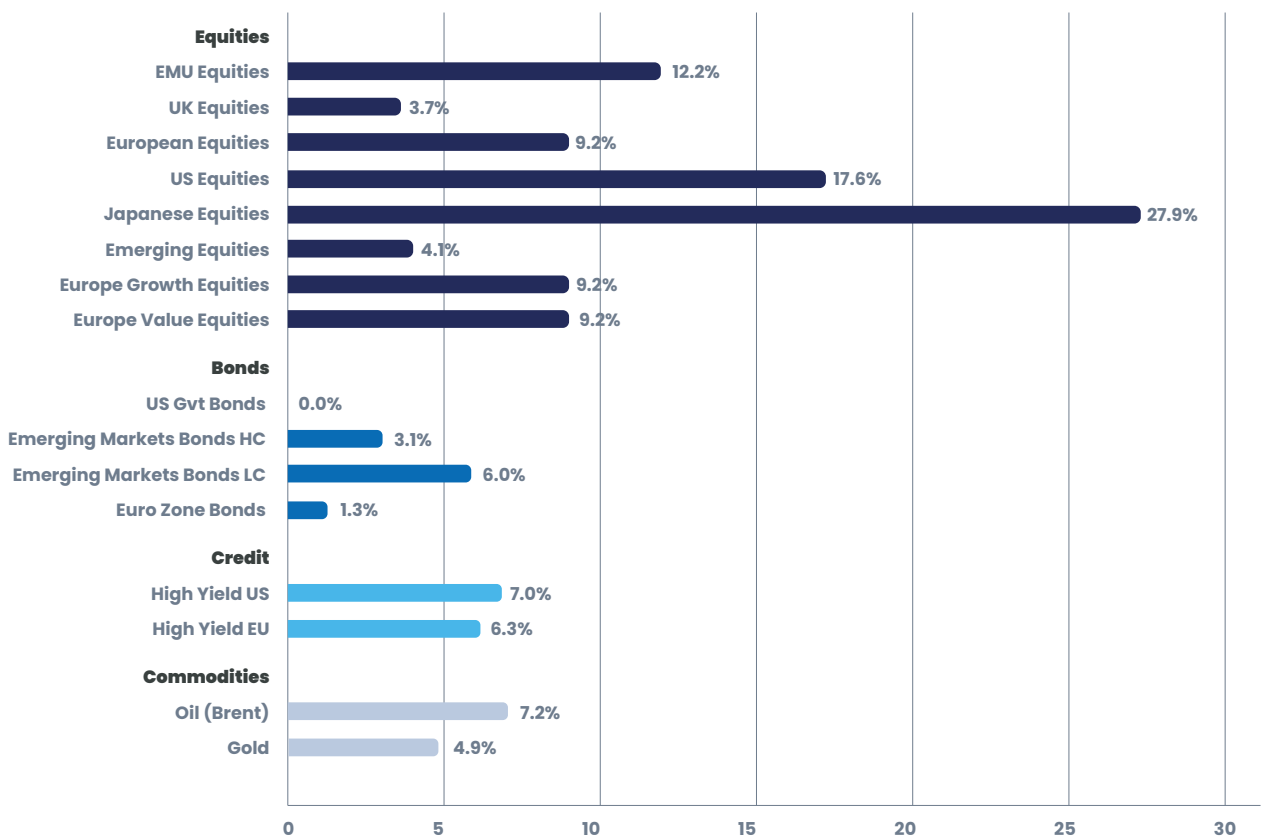
Cet écart de croissance entre les Etats-Unis et le reste du monde a également accru l'écart entre les taux américains et européens, impactant la valeur du dollar américain, qui s'est apprécié de 5 % depuis son point bas du mois de juillet² et de 1,5 % depuis le début de l'année.

1 - Données en euro au 12 septembre 2023 – source : Bloomberg

2 - Donnée entre le 17 juillet et le 12 septembre 2023



Figure 1:
YTD Performance, 12/09/2023



EMU equities: MSCI Daily TR Net EMU Loc, **UK equities:** MSCI Daily TR Net UK Loc, **European equities:** MSCI Daily TR Net Europe, **US equities:** MSCI Daily TR Net USA Loc, **Japanese equities:** MSCI Daily TR Net Japan, **Emerging equities:** MSCI Daily TR Net Emerging, **Europe Growth equities:** MSCI Daily TR Net Growth, **Europe Value Equities:** MSCI Daily TR Net Value, **US Govt Bonds:** JP Morgan GBI US Unhedged LO, **Emerging Market Bonds HC:** JP Morgan EMBI Global Compos, **Emerging Markets Bonds LC:** JP Morgan GBI-EM Broad Diver, **Eurozone Bonds:** JP Morgan GBI EMU Unhedged, **High Yield US:** Ice Bofa US High Yield, **High Yield EU:** Ice Bofa Euro High Yield, **Gold:** Gold Spot \$/Oz

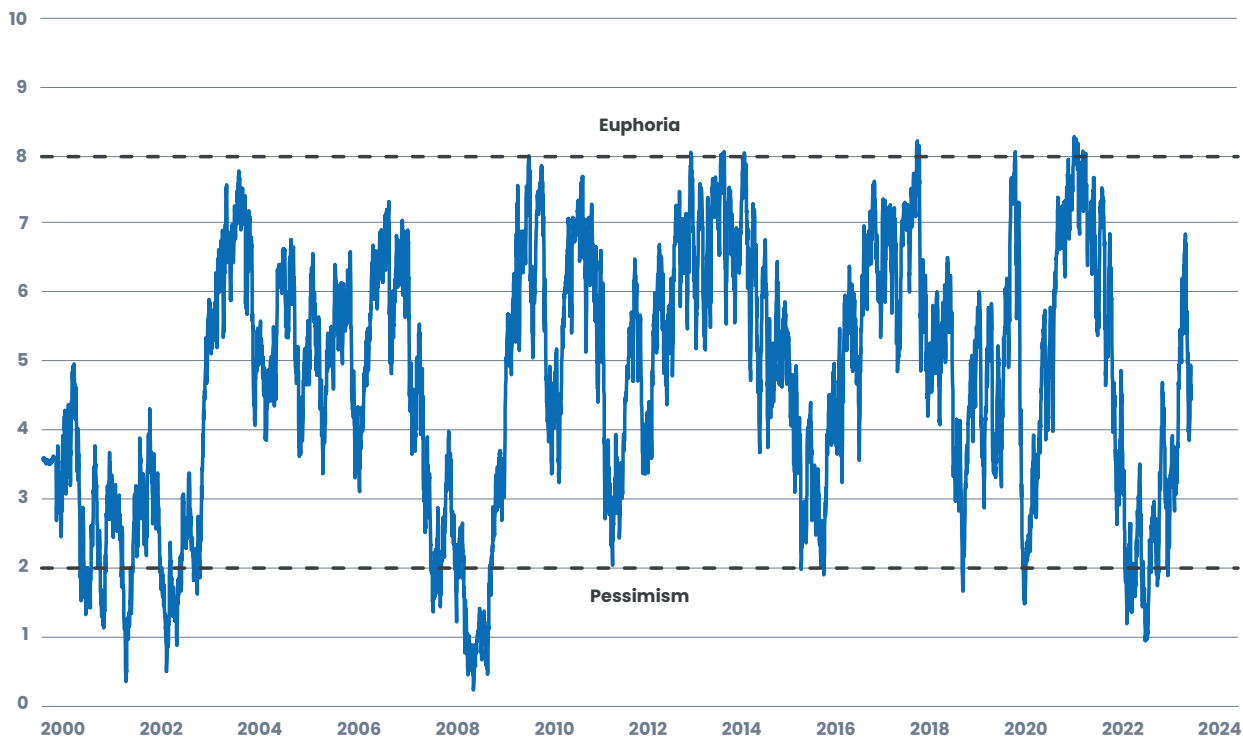
Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur.
Source : Bloomberg

Les marchés financiers semblent intégrer un scénario d'atterrissage en douceur, ce qui rend le risque plus asymétrique sur les actions pour le dernier trimestre de l'année

Le sentiment de marché s'est fortement amélioré depuis le mois de janvier. Nous avons commencé l'année avec une vue positive sur les actions, contrariante par rapport à un positionnement des investisseurs globalement sous-pondérés en actions et un sentiment de marché très prudent. Aujourd'hui

les excès de pessimisme se sont normalisés, en particulier sur les Etats-Unis. Le positionnement du marché sur les actions et le sentiment global des investisseurs sont en zone « neutre ». Les risques nous semblent aujourd'hui plus asymétriques pour les actions, justifiant notre vue prudente.

Figure 2:
Candriam Indicator Sentiment



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

Les actions américaines peuvent-elles poursuivre cette trajectoire haussière insolente, ignorant la hausse des taux ?

Les actions américaines peuvent continuer à bénéficier du contexte favorable actuel. Comme le montre notre analyse économique, la Fed semble réussir l'atterrissage en douceur de l'économie et se rapprocher de la fin de son cycle de resserrement. Nous anticipons néanmoins un ralentissement de la croissance économique en 2024, avec une inflation plus faible qui devrait peser sur la croissance des bénéfices des entreprises. Le consensus des analystes anticipe une croissance de 12 % des bénéfices des entreprises américaines en 2024

(contre +1,5 % en 2023)³, ce qui paraît élevé compte tenu du ralentissement de la croissance nominale de l'économie. La valorisation du marché américain est aujourd'hui supérieure à sa moyenne historique avec un Price-Earnings Ratio (PE) à 12 mois supérieur à 19 vs une moyenne historique 10 ans de 18⁴ ce qui laisse peu de place à une revalorisation supplémentaire dans un contexte de taux plus durablement élevés. Le rendement anticipé sur les actions américaines dans le meilleur des scénarios est par conséquent positif mais limité.

Les pays émergents et l'Europe peuvent ils nous réserver des surprises positives ?

En Europe, la situation est assez différente. La valorisation du marché actions est beaucoup plus attractive (PE à 12 mois de 11,8 vs moyenne historique 10 ans de 14 pour la zone Euro)⁵ et justifiée par des perspectives de croissance plus moroses et un risque baissier sur les perspectives économiques pour les prochains mois. Ainsi les attentes de croissance sur les bénéfices des

entreprises à 12 mois (+6 %)⁶ pourraient continuer à être révisées en baisse. Les perspectives bénéficiaires et la valorisation ne pourront progresser que lorsque les perspectives économiques s'amélioreront en 2024. Ainsi il est encore trop tôt pour augmenter notre allocation sur les actions européennes, l'économie devant rester en stagnation au dernier trimestre de cette année.

3 - Source : Bloomberg, Données MSCI USA au 12.09.2023

4 - Consensus Ibes

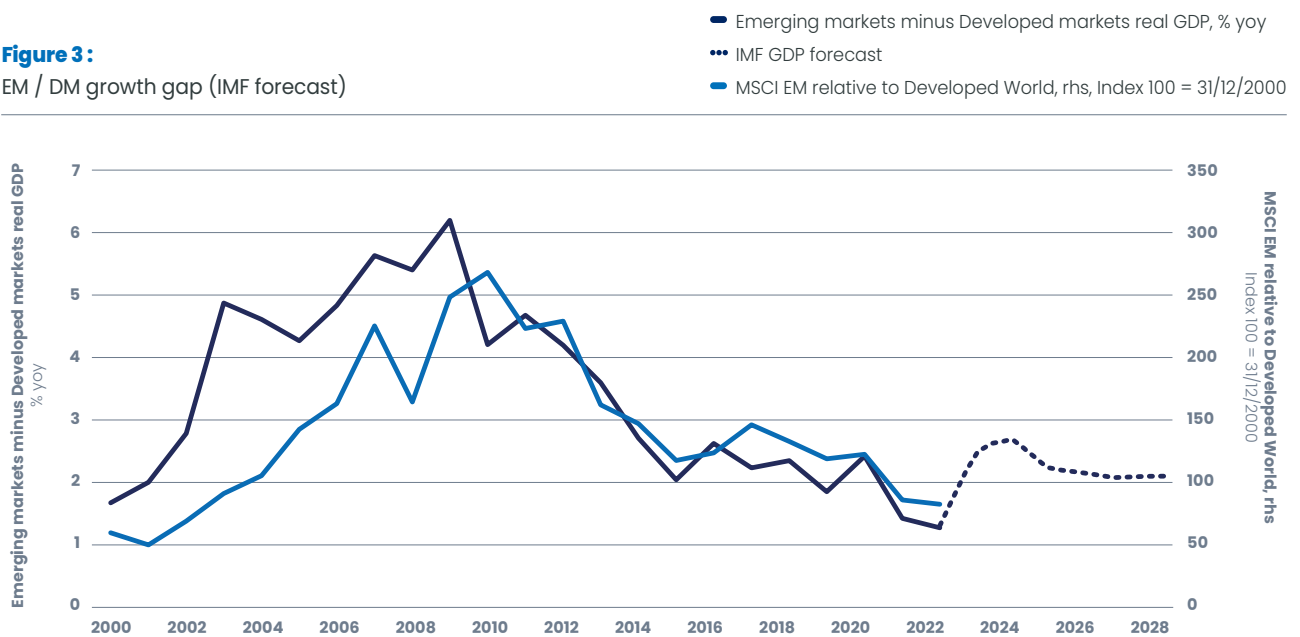
5 - Source : Bloomberg, Données MSCI EMU au 12.09.2023

6 - Consensus Ibes

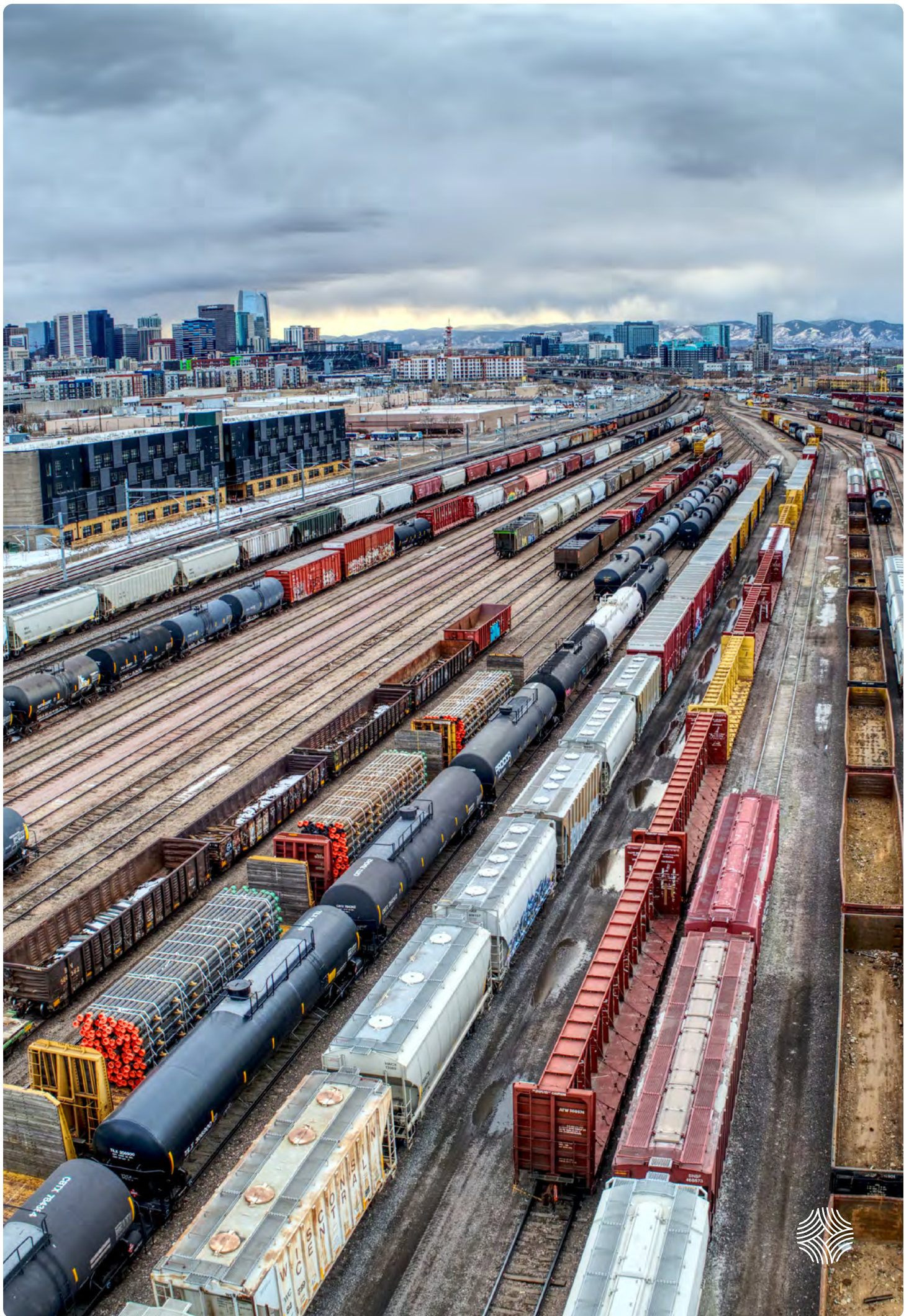
Nous préférons maintenir notre surpondération sur les marchés émergents dont la performance a été particulièrement décevante depuis le début de l'année. La Chine est le pays qui a le plus pesé sur l'indice global émergent. La prudence des investisseurs sur l'évolution économique en Chine atteint de nouveaux records. Les mesures prises par les autorités chinoises devraient stabiliser la croissance autour de 4 à 5 % mais ne donnent pas une impulsion positive suffisante pour restaurer la confiance. Ces mesures devraient néanmoins améliorer la visibilité sur la dynamique de croissance des pays émergents. Nous privilégions par

conséquent l'indice des pays émergents hors Chine. La désinflation étant bien engagée dans les pays émergents, leur cycle monétaire est en avance sur celui des pays développés. Nous considérons qu'une meilleure dynamique de croissance qu'en Europe ou aux Etats-Unis conjuguée à un assouplissement monétaire devrait soutenir à la fois la valorisation et la croissance des bénéfices des pays émergents. Cette désynchronisation des cycles économiques et monétaires des pays émergents apporte de la diversification à notre gestion.

Figure 3 :
EM / DM growth gap (IMF forecast)



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



En termes de style, nous favorisons les secteurs défensifs – notamment en Europe, qui performant mieux dans cette phase de ralentissement économique. Nous surpondérons également les thématiques de long terme telles que la transition énergétique et l’automatisation.

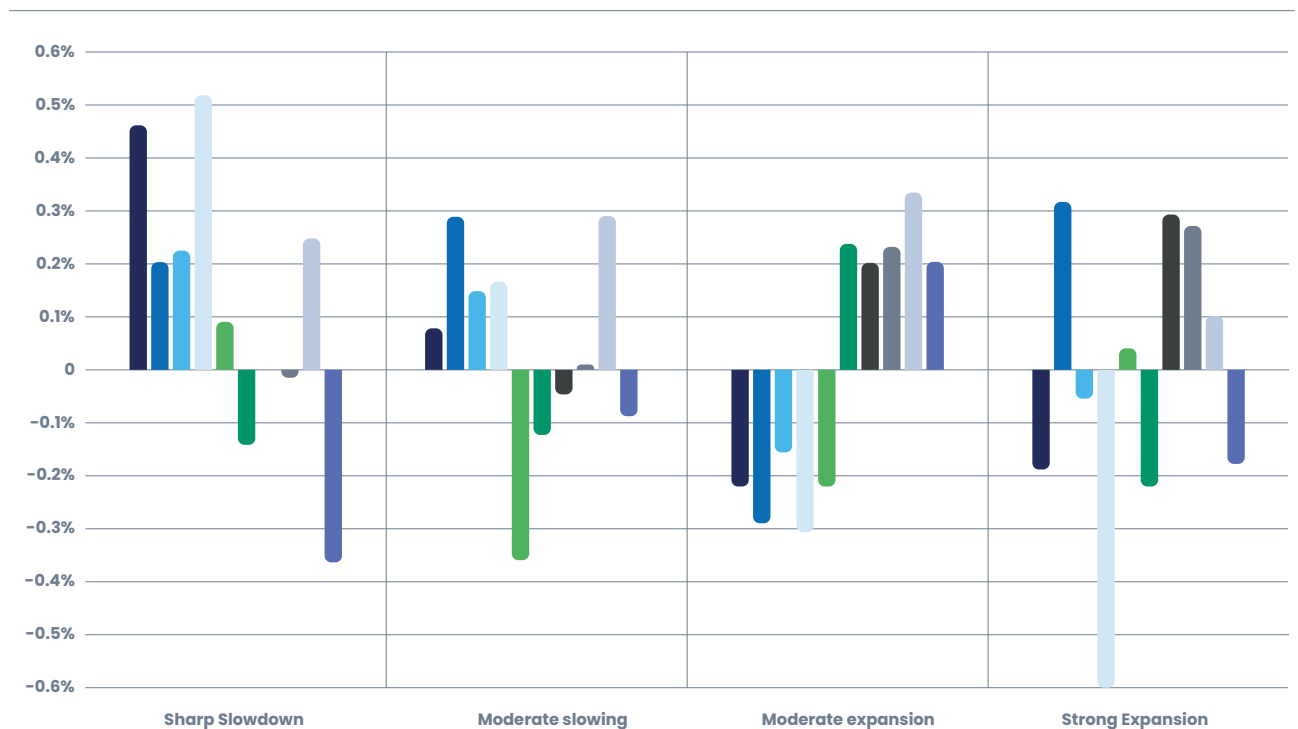
Malgré des indicateurs d’activité qui montrent une décélération de l’économie, notamment dans le secteur manufacturier, les valeurs cycliques ont surperformé les valeurs défensives, anticipant une réaccélération de l’activité, ce qui n’est pas notre scénario central.

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 ; dans un tel scénario 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. Les valeurs correspondant à ces thèmes devraient être moins impactées par les cycles économiques et bénéficier des enjeux géopolitiques structurels autour de la diminution de nos impacts environnementaux, du développement de l’intelligence artificielle ainsi que de la nécessité de rapatrier certaines activités qui participent à la souveraineté des Etats.

Figure 4 :

Sector performance depends on the stages of the cycle



Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur. Sources : Cadriam, Barclays. Indices sectoriels européens depuis le 28/02/2013, performance relative vs MSCI Europe.

Une allo- cation sur les obligations qui apportent rendement et protection.

Nous considérons que l'allocation aux obligations gouvernementales est attractive avec une augmentation progressive de la durée du portefeuille. Nous sommes proches de la fin du cycle de resserrement monétaire, avec un discours néanmoins toujours très prudent des banques centrales.

Les taux courts devraient rester à des niveaux assez élevés tant que les banques centrales n'auront pas la certitude que la décélération de l'inflation est pérenne. Les taux longs devraient quant à eux se stabiliser avec une inflation sous contrôle et une croissance en décélération. Compte tenu de ces perspectives et des niveaux de taux actuels (2,7 % pour les taux 10 ans Allemand⁷), nous considérons que les obligations gouvernementales offrent un rendement intéressant, et privilégions pour le moment les segments intermédiaires de la courbe (3-5 ans).

Plus largement, l'allocation aux obligations d'états des pays développés nous paraît particulièrement attractive dans un portefeuille diversifié, compte tenu de la diversification et de la protection qu'apporte la classe d'actif. En effet, son impact serait positif dans notre scénario central mais

également en cas de scénario alternatif qui résulterait d'une dégradation du mix inflation / croissance avec une croissance plus faible ou une inflation plus forte qu'attendue.

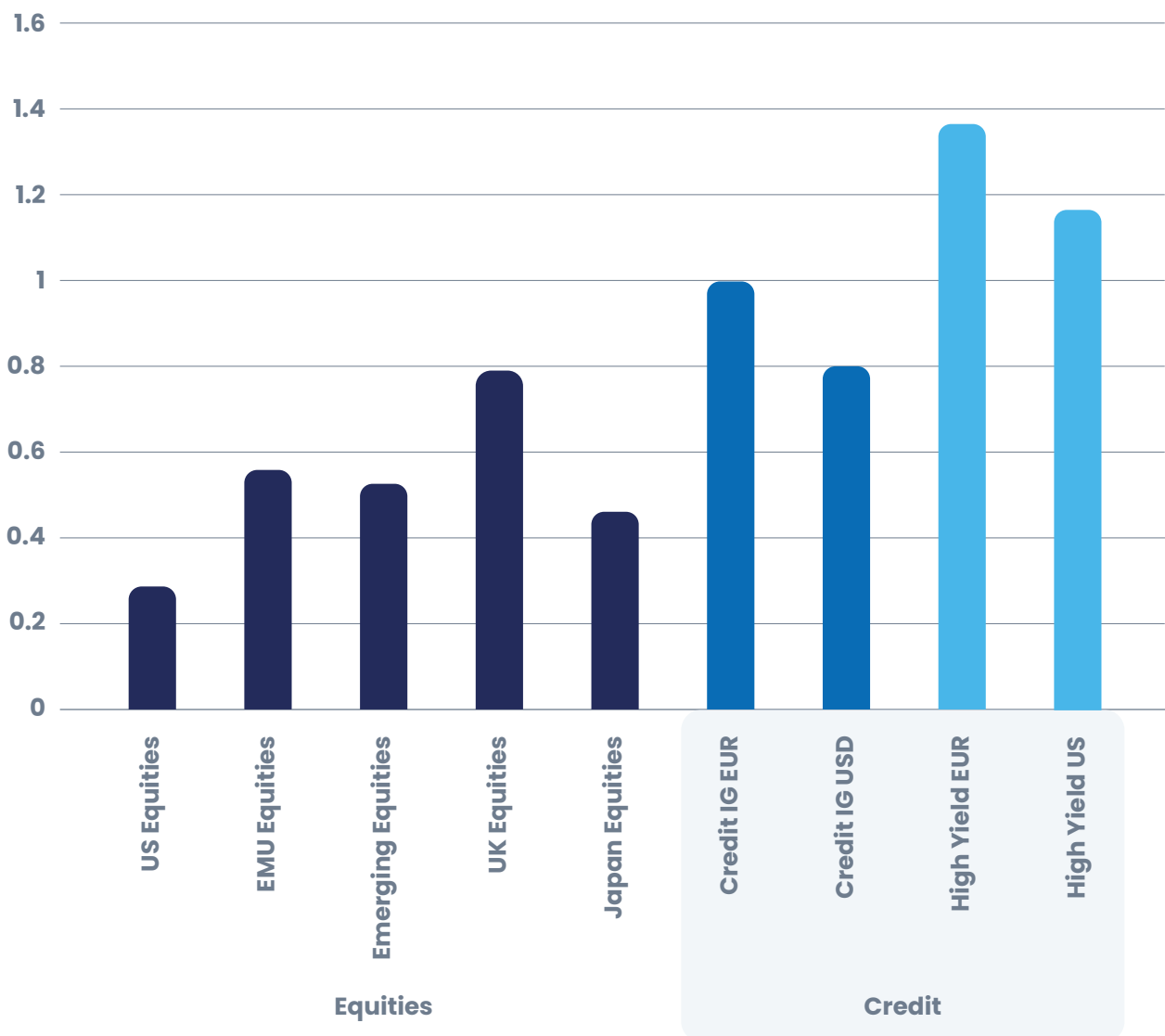
Ces deux risques seraient négatifs pour les marchés actions (révision baissière des bénéfices et baisse de la valorisation). Pour les obligations, les implications seraient différentes. En cas de croissance plus faible qu'attendue, les taux baisseraient impactant positivement le prix des obligations. En cas d'inflation plus élevée, l'impact serait négatif à court terme du fait d'une nécessité pour les banques centrales d'être plus agressif dans la remontée des taux directeurs. En revanche, ceci serait positif à moyen terme, la hausse des taux directeurs provoquant un ralentissement de l'économie et amenant les taux longs à rebaisser.

7 - Source : Bloomberg. Données au 12 septembre 2023.

A ce stade du cycle, nous privilégions également les obligations d'entreprises de qualité (Investment grade). Malgré la compression des spreads en 2023 (-10 % pour le crédit IG Européen⁸), le marché du crédit continue à offrir un couple rendement / risque particulièrement favorable notamment par rapport aux actions avec un portage en Europe supérieur à 4 % et une volatilité contenue sous les 5 % (contre respectivement 8,5 % et 16 % pour les actions européennes).

Nous restons en revanche neutres 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.

Figure 5 :
Cross Asset Carry to Volatility (%)



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

8 - Ice Bofa Euro High Yield- Source : Bloomberg. Données au 12 septembre 2023.



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 ne pourront pas se permettre de détendre les conditions financières d'ici la fin d'année.

Les marchés financiers intègrent déjà un scénario positif d'atterrissage économique en douceur justifiant les bonnes performances depuis le début de l'année. Les surprises positives ayant été en grande partie intégrées, les marges de manœuvre pour une nouvelle appréciation des marchés actions paraissent limitées justifiant une certaine prudence sur les actifs risqués.

Nous préférons nous positionner sur les actifs de portage les plus à même de bénéficier du cycle actuel tels que les obligations d'état développés ainsi que le crédit de haute qualité en Europe. Nous sommes prudents sur les actions et privilégions les actions émergentes au détriment des actions européennes.



144 Mds €

**d'actifs sous gestion
Juin 2023***



+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 30/06/2023, 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 30/06/2023.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.*
WWW.CANDRIAM.COM

* Investir pour demain.

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY