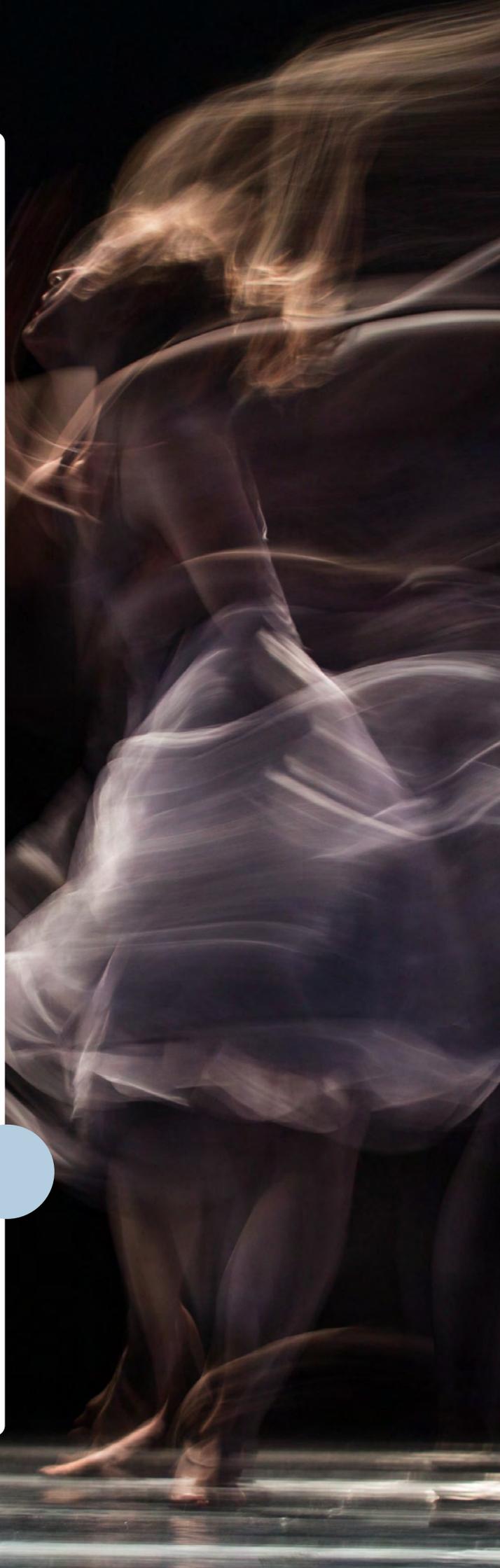


Le deuxième temps de la valse



JANVIER 2023

Communication publicitaire





Geoffroy Goenen
Head of Fundamental
European Equity



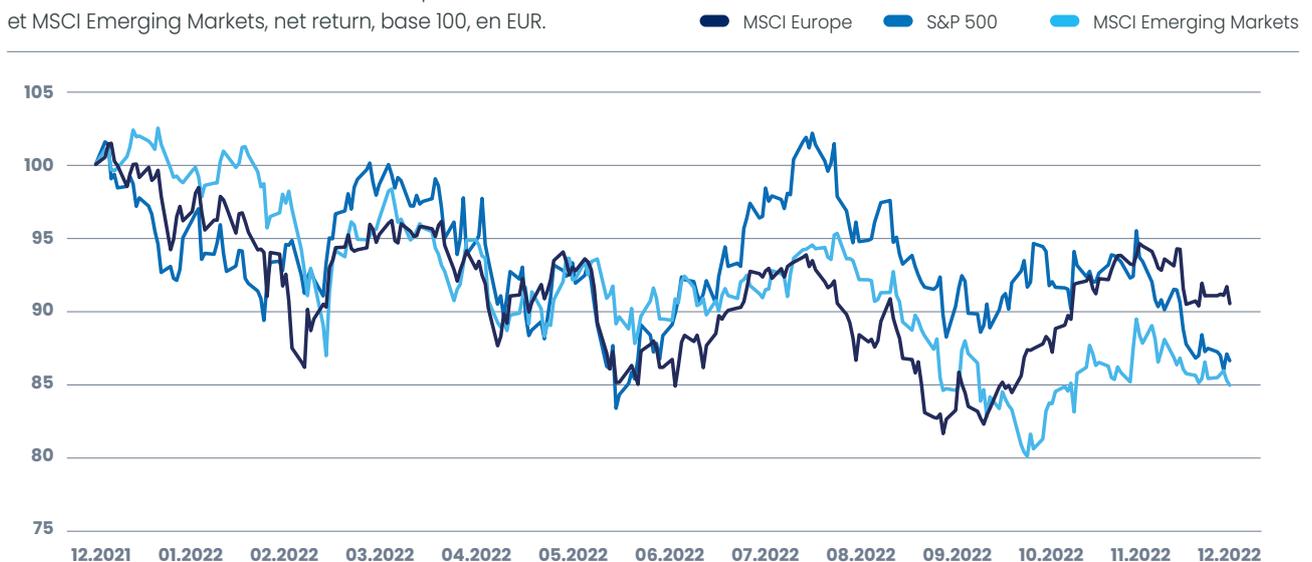
Le deuxième temps de la valse

Malgré un rebond plutôt significatif à partir du mois d'octobre, les marchés actions européens, malmenés par d'importants flux sortants depuis le début de la crise en Ukraine, enregistrent une correction sur l'année 2022 (-9,5%). Bien que les actions européennes aient terminé l'année en surperformance relative par rapport aux Etats-Unis (-13,4%) et aux pays émergents (-15,1%)¹, l'année n'en demeura pas moins une source d'inquiétude pour les investisseurs qui s'interrogent à présent sur le programme pour 2023.

En ce début d'année, le sentiment de marché est néanmoins plus optimiste qu'au début de l'automne 2022. Même si le scénario continue de privilégier un ralentissement économique, les investisseurs semblent déjà entrevoir un horizon plus radieux.

Figure 1:

Performances 2022 des indices MSCI Europe, S&P 500 et MSCI Emerging Markets, net return, base 100, en EUR.



La performance passée ne garantit pas les résultats futurs et n'est pas constante dans la durée.
Source : Bloomberg au 30/12/2022

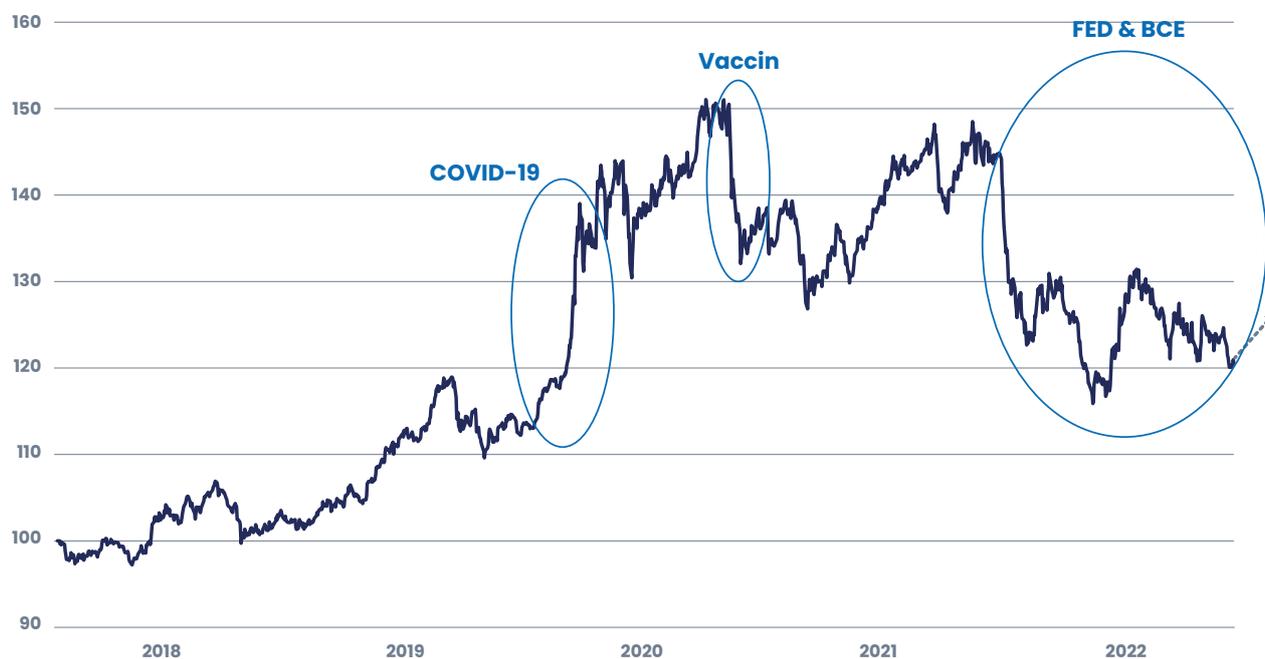
¹ - Performances des indices net return, en EUR, au 30/12/2022, source Bloomberg. Actions européennes : MSCI Europe, actions des Etats-Unis : S&P 500, actions des pays émergents : MSCI Emerging Markets. La performance passée ne garantit pas les résultats futurs et n'est pas constante dans la durée.

Bilan sur le 1^{er} temps de la valse : les banques centrales sur le devant de la scène

Pour faire suite à [notre article de juillet 2022](#), où nous exprimions notre conviction selon laquelle les actions européennes allaient évoluer selon une valse à trois temps, nous pouvons à présent faire le bilan de cette première période : « le temps de la *value* ». Pour rappel, nous anticipions dans cette première phase, une hausse des taux des banques centrales ainsi qu'une normalisation des taux longs en ligne avec les attentes d'inflation à long terme. Ce « rerating » des taux longs a impacté négativement les valorisations des entreprises et en premier lieu celles dites de Qualité/Croissance, suite à la baisse de l'actualisation des free cash-flows² futurs. Les sociétés dites « value » ont ainsi surperformé.

Figure 2 :

Performance relative MSCI Europe GROWTH net return / MSCI Europe VALUE
Net return, base 100, sur 5 ans.



* trajectoire indicative attendue par Candriam.

La performance passée ne garantit pas les résultats futurs et n'est pas constante dans la durée.

Source : Bloomberg au 02/01/2023

2 - Le flux de trésorerie disponible (ou free cash-flow) est la capacité d'une entreprise à générer des ressources supplémentaires.

- Les actions de Croissance, caractérisées par une croissance des bénéfices plus élevée, se vendent généralement à des valorisations plus élevées. L'indice MSCI® Europe Growth, conçu pour représenter 50% de la capitalisation boursière de MSCI® Europe, est défini par une analyse factorielle de la croissance à long et à court terme du Bénéfice Par Action (BPA), de la croissance actuelle et de la croissance historique sur longue période du BPA et des ventes.
- Les actions appelées Value, caractérisées par un prix inférieur par rapport aux bénéfices ou aux actifs, sont définies pour l'indice MSCI® Europe Value en utilisant un modèle factoriel de la valeur comptable par rapport au prix, du P/E* à terme et du rendement des dividendes.

* P/E : ratio boursier correspondant au rapport entre la valeur en bourse d'une entreprise et ses profits.

Inflation : décélération en vue ?

Nous pensons que le pic d'inflation est majoritairement derrière nous, en tout cas aux Etats-Unis où nous constatons déjà certaines baisses. L'Europe semble déjà suivre la même trajectoire. Nous devrions ainsi observer une accélération de cette baisse de l'inflation des deux côtés de l'Atlantique dans l'année à venir. Il serait même peu prudent, en tout cas aux Etats-Unis et dans certains segments, de totalement exclure un risque de déflation d'ici 2024.

Banques centrales : la fin de la hausse ?

Notre scénario principal d'une hausse significative des taux des banques centrales s'étant réalisé, nous pensons à présent que les taux de base devraient atteindre un pic au premier trimestre et rester à ce même niveau probablement jusqu'à la fin de l'année. Nous constatons également que leurs diverses initiatives, en premier lieu la réduction de leur bilan mais aussi leur hausse des taux, ont bel et bien alimenté la décélération économique. Aux Etats-Unis, nous observons déjà, et continuerons d'observer, une dégradation significative du cycle économique, avec d'un côté une forte baisse de l'immobilier résidentiel alimentée par l'importante hausse du coût des emprunts immobiliers, et d'un autre côté un impact substantiel sur les PME qui, financées à très court terme, seront obligées de licencier sous la pression de niveaux de financement trop élevés. En effet, ces petites entreprises étant essentiellement financées par de la dette, et ayant besoin davantage de financement que les plus grandes entreprises, vont devoir couper leurs coûts, et donc leur personnel. Nous devrions alors observer une accélération du chômage aux Etats-Unis au cours des prochains trimestres. Cela devrait peut-être mener à une récession plus marquée et plus persistante qu'attendue. Inévitablement, l'Europe sera impactée a posteriori par cette importante décélération de l'économie américaine.

L'heure du 2^{ème} temps a sonné : cap sur la qualité défensive

Etant donné l'impact non neutre de ce 1^{er} temps de la valse sur l'économie américaine, mais aussi européenne, nous allons continuer à constater – en plus des problèmes actuels sur les marges – de sérieux risques sur les revenus. Certaines entreprises vont naturellement décélérer en termes de bénéfices, d'autres vont résister, et les grandes gagnantes seront celles qui réussiront à bénéficier des niches en accélération.

Dans cette 2^{ème} phase, s'orienter vers les entreprises de qualité (bilan et rentabilité solides, forte création de valeur avec la génération de free cash-flow², stabilité des revenus) apparaît comme une stratégie intéressante pour éviter les déceptions bénéficiaires liées au ralentissement économique. Nous favorisons ainsi les valeurs défensives, qu'elles aient un rayonnement international ou domestique.

En termes de secteurs, la consommation de base et les équipements de santé devraient, selon nous, répondre à ce cahier des charges. Une sélection rigoureuse des valeurs demeure néanmoins primordiale pour déceler celles qui seront capables de surprendre positivement le marché.

De plus, les entreprises dotées d'un haut degré d'innovation devraient pouvoir rencontrer ce besoin de visibilité et de croissance structurelle en creusant l'écart par rapport à leur concurrence. Un grand

nombre de ces entreprises sont exposées à des niches, notamment dans les secteurs de la transition énergétique, les nouvelles technologies de la santé, la digitalisation ou encore l'automatisation de l'économie – secteurs que nous privilégions dans notre stratégie qui investit dans les valeurs innovantes.

Ce 2^{ème} temps de la valse devrait également s'accompagner d'une détente des taux longs aux Etats-Unis, en ligne avec la décélération de l'économie. En effet, les attentes d'inflation à long terme devraient diminuer dans les 12 à 18 prochains mois – et l'Europe devrait suivre le mouvement.

Pour finir, un autre élément à surveiller est la réouverture progressive de la Chine, qui pourrait avoir un impact sur le prix des matières premières, notamment le GNL (gaz naturel liquéfié), et ainsi sur les finances européennes. Cela pourrait, à très court terme, soutenir certaines valeurs cycliques de consommation et industrielles fortement exposées à la Chine. Toutefois, ceci n'enlève en rien les problèmes de crise immobilière et d'endettement majeur, auxquels la Chine devra continuer à faire face dans les prochaines années et qui auront un impact certain sur son potentiel de croissance.

Patience pour le 3^{ème} temps : le fameux « pivot » de la Fed

Pour tenter de déterminer quand sonnera l'heure du 3^{ème} temps de la valse, le feu vert notamment pour les cycliques et les petites capitalisations, mais aussi pour les marchés en général, nous devons d'abord nous interroger sur le fameux « pivot » de la Réserve fédérale des Etats-Unis.

Pour rappel, et comme nous l'écrivions dans notre article mentionné plus haut, nous constatons historiquement que les évolutions des marchés, et particulièrement les cours des valeurs cycliques, anticipent de 6 à 12 mois la nouvelle phase d'un cycle économique. Tout comme la politique de la Fed a entraîné le ralentissement économique et la baisse des marchés, celle-ci sera également l'élément déclencheur du prochain cycle économique haussier.

La flexibilité dans l'injection de liquidités et le changement de ton de la Fed - le « pivot », c'est-à-dire le point d'inflexion à partir du moment où la Fed cessera d'augmenter ses taux - donneront le feu vert vers un nouveau cycle, le 3^{ème} temps de la valse. Ce changement profond au niveau des intentions dépendra, comme la Fed l'a déjà exprimé, de deux conditions majeures : d'une part, de la baisse significative de l'inflation core³ vers les 3, voire 2 %, et d'autre part, de la flexibilité du marché de l'emploi et donc d'un réservoir de main-d'œuvre qui devra être beaucoup plus important. Cela devrait inévitablement passer par une augmentation significative du chômage aux Etats-Unis, de +1 % voire +2 %.

Tous ces facteurs devant être réunis, nous n'anticipons donc pas de « pivot » de la Fed avant la 2^{ème} partie de 2023, voire la fin de l'année. En attendant, le premier défi majeur pour cette année sera de continuer à accepter quelques variations contraires à court terme, car la volatilité, alimentée par les diverses craintes des investisseurs, devrait se maintenir à des niveaux élevés. Le second sera de trouver les points d'inflexion nous permettant de nous positionner sur le long terme à des niveaux attractifs.

3 - L'inflation core ou sous-jacente est la variation des coûts des biens et services, hors alimentation et énergie.

Risques.

Le capital investi et les performances ne sont pas garantis et il existe un risque de perte en capital. Les principaux risques de la stratégie sont :

- **Risque de perte de capital**
- **Risque lié à l'investissement ESG**
- **Risque lié aux actions**
- **Risque de change**
- **Risque de liquidité**
- **Risque de concentration**
- **Risque lié aux instruments financiers dérivés**
- **Risque de contrepartie**
- **Risque lié aux facteurs externes**



143 Mds €

**d'actifs sous gestion
au 30 juin 2022**



600

**experts
à votre service**



25 ans

**Leader dans
l'investissement responsable**

Ce document est une communication publicitaire. Les informations contenues dans ce document sont destinées au seul destinataire et peuvent contenir l'opinion et les informations exclusives de Candriam. Les opinions, analyses et points de vue exprimés dans ce document sont fournis à titre d'information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni une recommandation d'investissement ou la confirmation d'un quelconque type de transaction. Bien que Candriam sélectionne avec soin les données et les sources contenues dans ce document, des erreurs ou omissions ne peuvent être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de toute perte directe ou indirecte 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 autorisation écrite préalable.

Attention : les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne préjugent pas des performances futures. Les performances brutes peuvent être influencées par des commissions, redevances et autres charges. Les performances exprimées dans une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur subissent les fluctuations du taux de change, pouvant avoir un impact positif ou négatif sur les gains. Si ce document fait référence à un traitement fiscal particulier, une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et peut évoluer.

Ce document n'a pas pour but de promouvoir et/ou d'offrir et/ou de vendre un quelconque produit ou service. Le document n'est pas non plus destiné à solliciter une quelconque demande de prestation de services.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.
WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY