

RÉSERVÉ AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS
ET QUALIFIÉS UNIQUEMENT



PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT | PREMIÈRE ÉDITION | PRÉSENTÉ PAR M&G INVESTMENTS

A photograph of a person standing on a beach at night, looking out at the ocean under a vibrant green aurora borealis. The scene is framed by a dark green border.

Perspectives d'investissement 2023

Dans cette édition

- 03** **Introduction : investir en période d'incertitude**
- 04** **Rétrospective 2022**
- 10** **L'heure est à la sélectivité** *Fabiana Fedeli*
- 16** **Des valorisations à nouveau attractives sur les marchés obligataires ?** *Jim Leaviss*
- 22** **Pleins feux sur le haut rendement** *Stefan Isaacs*
- 24** **Des opportunités au sein d'une classe d'actifs diversifiée et en plein essor** *Will Nicoll*

La valeur et les revenus générés par l'actif d'un fonds fluctueront à la hausse comme à la baisse. Ainsi, la valeur de votre investissement pourra aussi bien baisser qu'augmenter. Il est possible que vous ne récupériez pas la totalité de votre investissement initial.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Les opinions exprimées dans le présent document ne sauraient en aucun cas constituer des recommandations, des conseils ou des prévisions.

Investir en période d'incertitude

À l'approche de la fin d'une année imprévisible et volatile, les Directeurs des investissements (CIO) de M&G Investments partagent leurs points de vue sur les principaux thèmes influençant les marchés financiers. L'accélération de l'inflation, la hausse des taux d'intérêt, la crise énergétique et le ralentissement de la croissance économique ne sont que quelques-uns des grands écueils au travers desquels les investisseurs doivent tenter de naviguer.

Dans ce premier numéro de Perspectives d'investissement, Fabiana Fedeli, Directrice des investissements Actions, Multi-Asset et Durabilité, Jim Leaviss, Directeur des investissements de la division Public Fixed Income, et Will Nicoll, Directeur des investissements Actifs Privés & Alternatifs, abordent tout autant les risques susceptibles d'entourer leurs classes d'actifs respectives que les opportunités d'investissement prometteuses qu'ils entrevoient.

Nous commençons par une brève rétrospective de 2022, une année au cours de laquelle certaines tendances à long terme se sont inversées et des notions traditionnelles du comportement des marchés ont été bousculées.



2023



Aucun abri

Baisse corrélée des actions et des obligations

2022 s'est avérée être une année difficile pour les investisseurs du monde entier dans la mesure où la plupart des grandes classes d'actifs ont lourdement chuté. L'optimisme initial quant à une reprise économique mondiale post-Covid a rapidement été refroidi lorsque la guerre en Ukraine et le choc énergétique qui en a résulté ont fait ressentir leurs effets sur l'économie mondiale. L'inflation galopante

et les efforts des banques centrales pour la juguler sont devenus le centre d'attention des investisseurs.

L'année n'aura offert aucun abri sous l'effet de la baisse simultanée des marchés actions et obligataires (Graphique 1). Même après le fort rebond des marchés intervenu en novembre, l'indice MSCI ACWI accusait encore une chute de 14,6 % (en dollars américains) entre le début de l'année 2022 et la fin du mois de novembre. Les emprunts d'État américains avaient quant à eux reculé de 12,3 % sur la même période.

Cette baisse corrélée a représenté un coup dur pour les investisseurs qui cherchaient à atténuer les risques d'investissement grâce à un portefeuille équilibré contenant les deux classes d'actifs, ce qu'il est convenu d'appeler les « stratégies 60-40 ».

L'indice MSCI
ACWI a chuté de

-14,6%

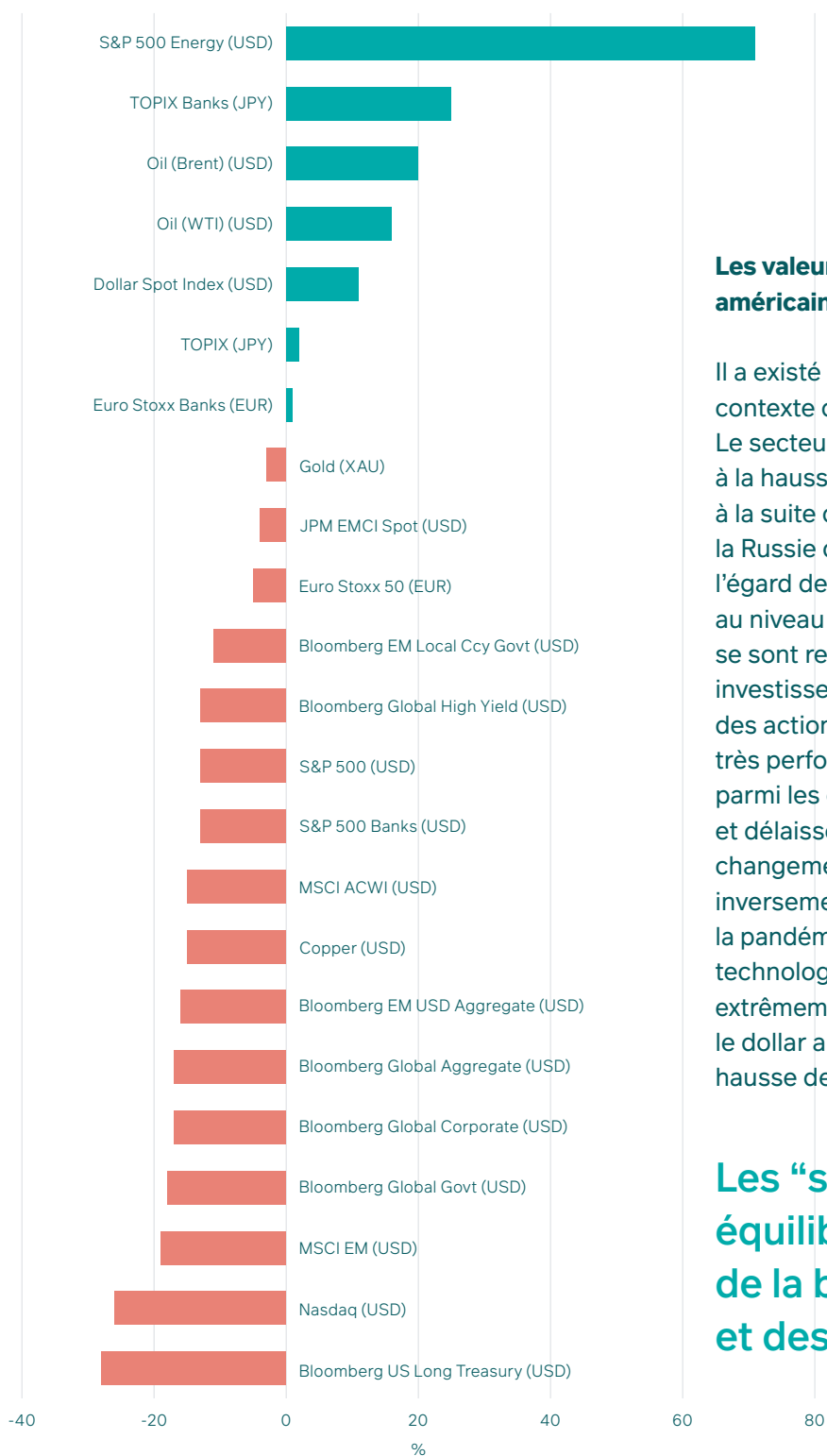
Les bons du
Trésor américain
ont chuté de

-12,3%

au 30 novembre 2022,
en dollars américains

Graphique 1 : 2022 a été témoin d'une baisse corrélée des actions et des obligations

Performances depuis le début de l'année des grandes classes d'actifs (%)



Les valeurs énergétiques et le dollar américain se sont distingués

Il a existé quelques éclaircies dans le contexte du ralentissement économique. Le secteur de l'énergie a progressé grâce à la hausse des prix du pétrole et du gaz à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie qui a suscité des inquiétudes à l'égard des approvisionnement énergétiques au niveau mondial. Les actions « value » se sont relativement bien comportées, les investisseurs s'étant détournés de certaines des actions de croissance précédemment très performantes au profit d'opportunités parmi les entreprises faiblement valorisées et délaissées. Dans une certaine mesure, ce changement peut être considéré comme un inversement des tendances de l'époque de la pandémie, lorsque les méga-capitalisations technologiques et Internet étaient extrêmement prisées. Sur le front des devises, le dollar américain s'est distingué, aidé par la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis.

Les “stratégies 60-40” équilibrées ont souffert de la baisse des actions et des obligations

Source : Bloomberg, au 30 novembre 2022.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Un nouveau régime :

une inflation forte et des taux d'intérêt plus élevés

Cette année, les investisseurs ont dû faire face à plusieurs chocs macroéconomiques, en particulier au retour de l'inflation. Au début de l'année, les autorités monétaires s'attendaient encore à ce que l'inflation soit « passagère », mais les prix ont continué de s'envoler dans le monde entier. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, le taux annuel d'inflation a atteint des sommets inégalés depuis 40 ans en 2022, sous l'effet notamment de la flambée des prix de l'énergie dans le sillage de l'invasion de l'Ukraine par la Russie (Graphique 2).

La forte hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie a fait craindre

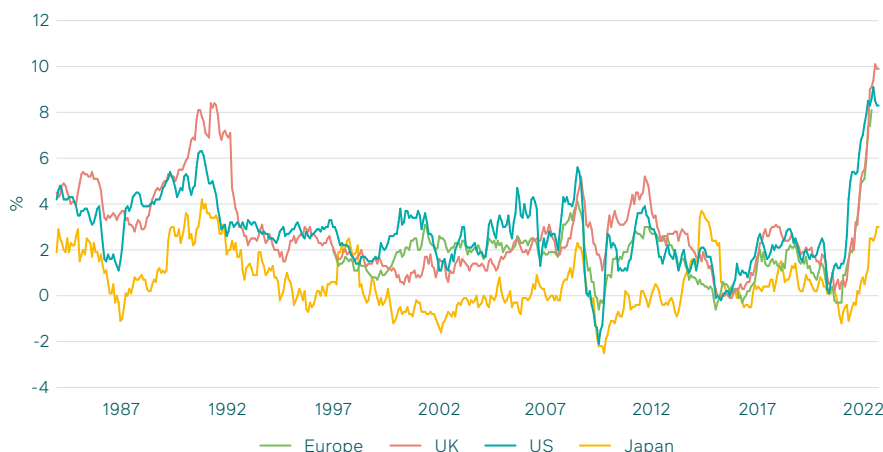
une crise du « coût de la vie » et une baisse du revenu disponible des ménages. Pour les entreprises, les investisseurs se sont inquiétés de voir l'inflation entraîner une augmentation des coûts de production (y compris salariaux) et une détérioration potentielle des marges bénéficiaires.

Si de récentes données tendent à indiquer un possible ralentissement de la hausse des prix, du moins aux États-Unis, l'inflation demeure cependant élevée et devrait représenter une grande source de préoccupation pour les investisseurs au cours des prochains mois. Pour autant, ces derniers ont tendance à ne pas s'attarder longtemps sur le même sujet.

Aussi, même s'ils demeurent focalisés sur l'inflation pour le moment, cette dernière pourrait devenir moins d'actualité. Jim Leaviss affirme ci-après que les pressions inflationnistes devraient s'atténuer l'année prochaine et que, ce faisant, une nouvelle thématique pourrait s'imposer. 2023 pourrait être l'année où les investisseurs tournent leur attention vers la (ou le manque de) vigueur de la croissance économique et la menace de récession.

Graphique 2 : une inflation au plus haut depuis 40 ans

Évolution en % des prix à la consommation dans l'ensemble des économies développées (en glissement annuel).



Source : Bloomberg, au 30 novembre 2022.

La fin des taux d'intérêt ultra-bas

Le phénomène le plus marquant de 2022, et qui pourrait bien dominer l'année prochaine, est sans doute le virage opéré vers une politique monétaire plus stricte. Afin de tenter de contenir une inflation obstinément élevée, les banques centrales du monde entier ont relevé leurs taux d'intérêt de manière agressive. Si la Banque d'Angleterre (BoE) a été l'une des premières à relever ses taux à la fin de l'année 2021, la Réserve fédérale américaine (la Fed) a suivi en intensifiant la hausse des taux avec quatre hausses consécutives de 75 points de base depuis juin 2022. La BoE et la Banque centrale européenne (BCE) sont également devenues de plus en plus offensives et l'exception notable a été la Banque du Japon qui est restée fidèle à sa politique de taux d'intérêt ultra-bas.

La détermination des banques centrales à juguler l'inflation en relevant leurs taux d'intérêt a porté un coup d'arrêt à une tendance qui avait dominé les marchés financiers pendant plus d'une décennie : des taux d'intérêt ultra-bas et l'argent bon marché. Ces facteurs ont sans doute soutenu les prix des actifs ces dernières années et le renversement de tendance pourrait bien avoir un effet tout aussi spectaculaire. Comme le fait observer Fabiana Fedeli,

même si l'inflation ralentit, l'augmentation des coûts de financement pourrait continuer de peser sur les bilans des entreprises et créer des difficultés pour les sociétés les plus fragiles. L'adaptation à ce nouveau régime sera clairement l'un des plus grands défis à relever pour les investisseurs en 2023, d'autant plus qu'un resserrement monétaire rapide pourrait faire peser un risque sur la croissance économique.

Des marchés guidés par l'actualité

Les marchés financiers ont été fortement influencés par les nouvelles et les événements macroéconomiques en 2022. Par exemple, les investisseurs se sont focalisés sur chaque chiffre de l'inflation et sur son impact ultérieur sur la politique de taux de la Fed, en particulier sur la question de savoir si elle allait faire marche arrière ou « opérer un virage ». Compte tenu de l'incertitude actuelle entourant les perspectives économiques mondiales et des tensions géopolitiques persistantes, les marchés risquent de continuer d'être volatils dans les mois à venir. Nous pourrions bien voir des entreprises éprouver des difficultés dans cet environnement économique. Toutefois, comme le fait remarquer Will Nicoll, les périodes difficiles peuvent également donner lieu à des opportunités intéressantes pour les investisseurs patients. ■

10 L'heure est à la sélectivité

Fabiana Fedeli

16 Des valorisations à nouveau attractives sur les marchés obligataires ?

Jim Leaviss

24 Des opportunités au sein d'une classe d'actifs diversifiée et en plein essor

Will Nicoll

Dans les pages qui suivent, nos Directeurs des investissements (CIO) nous livrent leurs réflexions sur les principales thématiques que rencontrent les investisseurs aujourd'hui. Après une année difficile, d'autres défis pourraient se présenter, comme notamment le spectre de la récession. Mais, il existe peut-être aussi des raisons d'être optimiste dans la mesure où certaines opportunités potentiellement intéressantes font leur apparition sur les marchés.

Nous espérons que vous prendrez plaisir à lire ce document et que vous trouverez les points de vue intéressants et utiles.

2023

Être sélectif est déterminant

Fabiana Fedeli,
CIO Actions, Multi-Asset et Durabilité

En 2022, les marchés actions sont restés volatils et n'ont que peu évolué, fortement influencés par l'actualité et de multiples forces exogènes. Pour sortir de cette situation dans les mois à venir, nous aurons besoin d'un coup de pouce positif, qu'il s'agisse de la confirmation du pic de l'inflation, de la fin du relèvement des taux par les banques centrales, de la résolution de la tragique guerre en Ukraine ou, bien sûr, d'une récession plus modérée que prévu.



Les investisseurs vont rechercher les entreprises dotées de la solidité financière et de la stratégie commerciale nécessaires pour résister à une éventuelle récession

La lumière au bout du « tunnel à la hausse des taux »

Pour l'instant, l'inflation reste la principale source de préoccupation des investisseurs. Les récents chiffres sur le front de l'inflation aux États-Unis ont montré les premiers signes de plafonnement de la hausse des prix dans le pays, les taux d'intérêt plus élevés freinant la demande et les chaînes d'approvisionnement revenant à la normale. Mais, dans la mesure où les dépenses se tournent à nouveau vers les services à forte intensité de main-d'œuvre et que le marché de l'emploi demeure tendu, il est peu probable que la Fed opère un virage prononcé. Les taux pourraient donc demeurer élevés pendant un certain temps.

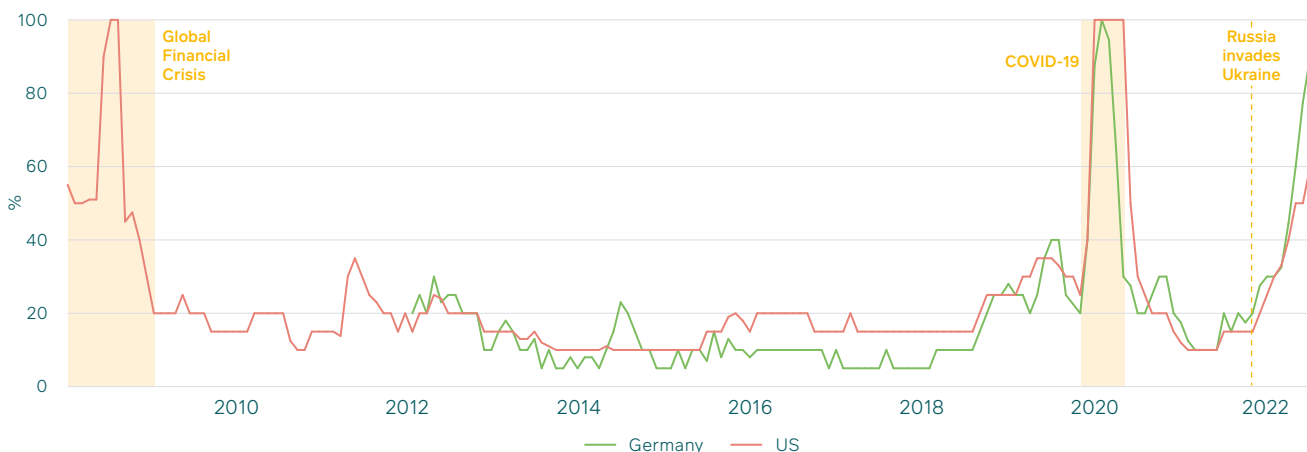
Dans le même temps, nous n'observons pas encore de signes de pic de l'inflation dans d'autres pays développés. Les coûts élevés des denrées alimentaires et de l'énergie exercent ainsi toujours des pressions haussières sur les prix et l'inflation en Europe et au Royaume-Uni.

Toutefois, nous commençons à entrevoir la lumière au bout du « tunnel de la hausse des taux », les banques centrales étant susceptibles de cesser leurs relèvements au cours du premier semestre 2023. Après les hausses de taux de 75 points de base de la Fed, de la BCE et de la BoE lors des dernières réunions, nous pourrions bien assister à une réduction (subordonnée aux statistiques) coordonnée de l'ampleur des hausses à l'occasion des réunions de décembre.

Mais, surtout, je ne vois pas comment les banques centrales pourraient adopter un discours moins offensif car elles risqueraient, de facto, d'assouplir les conditions monétaires en abaissant les anticipations à l'égard des taux d'intérêt, ce qui rendrait leur tâche plus difficile et les obligerait à resserrer davantage et plus longtemps.

Graphique 3 : des difficultés économiques en perspective ?

Prévisions médianes de Bloomberg sur la probabilité d'une récession dans les 12 prochains mois



Source : Bloomberg, au 30 novembre 2022.

Probabilité de récession

Si la confirmation d'un point culminant de l'inflation favoriserait une amélioration du sentiment des marchés, ces derniers deviennent dans le même temps moins préoccupés par la hausse des prix. Ce faisant, ils sont susceptibles de commencer à détourner leur attention vers la probabilité et l'ampleur d'une récession.

Ainsi, l'ampleur du ralentissement économique mondial va également figurer au centre des préoccupations au cours des prochains mois. Les anticipations de récession sont relativement fortes, notamment en Europe où les prix élevés de l'énergie, l'inflation persistante et la hausse des coûts d'emprunt sont susceptibles de freiner l'activité (Graphique 3). En règle générale, les marchés actions n'aiment pas les récessions.

Un ralentissement de l'inflation pourrait certes aider les marges bénéficiaires des entreprises, mais deux autres forces contraires vont toutefois agir en même temps : l'augmentation des coûts de financement en raison de la

hausse des taux d'intérêt et l'impossibilité pour les entreprises de relever davantage leurs prix dans un contexte de récession. Pour les entreprises plus fragiles, la hausse des coûts de financement pourrait créer de réelles difficultés financières.

Les investisseurs vont rechercher les entreprises dotées de la solidité financière et de la stratégie commerciale nécessaires pour résister à une éventuelle récession.

Un autre élément que nous surveillons de près est le risque géopolitique. Une résolution satisfaisante de la guerre en Ukraine, impliquant un accord et la levée des sanctions, aurait probablement pour effet de renforcer la confiance des investisseurs. Les relations plus constructives qui ont suivi la rencontre de novembre entre les Présidents Joe Biden et Xi Jinping ont récemment amélioré le sentiment, mais cela ne signifie pas pour autant une absence totale de nuages. Les tensions entre les États-Unis et la Chine devraient se poursuivre et nous nous attendons toujours à ce que Pékin réagisse aux restrictions technologiques imposées par Washington.

Être sélectif est déterminant

Alors, comment les investisseurs en actions peuvent-ils naviguer dans cet environnement pavé d'écueils que sont la hausse des taux d'intérêt, la détérioration des bénéfices des entreprises, le ralentissement de la croissance et la probable récession ? Comme nous l'avons déjà fait observer **plus tôt cette année**, nous pensons que ce n'est pas un marché qui permet d'investir via une démarche top down, ce qui signifie que ce marché ne se prête pas une approche reposant sur de grands choix sectoriels ou géographiques.

Toutefois, selon nous, les marchés permettent toujours aux investisseurs actifs de générer de l'alpha, mais la sélectivité va s'imposer : privilégier les sociétés jouissant d'un bilan solide et d'un fort pouvoir de fixation des prix. La récente saison des annonces de résultats nous a montré que des entreprises d'un même secteur ont pu témoigner de bénéfices très différents en fonction de leur exposition, de la maîtrise de

leurs coûts, de leur gamme de produits et, en général, de la qualité de leurs dirigeants.

Ainsi, selon moi, il demeure primordial de se montrer sélectif sur ce marché. Pour ce faire, il convient de rechercher des entreprises en bonne santé, dotées de fondamentaux solides et dont l'évolution du cours de l'action est injustifiée au regard de la vigueur de leur activité.

Au niveau des pays, nous identifions quelques opportunités sur tous les marchés. Mais, au Japon, où la réforme et la restructuration des entreprises continuent de s'accélérer, nous pensons qu'il existe d'abondantes opportunités de sélection de valeurs. Nous trouvons également des opportunités intéressantes en Chine. En dépit de l'une des plus fortes progressions jamais enregistrées par ce marché, nous pensons qu'il reste peu cher dans la mesure où des actions témoignent de cours dignes de sociétés en difficulté et qui ne reflètent pas, à notre avis, les fondamentaux sous-jacents.

Au Japon, la réforme et la restructuration des entreprises continuent de s'accélérer.





Nous continuons d'apprécier des thèmes à plus long terme tels que les énergies renouvelables (ainsi que les fournisseurs et les utilisateurs de technologies bas carbone) et les infrastructures (des dividendes plus élevés et croissants qui neutralisent l'inflation). Il s'agit de secteurs où les dépenses d'investissement vont continuer d'augmenter indépendamment des conditions de marché actuelles.

Dans le cadre de nos stratégies diversifiées, nous avons allongé la durée sur la partie longue de la courbe des taux et surpondérons désormais le risque de taux. En termes d'exposition aux actions, même si nous nous trouvons désormais loin des points bas d'octobre, nous conservons cependant une modeste surpondération tactique qui s'explique par l'équilibre entre, d'un côté, l'amélioration de certaines récentes nouvelles (sur le front du risque géopolitique et de l'inflation) et, de l'autre, le fait que l'appréciation s'est avérée assez rapide et que la direction macroéconomique demeure trop incertaine.

L'investissement durable a de beaux jours devant lui

Du point de vue de la durabilité, les deux dernières années se sont révélées difficiles. La pandémie de Covid-19 a eu un impact significatif sur des domaines de développement tels que la santé, l'éducation et la pauvreté. Plus récemment, la crise énergétique et l'intensification de la crise du coût de la vie ont elles aussi conduit à des coups de canif dans des engagements durables. Par exemple, la flambée des prix du gaz après l'invasion de l'Ukraine par la Russie s'est traduite par une augmentation de la demande de charbon cette année en Europe.

Accéder au [SDG Reckoning Report](#) ici.

Bien qu'il s'agisse probablement d'un phénomène temporaire, il représente néanmoins une entorse à l'ambition mondiale à plus long terme d'éliminer progressivement toute utilisation du charbon. Compte tenu des perturbations du marché de l'énergie causées par la guerre en Ukraine, de nombreux investissements alignés sur les Objectifs de développement durable (ODD) des Nations Unies, ou liés à l'écosystème bas carbone, ont sous-performé leurs pairs à forte intensité carbone cette année.

En dépit de ces difficultés, je suis convaincue que l'investissement durable a de beaux jours devant lui, à tel point que je pense que, dans cinq ans, nous ne ferons plus de distinction entre les produits durables et non durables. Intégrer des critères de durabilité dans la manière dont nous investissons deviendra tout simplement monnaie courante.

La guerre en Ukraine a également mis en évidence la nécessité d'améliorer la sécurité énergétique et de diversifier les sources d'énergie, propulsant ainsi les énergies renouvelables sur le devant de la scène. Des initiatives gouvernementales telles que REPowerEU en Europe et la loi sur la réduction de l'inflation aux États-Unis consacrent des milliards de dollars au financement de la transition énergétique.

Et les États ne sont pas les seuls à prendre ces mesures. Les entreprises procèdent elles aussi à des investissements durables, conscientes de l'importance de se concentrer sur les objectifs de réduction du carbone à plus long terme. Et là où les capitaux vont, les opportunités d'investissement ne devraient pas manquer. Comme je l'ai mentionné dans un récent [article sur la COP27](#), le renforcement de la collaboration entre les secteurs public et privé va également contribuer à créer des opportunités d'investissement.

Si l'on considère l'investissement durable à travers le prisme des ODD, le déficit de financement annuel des ODD est estimé à plus de 4 000 milliards de dollars américains¹. Le Rapport « Barème ODD » de M&G, produit annuellement par notre équipe Impact depuis 2020, révèle que l'ampleur actuelle des flux financiers destinés à la réalisation des ODD est insuffisante. La seule façon de combler ce fossé est que les secteurs public et privé intensifient leurs actions et orientent les capitaux vers la résolution des problèmes de durabilité mondiaux tels que la sécurité alimentaire, les inégalités en matière de santé, l'inclusion sociale, la perte de biodiversité et les déchets excessifs. L'issue de la récente COP27 a mis en évidence la portée de toutes ces problématiques et plus encore.

À l'avenir, intégrer des critères de durabilité dans la manière dont nous investissons deviendra tout simplement monnaie courante.

”

Bien que nous soutenions les ODD des Nations Unies, nous ne sommes pas associés à cette organisation et nos fonds ne sont pas approuvés par elle.

¹ CEOs Explore Solutions to Bridge Annual USD 4.3 Trillion SDG Financing Gap | News | SDG Knowledge Hub | IISD

Des opportunités après la tempête ?

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT | PERSPECTIVES 2023

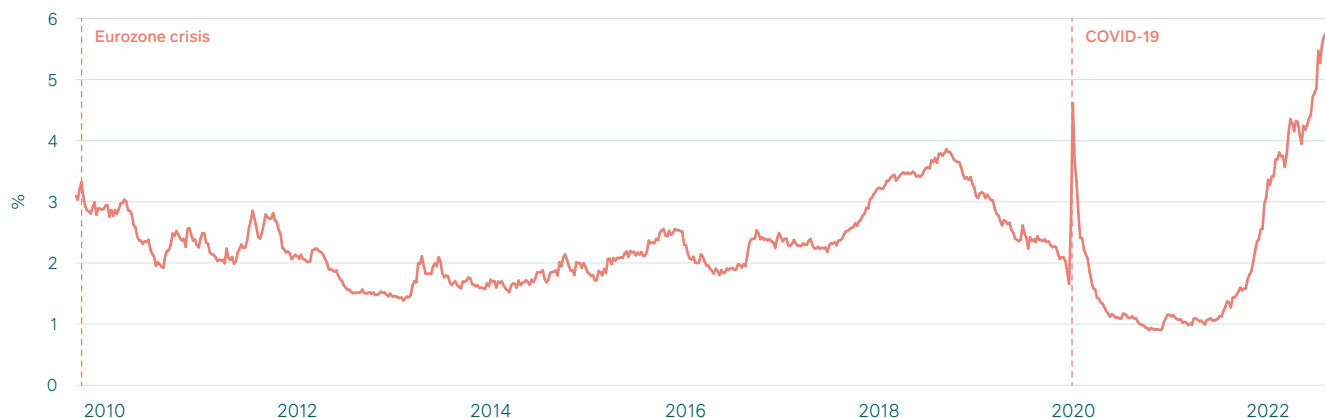
Jim Leaviss, CIO Public Fixed Income

Les marchés obligataires ont connu l'une des plus sévères corrections jamais enregistrées en 2022, les inquiétudes liées à une inflation obstinément élevée et au resserrement agressif de la politique monétaire ayant poussé les rendements des emprunts d'État à leurs niveaux les plus élevés en plus de dix ans. Les valorisations du crédit ont également été mises à rude épreuve, les marchés ayant commencé à intégrer l'impact du ralentissement de la croissance économique et de la hausse des coûts de financement sur les bénéfices des entreprises.

Cela a conduit à une sensible réévaluation des spreads de crédit et du taux « sans risque » (représenté par les rendements des emprunts d'État). Les rendements des obligations « investment grade » s'établissent actuellement à des niveaux record pluriannuels, à l'image des obligations d'entreprises « investment grade » américaines à cinq ans dont le rendement est de plus de 4 % (Graphique 4).

Graphique 4 : Évolution des rendements obligataires – Rendement actuariel des obligations « investment grade » américaines à 5 ans

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures



Source : Bloomberg, au 28 novembre 2022.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Tout en étant conscients des difficultés auxquelles est confrontée l'économie mondiale, nous pensons que les fondamentaux des entreprises demeurent solides et que les rendements actuels sont synonymes de valorisations très attractives pour les investisseurs. Des effets de base à eux seuls vont conduire certains chiffres annuels de l'inflation globale à commencer à marquer le pas tout au long de 2023, ce qui devrait être une bonne nouvelle pour les marchés obligataires, d'autant plus que le cycle de normalisation des taux initié par les États-Unis semble désormais être quasi pleinement reflété dans les cours.

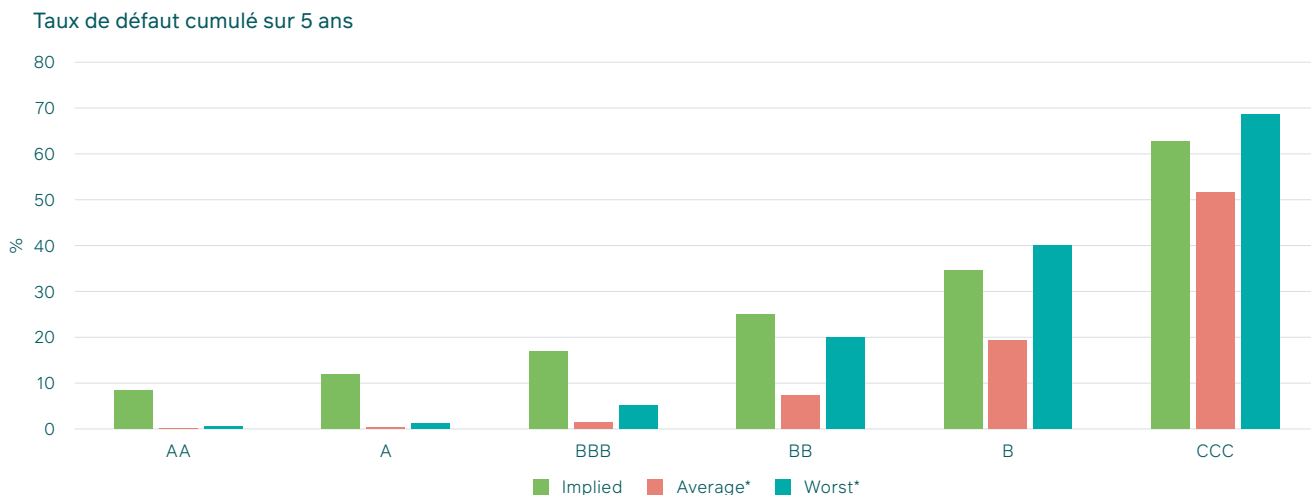
Une inflation appelée à progressivement ralentir, mais aucun signe d'un virage de la Fed pour l'instant

Nous nous attendons à ce que l'inflation demeure un sujet pressant pour les investisseurs, même si nous commençons à voir des signes attestant que les hausses de prix, du moins aux États-Unis, commencent à

s'atténuer. L'indice des prix à la consommation (IPC) américain est ainsi ressorti à 7,7 % en glissement annuel en octobre, contre 9,1 % en juin. Selon nous, l'inflation va continuer de ralentir en 2023, en raison d'effets de base, de la baisse des prix des matières premières et du net durcissement des conditions financières en 2022. La politique monétaire s'accompagne généralement d'un décalage de 12 à 18 mois ; aussi, nous pensons donc que le plein impact de la hausse des taux d'intérêt ne commencera à se faire ressentir que l'année prochaine.

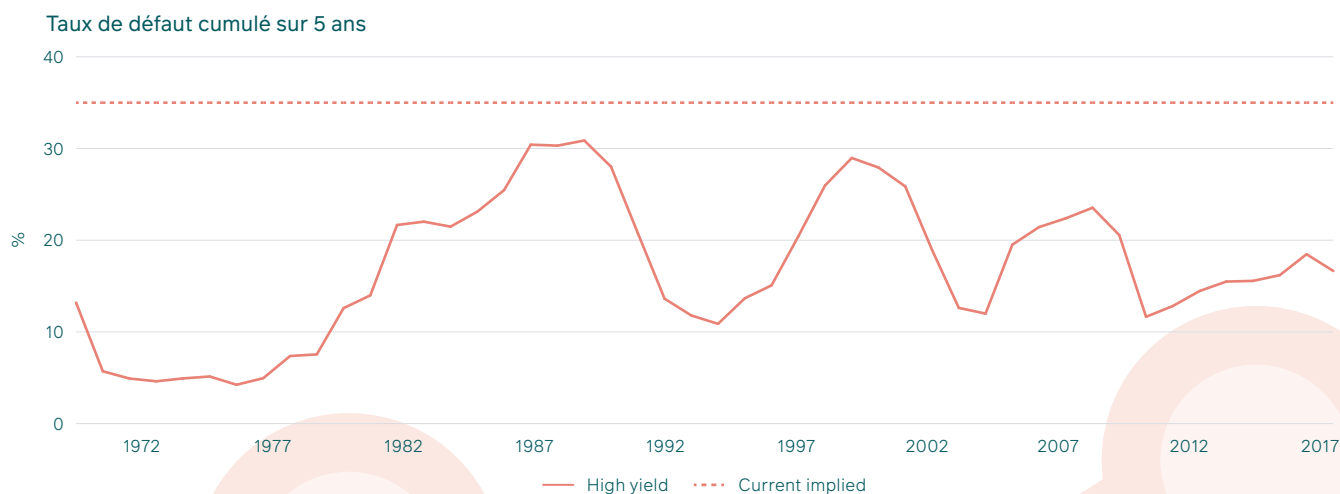
Toutefois, si une baisse des prix des biens a déjà été observée, nous nous attendons à ce que l'inflation dans les services demeure élevée pendant un certain temps encore, et ce, dans la mesure où les très vives tensions sur le marché du travail américain vont continuer d'exercer des pressions sur les salaires. Les cycles salariaux ont tendance à durer des années plutôt que des mois et la Fed va être très attentive au risque de déclencher une spirale prix-salaires.

Graphique 5 : Taux de défaut implicites du marché par rapport aux taux de défaut historiques



Source : Bloomberg, Deutsche Bank, ICE indices, S&P, 31 octobre 2022.
 *En supposant un taux de recouvrement de 40% pour IG et de 30% pour le HY.
 Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Graphique 6 : Quel est le niveau de défaut actuellement évalué sur le marché du haut rendement ?



Source : Deutsche Bank, Moody's Research, 30 septembre 2022 (dernières données disponibles).
 Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



MÊME SI L'INFLATION RALENTIT, LA FED VOUDRA PROBABLEMENT CONSERVER UNE POLITIQUE MONÉTAIRE RESTRICTIVE



Par conséquent, même si la Fed devrait être en mesure de ralentir le rythme de ses relèvements à mesure que l'inflation globale marque le pas, elle voudra probablement conserver une politique restrictive pendant un peu plus longtemps et il est peut-être prématuré de parler d'un véritable virage à ce stade.

Après 2023, nous pensons que la Fed pourrait avoir plus de mal à contenir l'inflation en-deçà de 2 % que par le passé. En effet, nombre des forces qui ont contribué à maintenir au plus bas l'inflation pendant tant d'années pourraient commencer à s'essouffler. En particulier, la mondialisation devrait être une force moins puissante à l'avenir, sous l'effet de phénomènes comme la délocalisation des chaînes d'approvisionnement et le recours accru aux droits de douane et à d'autres pratiques restreignant la libre concurrence.

Toute la difficulté pour les banques centrales est de ne pas commencer à évoquer trop tôt un changement de cap, sous peine de risquer de favoriser une nouvelle appréciation des marchés actions et une baisse des rendements obligataires - ce qui aurait pour effet d'assouplir les conditions financières et de possiblement créer plus d'inflation. Il se pourrait que les banques

centrales estiment qu'elles doivent être fermes maintenant afin d'éviter de devoir resserrer leur politique et, ce faisant, potentiellement causer des dommages plus importants à l'avenir.

Dans ce contexte, nous restons quelque peu prudents à l'égard des taux, tout en reconnaissant que les valorisations apparaissent bien plus attractives qu'à la même époque l'année dernière. Même si nous avons progressivement allongé la durée dans le sillage de la hausse des rendements cette année, nous pensons cependant qu'il est encore trop tôt pour l'augmenter de manière agressive. Tant que nous ne verrons pas de signes clairs d'un virage opéré par la Fed, nous pensons que les taux vont très probablement peu évoluer, tout en témoignant d'épisodes de volatilité sous l'effet de la réaction des marchés aux dernières déclarations de la Fed.

Le niveau des spreads de crédit est révélateur d'une profonde récession

Nous sommes convaincus que le crédit abrite d'excellentes opportunités et que les investisseurs sont bien rémunérés pour prendre du risque de crédit. Si de nouveaux épisodes de volatilité sont probables à court terme, nous pensons

que, dans une perspective à long terme, le crédit offre une dynamique de risque/rendement très attractive. Les défauts devraient rester peu nombreux grâce à la solidité des fondamentaux et des bilans des entreprises, tandis que nombre d'entre elles ont déjà saisi l'occasion de refinancer leur dette depuis plusieurs années à des taux bon marché.

Nous pensons que les marchés anticipent de manière excessive les mauvaises nouvelles. En effet, les spreads de crédit reflètent un taux de défaut implicite bien supérieur aux taux de défaut moyens, mais également aux pires taux de défaut (Graphique 5). Par exemple, les obligations d'entreprises notées BBB anticipent un taux de défaut cumulé sur cinq ans de 16,9 %, contre un taux de défaut moyen de 1,5 % et un taux de défaut le plus élevé de 5,1 % (au 31 octobre 2022).

Nous pensons que cette situation dépeint des perspectives excessivement sombres en matière de taux de défaut et nous avons saisi l'occasion d'accroître le risque de crédit au sein d'un grand nombre de nos portefeuilles. Toutefois, il est important de rester sélectif compte tenu de l'environnement économique incertain et nous privilégions généralement les entreprises de meilleure qualité et plus défensives qui devraient mieux résister en cas de scénario plus récessionniste. À l'inverse, nous restons beaucoup plus prudents à l'égard de certains segments plus spéculatifs, comme notamment celui des obligations à haut rendement notées CCC qui pourrait être témoin d'une augmentation significative des défauts.

Nous observons également une forte dispersion des spreads sur les marchés des obligations d'entreprises, à savoir que des obligations ayant la même notation de crédit présentent des écarts de rendement différents par rapport aux marchés des emprunts d'État. Selon nous, la dispersion des spreads pourrait encore s'accroître à mesure que nous nous rapprochons d'un virage de la Fed, ce qui pourrait offrir une importante source d'opportunités pour les gérants actifs à même d'identifier les titres mal valorisés.

En offrant une exposition à la fois aux taux d'intérêt et au crédit, nous pensons que les obligations d'entreprises peuvent conférer une certaine résistance dans des conditions de marché incertaines. 2022 a été une exception, mais les spreads de crédit et les taux d'intérêt évoluent généralement dans des directions opposées et nous sommes convaincus que cette corrélation inverse peut aider à offrir un précieux filet de sécurité aux investisseurs dans les obligations d'entreprises pendant les périodes de turbulence sur les marchés.

Certaines opportunités sur les marchés émergents

Les marchés émergents sont un autre segment où nous identifions des opportunités dans une perspective à moyen terme, même si une approche d'investissement extrêmement sélective s'impose. Les marchés obligataires émergents ont accusé de lourdes chutes cette année et les rendements sont désormais très élevés. L'appréciation constante du dollar américain face aux autres devises a clairement constitué un

obstacle majeur pour la classe d'actifs, mais nous pensons que l'essentiel de cette hausse est probablement derrière nous et anticipons un nouvel infléchissement à partir de maintenant sous l'effet du creusement du déficit commercial américain.

En particulier, certains des grands pays émergents présentent de meilleurs fondamentaux aujourd'hui qu'en 2013, sous la forme de comptes courants excédentaires, de déficits budgétaires plus modestes, de réserves de change plus élevées et des devises moins chères. En outre, contrairement aux précédents cycles de normalisation des taux, de nombreuses banques centrales des pays émergents ont devancé la Fed et ont relevé leurs taux de manière agressive depuis 2021, ce qui a contribué à rendre encore un peu plus attractifs les rendements offerts aux investisseurs.

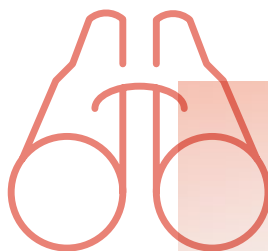
Les différents acteurs de la classe d'actifs ont tendance à être mis dans le même sac. Pourtant, il existe une grande dispersion entre les émetteurs des marchés émergents, tant en termes de valorisations que de trajectoires de croissance des différents pays. Par exemple, de nombreux pays d'Amérique Latine sont restés relativement insensibles aux conséquences de la guerre en Ukraine et plusieurs d'entre eux ont bénéficié des prix élevés des matières premières. ■



**LA MAJORITÉ DES
GRANDES BANQUES
EST EN MESURE
DE RÉSISTER
AUX TEMPÊTES,
TANDIS QUE LA
HAUSSE DES TAUX
D'INTÉRÊT DEVRAIT
SENSIBLEMENT
AMÉLIORER LEUR
RENTABILITÉ**



Pleins feux sur le haut rendement



Stefan Isaacs,

Directeur adjoint des investissements
de la division Public Fixed Income

Des revenus attractifs pour aider à amortir les risques baissiers

À la fin du mois de novembre, le spread des obligations à haut rendement internationales s'établissait à 508 points de base, un niveau qui, selon nous, intègre une grande partie des mauvaises nouvelles économiques et constitue un point d'entrée plutôt attractif dans la classe d'actifs. Si une récession mondiale pourrait s'avérer inévitable, nous pensons toutefois qu'elle sera moins sévère que ce qu'anticipent les spreads des titres à haut rendement.

Le niveau des spreads actuel se traduit par un taux de défaut implicite sur cinq ans d'environ 30 % pour le marché du haut rendement, ce qui surpasse nos anticipations en matière de défaut et apparaît particulièrement extrême pour les crédits de grande qualité (notés BB et B) en égalant ou dépassant les pires taux de défaut jamais enregistrés (Graphique 6). Selon nous, les fondamentaux des entreprises sont généralement bons et nous nous

attendons à ce que les chiffres d'affaires des entreprises s'avèrent globalement assez résistants. L'endettement dans l'ensemble de la classe d'actifs reste relativement modeste, de nombreuses entreprises ayant saisi l'occasion de réduire leur dette ou d'en allonger l'échéance à la suite de la pandémie, ce qui devrait sensiblement réduire le risque de refinancement.

En conséquence, nous pensons que les indices à haut rendement représentent désormais un univers de meilleure qualité qu'avant la pandémie. Nous nous attendons certes à ce que les taux de défaut augmentent par rapport à leurs niveaux actuels très bas, mais nous n'entrevoions pas une forte hausse. Avec des rendements globaux d'un peu moins de 9 % (en dollars américains), nous pensons que la classe d'actifs offre des revenus attractifs qui devraient grandement aider à atténuer tout nouvel élargissement des spreads ou toute augmentation des défauts.



**NOUS SOMMES
CONVAINCUS QUE LES
INVESTISSEURS SONT
BIEN RÉMUNÉRÉS
POUR LE RISQUE DE
CRÉDIT PRIS...**

**MAIS, LA SÉLECTIVITÉ
DEMEURE
ESSENTIELLE**



Opinions sectorielles - positifs sur les banques, prudents sur la consommation

D'un point de vue sectoriel, nous pensons que les banques sont bien placées pour profiter d'un environnement de hausse des taux car elles sont en mesure d'obtenir des marges de prêt plus élevées, tandis que la solidité de leurs fonds propres devrait constituer un « amortisseur » important en cas de récession plus prononcée que

prévu. Les valorisations actuelles sont révélatrices de lourdes pertes dans le secteur bancaire, même si nous pensons que la vision du marché est assez éloignée de la situation fondamentale. Même s'il est clair que certaines pertes se produiront, nous sommes d'avis que la grande majorité des grandes banques sont en mesure de résister aux tempêtes, tandis que la hausse des taux d'intérêt devrait sensiblement améliorer leur rentabilité.

Selon nous, le secteur de l'immobilier abrite également des opportunités. Compte tenu de sa sensibilité aux rendements obligataires et de sa nature à longue échéance, les valorisations du secteur ont très lourdement chuté cette année. Le secteur aura également pâti d'un facteur technique négatif sous la forme des multiples émissions intervenues au cours des dernières années. Il s'agit d'un secteur où il est important d'être sélectif et d'évaluer minutieusement les valorisations des biens immobiliers sous-jacents, même si nous pensons qu'il apparaît globalement bon marché en raison de l'existence de nombreuses obligations immobilières dont le prix est bien inférieur au pair.

Nous sommes plus prudents à l'égard des secteurs exposés à la consommation même si, compte tenu de la solidité du marché du travail américain, nous nous attendons à une baisse modeste de la demande plutôt qu'à un véritable effondrement. Nous pensons que toutes les entreprises, à l'exception des plus endettées, devraient être en mesure de traverser une période de ralentissement de la croissance. ■

Investir dans un environnement caractérisé par des taux plus élevés

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT | PERSPECTIVES 2023

Will Nicoll,
CIO Actifs privés et alternatifs



L'impact de la hausse des taux

Les marchés privés constituent un ensemble vaste et diversifié de classes d'actifs, couvrant un large éventail d'opportunités d'investissement, comme notamment le crédit privé, le financement structuré, le crédit à la consommation, l'immobilier, les infrastructures et le capital-investissement.

Compte tenu de cette diversité, l'impact de la hausse des taux s'est avéré être différent pour les divers segments du marché. Certains ont réagi de manière agressive, sous l'effet des mêmes inquiétudes liées au crédit qui ont influencé les marchés obligataires cotés.

D'autres ont été plus lents à réagir et commencent seulement à intégrer l'éventualité négative d'une récession. D'autres encore sont plus défensifs par nature et sont susceptibles de pouvoir résister aux perspectives économiques les plus difficiles.

La hausse des taux d'intérêt s'est en fait avérée favorable à la thèse d'investissement d'une grande partie de l'univers d'investissement du crédit privé et illiquide compte tenu de la durée courte et la nature à taux variable de ces actifs. En conséquence, les baisses de prix de ces derniers ont été plus limitées que dans le cas des titres obligataires traditionnels.



Les capacités de couverture directe (et indirecte) des actifs alternatifs sont susceptibles de séduire les investisseurs prudents qui cherchent à préserver leurs portefeuilles.

Toutefois, il est important de prendre en considération l'impact potentiel de hausses aussi importantes et rapides. L'augmentation des coupons d'une dette privée, qui étaient possiblement de 2 % ou 3 % et pourraient atteindre 4 % ou 5 %, est positive pour les investisseurs, mais cette hausse des coûts de financement peut faire une incroyable différence pour le bilan de cette entreprise. Ainsi, selon moi, la hausse des coûts d'emprunt, en particulier conjuguée à des niveaux d'inflation élevés, va constituer la thématique de l'ensemble de l'année 2023 et impose une approche d'investissement sélective et flexible.

Au-delà des actifs financiers traditionnels, les capacités de couverture directe (et indirecte) des actifs alternatifs sont susceptibles de séduire les investisseurs prudents qui cherchent à préserver leurs portefeuilles. Pour les investisseurs dans des secteurs tels que le capital-investissement, les infrastructures et l'immobilier, il demeure primordial de privilégier les entreprises ou les immeubles de grande qualité qui vont survivre, indépendamment de l'environnement économique dans lequel ils se trouvent. Cela signifie qu'il convient toujours d'analyser les actifs sous-jacents et leur qualité pour s'assurer qu'ils peuvent résister à des conditions difficiles - là encore, sélectivité et rigueur en termes de valorisation sont les maîtres-mots.



Si la menace d'une récession est sans doute l'une des principales sources de préoccupation des investisseurs pour l'année à venir, un ralentissement économique pourrait toutefois créer des opportunités pour les stratégies d'investissement axées sur les entreprises en difficulté. Par exemple, les fonds dits « distressed », qui peuvent faire abstraction des gros titres négatifs et collaborer avec les entreprises dans le cadre de leur redressement, pourraient voir là une opportunité de collecter des capitaux.

Au-delà de la situation macroéconomique à court terme, les infrastructures sont un thème important à long terme que nous observons sur l'ensemble des marchés non cotés. La période est particulièrement intéressante pour les infrastructures à la faveur de la transition énergétique et du passage à l'économie numérique : nous allons devoir refaire complètement les infrastructures

de la planète dans les années à venir et une grande partie de ces travaux seront réalisés grâce à des technologies émergentes qui seront financées par des fonds de capital-investissement, des fonds de capital-risque et des prêts privés.

La fin des taux ultra-bas

Une autre observation est que le paysage a clairement changé. Même si l'inflation pourrait bien ralentir en 2023, nous ne nous attendons cependant pas à ce que les choses redeviennent comme avant. Nous avons connu une période exceptionnelle de taux d'intérêt ultra-bas, voire négatifs, et les gens se sont habitués à l'abondance de liquidités qui en a résulté (Graphique 7).

Mais, même lorsque l'inflation finira par marquer le pas, il existe un risque de voir les investisseurs s'attendre à revenir à ce qu'ils pensent être la normalité ; mais, en réalité, des

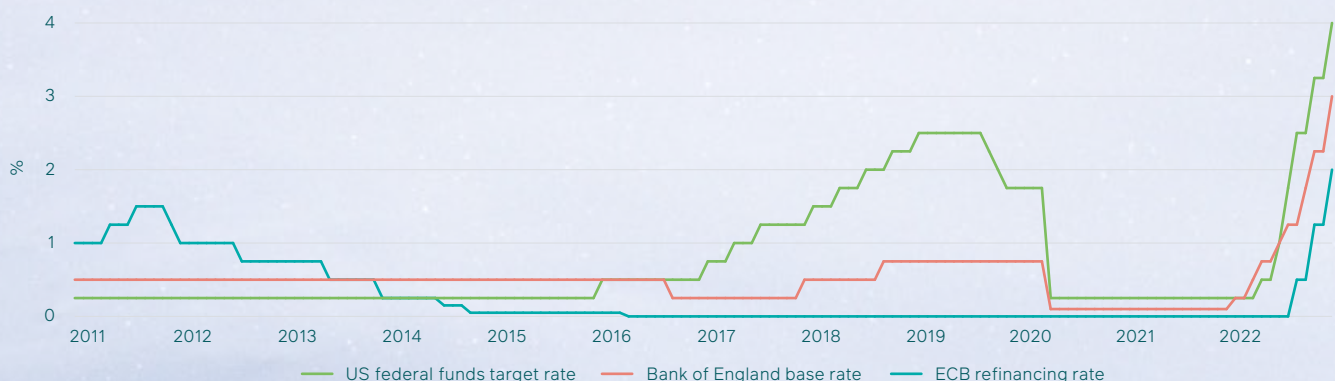
taux d'intérêt négatifs n'étaient pas normaux. Des liquidités abondantes et disponibles partout n'est pas normal et les investisseurs doivent sans doute encore s'y adapter.

À plus long terme, nous allons passer d'une situation caractérisée par des taux ultra-bas à un environnement plus conforme aux tendances historiques. Cela pourrait signifier que les segments des marchés privés qui ont très fortement progressé, en partie grâce à la récente faiblesse des taux, pourraient être appelés à éprouver quelques difficultés

L'immobilier dans un environnement de hausse des taux

Suite à la sensible hausse des rendements obligataires, la prime de risque de l'immobilier a diminué, rendant ainsi la faiblesse des rendements immobiliers au sein de certains secteurs plus difficile à justifier.

Graphique 7 : la fin de l'ère des taux ultra-bas



Source : Refinitiv Datastream, au 30 novembre 2022.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



Nous pensons que les marchés privés vont offrir des idées très intéressantes et à des valorisations attractives.

Nous sommes convaincus qu'une correction des prix sur les marchés immobiliers internationaux va entraîner une dispersion des performances des portefeuilles existants, et ce, en fonction de la qualité des actifs. Compte tenu des exigences de plus en plus strictes des locataires, les bâtiments sans attributs verts risquent d'être moins occupés et une baisse des loyers pour les biens plus anciens semble s'accroître. Malgré le coût élevé d'une opération de modernisation importante, nous pensons que retarder les travaux pourrait s'avérer être une fausse économie.

Les allocations de portefeuille sont également susceptibles de changer dans la mesure où les secteurs immobiliers traditionnels, tels que les

bureaux, sont en proie à des difficultés structurelles et cycliques. Selon nous, le secteur de l'habitat semble plus résilient car les besoins en logements sont considérables. Contribuer à combler le déficit de l'offre pourrait donc atténuer les pressions haussières actuelles sur les rendements grâce à des perspectives de revenu et de croissance attractives, tout en permettant aux institutions de créer un impact social positif.

Les réévaluations des biens immobiliers vont naturellement prendre du temps pour se concrétiser, mais lorsque les rendements se stabiliseront, nous pensons que des actifs sont susceptibles de témoigner d'opportunités de valorisations attractives dans une optique à long terme, avec de meilleures perspectives de performance.



Dans un environnement économique de plus en plus difficile, naviguer au travers des écueils créés par la volatilité du marché va nécessiter savoir-faire et jugement objectif. Le passé montre que c'est souvent dans les années qui suivent une récession que l'immobilier est le plus performant et, selon nous, la classe d'actif jouit d'un potentiel de réévaluation propice à créer le prochain meilleur millésime d'investissements.

Des valorisations intéressantes

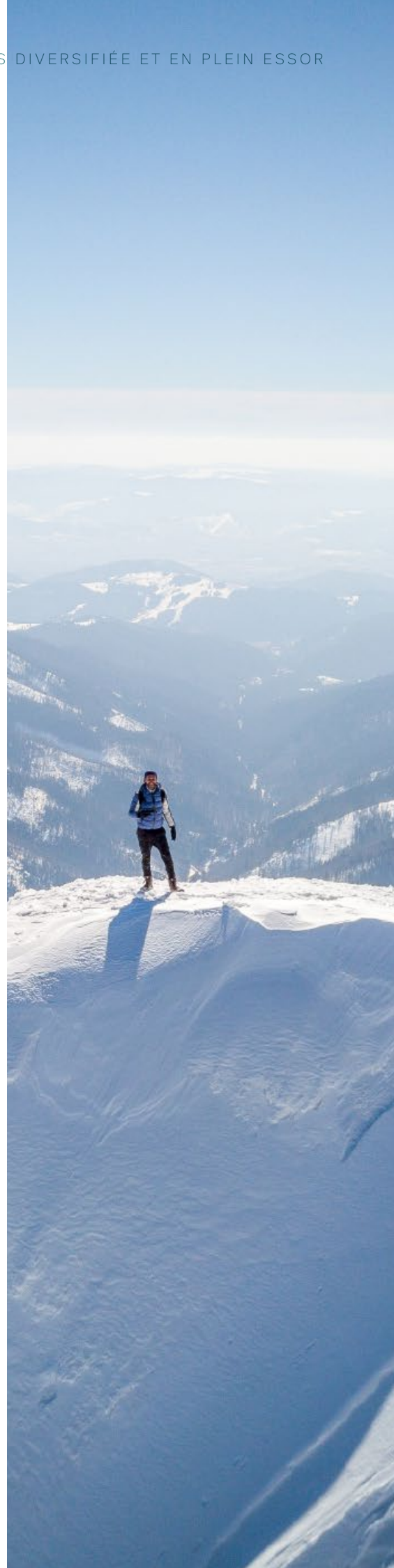
Nous pensons que 2023 va se révéler être une année très intéressante pour plusieurs raisons. Tout d'abord, si l'on considère les marchés privés dans leur ensemble, on constate qu'ils réagissent très différemment à l'heure actuelle et avec des décalages temporels très différents par rapport aux événements et faits intervenus en 2022. Nous pensons qu'il existe des endroits qui offrent actuellement des opportunités très intéressantes du point de vue des valorisations et d'autres où la valeur est bien moindre. Dans certains cas, nous attendons que les marchés réagissent. Ainsi, nous pensons que les marchés privés vont offrir des idées très intéressantes et à des valorisations attractives en 2023.

Étant donné que nous nous trouvons dans un cycle de crédit et qu'il est probable que le cycle actuel de hausse des taux d'intérêt ne soit pas encore achevé, nous pourrions voir les investisseurs se replier sur des actifs plus « neutres ». Ainsi, même si d'excellentes opportunités pourraient se présenter au cours des deux prochaines années, il sera néanmoins assez difficile de convaincre de nombreux nouveaux investisseurs de s'intéresser aux actifs non cotés. Mais, pour ce qui est de la structure actuelle des marchés des actifs privés et du capital-investissement, nous pensons qu'il existe des facteurs favorables à long terme.

Démocratisation des actifs non cotés

La « démocratisation » des actifs non cotés - à savoir la généralisation de ces investissements auprès d'un public plus large que celui des investisseurs institutionnels traditionnels - est une tendance très discutée.

Les investisseurs institutionnels ont grandi avec l'idée de la courbe en J du capital-investissement et selon laquelle les rendements sont négatifs au cours des premières années d'un investissement avant de générer un retour sur investissement plus tard dans la vie du fonds.





La création et l'essor d'un marché secondaire pourraient contribuer à démocratiser la classe d'actifs.

Affronter un environnement difficile

Compte tenu du nouveau paysage financier dans lequel nous prenons pied, les marchés de capitaux risquent de s'avérer quelque peu volatils au cours des prochains mois. Toutefois, nous sommes convaincus que les marchés privés abritent un éventail diversifié de stratégies d'investissement et d'actifs qui sont bien placés pour résister à un environnement difficile marqué par des taux d'intérêt plus élevés, tout en offrant d'excellentes opportunités à long terme.

Les clients conseillés ou particuliers sont moins à l'aise avec cette structure et, par conséquent, les investissements dans des actifs privés de la part de ces clients ont été beaucoup plus modestes.

La création et l'essor d'un marché secondaire pourraient contribuer à démocratiser la classe d'actifs en permettant aux gens d'investir et de commencer à générer des performances immédiates, même si ces dernières sont légèrement inférieures à celles des investisseurs qui sont en mesure de conserver un fonds pendant tout son cycle de vie.

L'une des principales difficultés de ce processus est l'éducation. Les investisseurs conseillés ne sont globalement pas encore au fait des marchés non cotés étant donné qu'il n'existe pas de produits facilement accessibles dont ils peuvent parler et auxquels ils peuvent réfléchir. Des régimes tels que les fonds européens d'investissement à long terme (FEILT) et les fonds britanniques d'actifs à long terme (LTAF) changent progressivement cette situation et aident les clients à investir dans des produits qui n'ont pas de liquidité quotidienne et peuvent donc accéder à des actifs privés sans créer de décalage de liquidité. De nouveaux fonds semi-liquides investissant dans des actifs

privés sont en train de faire leur apparition et semblent susceptibles de pouvoir générer une plus grande demande pour ces actifs, ce qui pourrait à son tour favoriser l'essor de l'ensemble du marché.

Investissement durable et d'impact

L'intérêt croissant marqué pour l'investissement durable et l'investissement d'impact est, selon nous, un autre vent porteur important pour les marchés privés. Les opportunités d'investissement répondant à des objectifs climatiques ou sociaux positifs sont nombreuses sur les marchés non cotés dans la mesure où les investissements sont souvent ciblés sur un projet ou une activité spécifique. Les opportunités d'investissement sont très diversifiées, des énergies renouvelables jusqu'à la transformation numérique, en passant par le logement étudiant et abordable, la régénération urbaine, la sylviculture ou l'inclusion financière. La palette des actifs intéressants offrant des rendements attractifs que nous identifions est extrêmement large.

Ce document est destiné à l'usage des professionnels uniquement, sa distribution est interdite à toute autre personne ou entité, qui ne devrait pas s'appuyer sur les informations qu'il contient. La distribution de ce document en Suisse ou à partir de la Suisse n'est pas autorisée à l'exception de la distribution aux investisseurs qualifiés tels que défini par la loi suisse sur les placements collectifs de capitaux, l'Ordonnance suisse sur les placements collectifs et la Circulaire de l'autorité suisse de surveillance (« Investisseur qualifié »). Celui-ci est mis à disposition du destinataire initial (à condition qu'il s'agisse d'un Investisseur Qualifié) uniquement. Ce document financier promotionnel est publié par M&G Luxembourg S.A. Siège social : 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg.