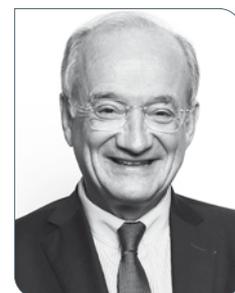


SOMMAIRE

- 3 Grand angle**
- 5 Revue de presse**
- 6-10 Baromètre**
- 11-39 Dossier**
- 11-14 Quatre scénarios pour 2023 : naviguer dans l'incertitude
- 15-17 Les espoirs d'absence d'atterrissage de l'économie ne se concrétiseront pas
- 18-23 Vers une augmentation du *Free Float* en 2024
- 24-25 Après une première hausse des taux, quelle stratégie d'investissement ?
- 26-28 Après la hausse des taux que devrait faire un investisseur obligataire ?
- 29-33 Pourquoi des obligations indexées sur l'inflation lorsque sa trajectoire semble incertaine ?
- 34 Dette privée : la belle échappée
- 35-37 Une idée d'investissement coté de la zone euro
- 38-39 Un retour à un environnement de taux normal qui rend à la gestion d'actif immobilier toute sa noblesse
- 40-42 Retour sur...**
- 43 Bonnes feuilles**

Que de problèmes !

Hubert Rodarie, Président de l'Af2i



©Nathalie Ounadjian

E 2022, fin février, la guerre d'Ukraine débutait. Loin d'être un épisode bref, ce conflit est devenu un événement structurant et durable de la géopolitique mondiale. Recomposition ou plutôt cristallisation des alliances et des blocs, c'est un mouvement qui nous éloigne des temps de la globalisation, pensait-on inéluctable et paisible, et qui était présentée comme une sorte de programme Erasmus pour les économies.

En 2023, c'est encore le premier trimestre qui voit arriver une crise financière. Une nouvelle fois, la faillite de trois établissements américains (SVB, Signature, etc.), entraîne une séquence pleine de doutes. En Europe, c'est l'ancien américano-suisse le Crédit Suisse First Boston (CSFB), redevenu après 2008 Crédit Suisse, qui se fait absorber sous la pression des autorités suisses par son concurrent UBS. Et les marchés s'interrogent si un pareil destin attend les établissements dont le *business model* et la santé sont discutés.

En 2023, en France, la tentation est forte de voir aussi dans la contestation de la réforme des retraites une nouvelle preuve de la fracture entre la population et ses élites politiques.

Toutefois tous ces événements, même s'ils sont inquiétants et très sérieux, ne doivent pas masquer d'autres plus fondamentaux qui ont du mal à émerger. Au premier chef, en Europe, le sujet central est celui de l'énergie.

Il faut rappeler des vérités qui, aujourd'hui, ne sont hélas plus perçues comme des évidences. Pour toute économie, la capacité à assurer de l'activité et des ressources suffisantes pour que la population puisse vivre de façon satisfaisante et paisible de son travail, repose sur la mise à disposition d'une énergie abondante et peu chère.

Le secteur de la production énergétique est donc logiquement, à la fois au cœur de la transformation des activités pour tenir les objectifs

L'Af2i

Association française des investisseurs institutionnels
58 rue de Lisbonne, 75008 Paris
Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901
Agrément n°00155634 délivré le 26/07/02 à Paris

CONTACTS

Hubert Rodarie, Président
Éric Sidot, Délégué général
Christelle Pattegay, Responsable administratif
Lætitia Coly, Chef de projet éditorial

af2i@af2i.org
www.af2i.org
Tél. +33 (0)1 42 96 25 36

 Suivez-nous sur LinkedIn :
af2i-association-francaise-des-investisseurs-
institutionnels

climatiques et au cœur des processus de création de valeurs ajoutées qui permettent de constituer à la fois les revenus courants des ménages qui financent à la fois leurs consommations et les ressources qui alimentent les dispositifs de redistribution et de revenus différés comme les retraites. Et les institutionnels sont souvent au cœur de ces dispositifs qui structurent le modèle social.

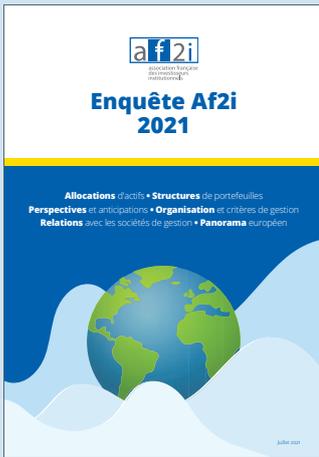
Pour notre deuxième numéro de l'année 2023, nous avons sollicité l'ensemble de nos membres.

Nous souhaitons avoir leurs contributions sur les sujets de politiques d'investissement, globales ou sur certaines thématiques. Dix contributions ont été retenues. Merci à leurs rédacteurs. Nous avons ajouté également une note sur un sujet qui fait polémique le rachat d'actions.

Dans notre prochain numéro, nous reviendrons sur *Time to Change*. Son édition 2023 a été un grand succès.

N'hésitez pas à nous envoyer vos articles et contributions sur tous les sujets qui vous passionnent nous sommes heureux de les lire et de les partager avec tous nos membres. Car dans les temps troublés, le débat d'idées et la partage d'informations est essentiel. ●

NOS PUBLICATIONS VOUS INTÉRESSENT ?



Enquête Af2i 2021
(juillet 2021)



Institutionnels n°69
(Avril 2023)



Les dossiers de l'Af2i
ESG et financement
de l'industrie de défense
(Mars 2023)



Les dossiers de l'Af2i
Monnaie numérique
à émettre par la BCE
(Mars 2023)

Pour consulter ces publications, rendez-vous sur le site internet de l'Af2i : www.af2i.org, dans la rubrique "Publications"

GRAND ANGLE

Le rachat d'actions



La vue de BDL

Mars 2023

Plus encore que les « superprofits », le président de la République Emmanuel Macron crie haro sur les rachats d'action comme son homologue Joe Biden aux États-Unis. Lors de son interview le 22 mars dernier aux journaux télévisés de 13h de TF1 et France 2, il a dénoncé le « cynisme » de certaines « grandes entreprises » qui profitent « *de leurs revenus tellement exceptionnels qu'ils en arrivent à utiliser cet argent pour racheter leurs propres actions* ».

BDL Capital Management apporte un point de vue technique sur les rachats d'actions si décriés.

Warren Buffett a récemment publié sa lettre annuelle aux actionnaires et en a profité pour évoquer les rachats d'actions. Ce sujet mérite que l'on s'y attarde car il a pris beaucoup d'ampleur ces dernières années. Le rachat d'actions est devenu une source importante de rémunération des actionnaires, au même titre que les dividendes. Selon Bernstein, un gestionnaire d'actifs, les rachats d'actions par les entreprises européennes ont représenté 350 milliards en 2022, soit 2,4 % de leur capitalisation boursière.

Un rachat d'actions peut, dans certains cas, être une bonne décision pour les différentes parties prenantes mais il peut aussi affaiblir l'entreprise et léser ses actionnaires quand il est réalisé dans de mauvaises conditions. Avant d'aller dans le détail, il faut aborder la notion la plus importante à maîtriser : savoir si le rachat d'action est créateur de valeur ou non. La condition pour qu'il le soit est que l'entreprise rachète ses actions à un cours inférieur à sa valeur intrinsèque⁽¹⁾. Si tel n'est pas le cas, le rachat d'actions affaiblit l'entreprise et ses actionnaires.

Pour bien appréhender cet élément déterminant, il est utile de prendre un exemple (cf. tableau 1). Imaginons une entreprise dont la valeur intrinsèque est de 1 milliard d'euros. Son capital est divisé en 100 millions d'actions, donc sa valeur par action est de 10 euros.

Dans le premier cas, l'entreprise annonce un programme de rachat de 20 millions d'actions (20 % de son capital) qu'elle parvient à effectuer sur les marchés à un cours de 8 euros. Elle a donc dépensé 160 millions d'euros ($20 \times 8 = 160$), il lui reste 80

TABLEAU 1

Rachat d'actions : Impact du prix sur la valeur intrinsèque par actions de l'entreprise	L'entreprise avant le rachat d'actions	L'entreprise rachète 20 millions d'actions à 8€	L'entreprise rachète 20 millions d'actions à 16€
Nombre d'actions (millions)	100	80	80
Valeur intrinsèque par action (€)	10	10,5	8,5
Valeur intrinsèque (million d'€)	1 000	840	680

millions d'actions ($100 - 20 = 80$) et sa valeur est de 840 millions d'euros ($1000 - 160 = 840$). La valeur intrinsèque par action a progressé de 50 centimes à 10,5 €.

Dans le deuxième cas, l'entreprise annonce aussi un programme de rachat de 20 millions d'actions (20 % de son capital) mais qu'elle effectue à un cours plus élevé de 16 euros. Elle a donc dépensé 320 millions d'euros ($20 \times 16 = 320$), il lui reste 80 millions d'actions ($100 - 20 = 80$) et sa valeur est de 680 millions d'euros ($1000 - 320 = 680$). La valeur intrinsèque par action a baissé de 15 % à 8,5 €.

Le rachat d'actions influe non seulement sur la valeur de l'entreprise, mais augmente aussi les bénéfices par actions (bpa) et le dividende par actions. En effet, comme le capital de l'entreprise est désormais constitué d'un nombre d'actions plus faible, chaque actionnaire restant a une quote part plus importante

des bénéfices et des dividendes. Cet effet relatif favorise les actionnaires à long terme. Année après année, ils augmentent leur pourcentage de détention de l'entreprise, sans déboursier de sommes supplémentaires.

Cependant, s'il est réalisé à un prix trop élevé, le rachat d'actions augmente le bpa sans création de valeur pour l'entreprise. Reprenons le cas de notre entreprise et supposons qu'elle fasse un bénéfice de 100 millions d'euros. Son bpa est donc de 1 €. L'entreprise effectue un rachat d'actions à un prix trop élevé de 16 €. Sa valeur intrinsèque par action baisse de 15 % à 8,5 € mais son bpa monte de 14 % à 1,14 €⁽²⁾. La raison est la suivante : le rachat induit une baisse du nombre d'actions qui est généralement plus avantageuse que l'augmentation des frais financiers qu'il engendre.

Ce phénomène mérite la plus grande attention car il est la source d'un aléa moral pernicieux. Cette hausse artificielle du bpa pourrait profiter au management mais léser les actionnaires. En effet, les systèmes de rémunération des équipes de direction incluent une partie variable conséquente qui est souvent indexée sur l'évolution du bpa. L'intérêt du CEO serait donc d'effectuer des rachats d'actions avec l'objectif principal d'augmenter les bpa et non d'acheter à un prix attractif et créer de la valeur pour l'entreprise. Cette situation néfaste à la réputation des rachats d'actions est malheureusement très répandue. Pour se prémunir de ce risque, les conseils d'administration devraient toujours fixer un prix maximum pour les rachats d'actions.

L'autre effet délétère d'un rachat d'action à un prix trop élevé est qu'il fait profiter les actionnaires « sortants » d'un « effet d'aubaine » qui est financé par les actionnaires « restants » qui sont défavorisés. C'est pourtant l'objectif inverse que l'entreprise devrait avoir privilégier ses actionnaires à long terme.

Une autre source de risque importante réside dans la juste allocation du capital. Nous l'avons vu, un rachat d'actions, au bon prix ou pas, augmente instantanément le bénéfice par action. À l'inverse, si l'entreprise investit dans une nouvelle usine ou un système informatique plus performant, il lui faudra souvent plusieurs années avant de voir un impact direct sur ses bénéfices. Quand on connaît l'impatience des marchés financiers et la baisse de la durée en poste des dirigeants, on comprend que la tentation de privilégier le rachat d'actions est très forte. Le conseil d'administration doit donc s'assurer que le rachat d'actions n'est déclenché que si,

TABLEAU 2

Rachat d'actions : Impact sur les bénéfices par actions (bpa) de l'entreprise	L'entreprise avant le rachat d'actions	L'entreprise rachète 20 millions d'actions à 8€	L'entreprise rachète 20 millions d'actions à 16€
Nombre d'actions (millions)	100	80	80
Bénéfice par actions (bpa, €)	10	1,19	1,14
Frais financiers	0	6,40	12,80
Bénéfice (million d'€)	100	95,52	91,04

et seulement si, les investissements nécessaires pour renforcer la position concurrentielle de l'entreprise ont été faits.

Enfin, l'utilisation du rachat d'actions, dans le cadre des systèmes de rémunération en actions, est aussi un sujet important. Beaucoup d'entreprises émettent des actions, et donc diluent leurs actionnaires, pour financer une partie de la rémunération variable de leurs employés. Pour « compenser » cette dilution, elles rachètent le même nombre d'actions et peuvent ainsi expliquer à leurs actionnaires que l'opération est neutre car ils n'ont pas été dilués. C'est évidemment incorrect. Les nouvelles actions ont bien été émises et ce sont les liquidités de l'entreprise qui ont permis de les racheter. Ces liquidités auraient pu être versées aux actionnaires si l'émission d'actions initiale n'avait pas eu lieu. Ce système de rémunération en actions n'est pas mauvais en soi. Mais comme toujours, les actionnaires doivent être vigilants et s'assurer que ce n'est pas une forme de rémunération supplémentaire injustifiée. La décote offerte aux employés doit être limitée et les montants en jeu raisonnables. Il faut trouver le juste milieu entre la rémunération des salariés et celle des actionnaires.

Pour résumer, le rachat d'actions est un outil d'allocation du capital de l'entreprise, au même titre que la décision de faire un investissement ou de verser un dividende. Il ne doit pas être politisé et les entreprises qui l'utilisent ne doivent pas être nécessairement stigmatisées. Effectué dans de bonnes conditions, il crée de la valeur pour l'entreprise et ne lèse personne. Cependant, si son utilisation est abusive et inappropriée, il peut fragiliser l'entreprise, ses salariés et ses actionnaires. Plus que jamais, un conseil d'administration responsable, compétent et avisé est la meilleure garantie pour assurer un programme de rachat d'actions qui soit créateur de valeur pour les différentes parties prenantes. ●

(1) La valeur intrinsèque est la somme actualisée des *cash flows* futurs de l'entreprise.

(2) L'entreprise emprunte 320 millions d'euros à 4 % pour racheter 20 millions d'actions à 16 € (20 x 16 = 320). Les frais financiers annuels sur cet emprunt sont de 12,8 millions d'euros (320 x 4% = 12,8). Comme ils sont déductibles, avec un taux d'impôt à 30 %, leur montant après impôt est de 8,96 millions d'euros (12,8 x (1 - 30%) = 8,96). Le nouveau résultat net est donc de 91,04 millions d'euros (100 - 8,96 = 91,04). Le nouveau bpa est de 1,14 € (91,04 / 80 = 1,14), en hausse de 14 %.

Les 19 propositions de l'Af2i relayées dans la presse

L'AGEFI

Les institutionnels déclinent leurs propositions face à la nouvelle donne économique

L'Af2i fait 19 propositions autour de l'investissement de long terme, du rapprochement avec les entreprises et de la maîtrise de l'innovation financière.

Publié le 31 janvier 2023 à 13:50 - Maj 2 mars 2023 à 14:33

Article réservé aux abonnés

Réjane Reibaud



BFM TV.

Le président de L'Af2i, Hubert Rodarie, est l'invité de l'émission *Good Morning Business*, diffusée sur BFM le mercredi 1^{er} février 2023.



Les Echos

RB REVUE BANQUE

Opinion | Dix-neuf propositions pour le long terme

Constatant que depuis trois ans des changements radicaux sont intervenus, l'Af2i, par la voix d'Hubert Rodarie et d'Henri Chaffiotte, formule des propositions pour répondre au nouveau contexte économique et réintroduire le temps long dans les décisions d'investissement.

FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE « Investir aujourd'hui est une nécessité cruciale »



Hubert Rodarie
Président Af2i

Face à un diagnostic inédit de rupture générale, l'Association française des investisseurs institutionnels (Af2i) identifie 19 propositions à destination des décideurs. Le président de l'Af2i précise ces recommandations et explique leurs objectifs.



C'est dans leur nature. Issus de tous secteurs économiques, les investisseurs institutionnels ont en commun de détenir structurellement des fonds permanents à investir, dont les produits (flux de revenus et plus-values réalisées) servent principalement à faire face à des besoins financiers inattendus ou prévisibles, de leurs clients ou ayants droit. Le temps est ainsi une composante essentielle de la vie de l'Association française des investisseurs institutionnels (Af2i) et de ses adhérents. C'est sa raison d'être : placer le long terme au cœur des dispositifs, économiques, sociaux et financiers.

Fragmentation et retournement

Aussi, lorsque l'observation de la réalité économique a fondé un diagnostic inédit de rupture générale, il a semblé nécessaire de faire des propositions pour s'adapter collectivement à la nouvelle donne qui est en train d'être distribuée aux différents acteurs du monde économique et social. Les ruptures

constatées peuvent être regroupées sous deux thèmes, fragmentation et retournement :
- fragmentations globales provoquées par des ruptures géostratégiques (Ukraine) ou la montée des tensions avec la Chine. Ces ruptures motivent des décisions qui bloquent ou freinent les échanges internationaux. Les objectifs de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), autrefois jugés essentiels, disparaissent de l'agenda politique, etc. ;
- fragmentations spécifiques, avec l'apparition dans beaucoup de pays d'antagonismes au sein des populations et dans les relations avec leurs institutions politiques ;
- retournement, car l'inflation a motivé la fin des politiques monétaires appliquées depuis 2008, très favorables d'abord aux marchés financiers (Quantitative Easing, Zero (Negative) Interest Rate Policy) puis, dans une certaine mesure, à l'activité. C'est aussi le retour des poli-

tiques protectionnistes entre blocs économiques (Inflation Reduction Act - américain) et au sein des blocs (notamment des politiques de soutien traitées au marché unique en Europe) ;
- retournements spécifiques, réémergence du rôle traditionnel de l'investisseur financier (institutionnel et particuliers) qui avait été réduit de valorisateur de capitaux, co-définisseur des concepteurs des IFRS¹. Or, pour mettre en œuvre les Accords de Paris, plus les capacités d'intervention dans un cadre à l'action des entreprises et activités souvent transnationales, les gouvernements se sont appuyés sur les investisseurs institutionnels pour impulser des changements nécessaires aux entreprises et un nécessaire « engagement ».

IPE

NEWS

France's Af2i releases proposals and recommendations for long-term investment

BY IPE STAFF | 2 FEBRUARY 2023



The French Association of Institutional Investors, Af2i, has released a series of proposals and recommendations for long-term investment to its members – which count 85% of French institutional investors and €3trn in total assets – taking into account the current geopolitical environment.

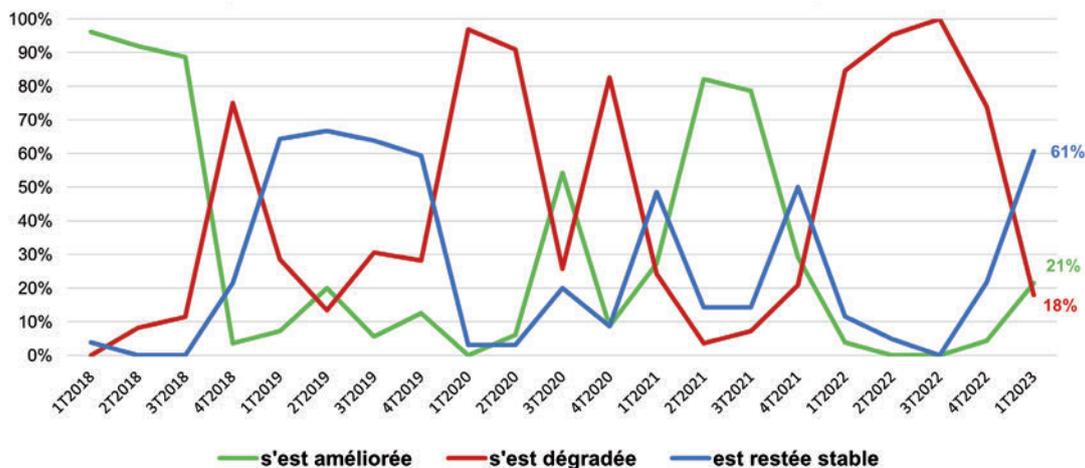
(1) Cf. conceptual framework of IFRS

Le baromètre trimestriel

1

Situation macroéconomique de la France

(sur la période du 1^{er} trimestre 2018 au 1^{er} trimestre 2023)



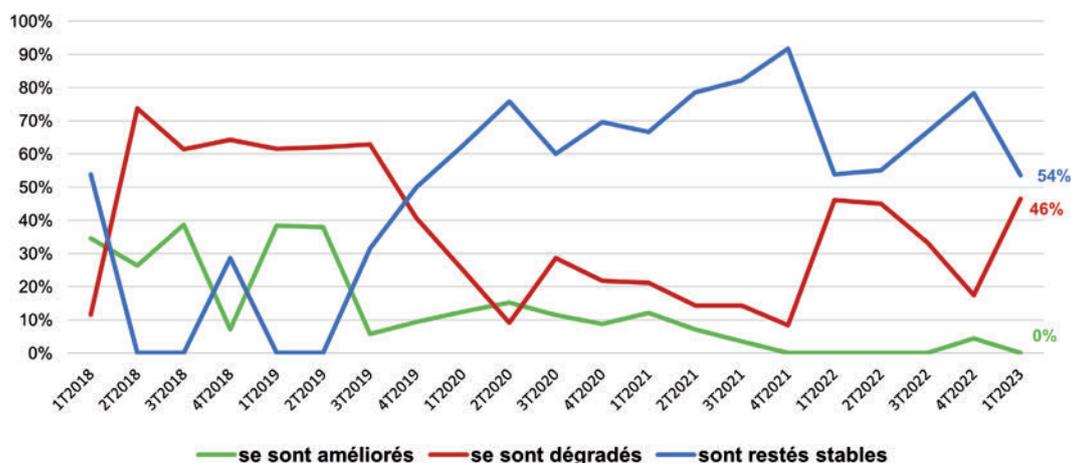
Après un pic observé au troisième trimestre 2022, période durant laquelle l'ensemble des investisseurs institutionnels interrogés pensaient que la situation macroéconomique de la France s'était dégradée, on peut constater une légère

baisse du pessimisme depuis deux trimestres. En effet, au premier trimestre de cette année, un cinquième des sondés pense maintenant que la situation macroéconomique de la France s'est améliorée.

2

Influence du contexte politique et cadre réglementaire

(sur la période du 1^{er} trimestre 2018 au 1^{er} trimestre 2023)

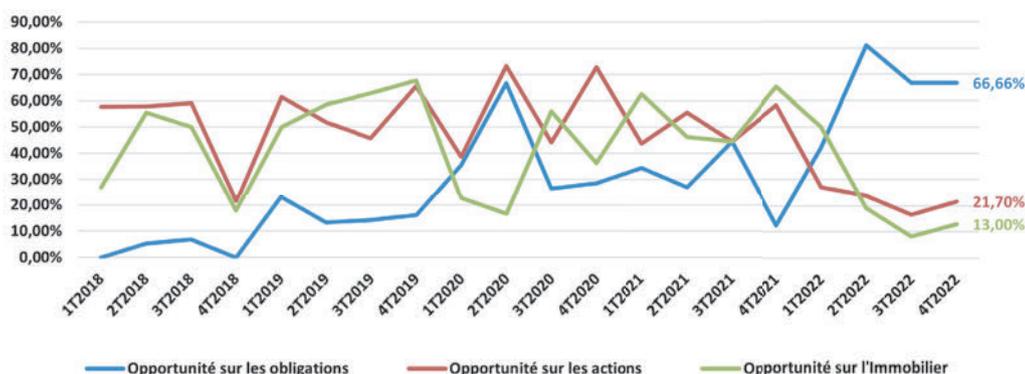


Non sans surprise, avec les difficultés rencontrées en France par le gouvernement pour faire adopter sa réforme des retraites et le recours à l'article 49.3, nous avons pu observer au premier trimestre de cette année une dégradation de la perception des investisseurs institutionnels français sur le

contexte politique et le cadre réglementaire. Le pourcentage d'entre eux qui pensent que ces contextes se sont dégradés a augmenté de près de 30 points de pourcentage par rapport au trimestre précédent pour atteindre 46 %.

Le Baromètre de l'Af2i est un sondage trimestriel réalisé auprès des investisseurs institutionnels, membres de l'association. Ce trimestre, les répondants détenaient 569 Md€ de capitaux.

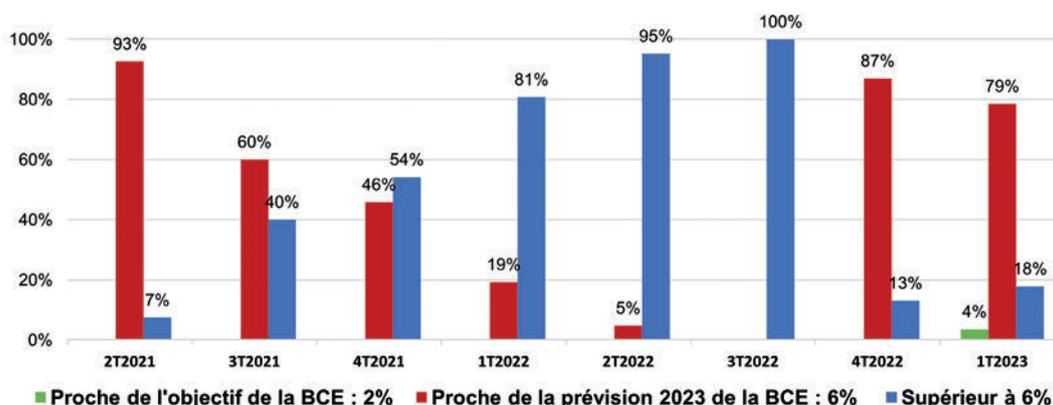
3 Opportunités de marché : évolution des réponses "Très favorable / Favorable" (sur la période du 1^{er} trimestre 2018 au 1^{er} trimestre 2023)



Malgré la forte reprise observée sur les marchés actions depuis le troisième trimestre 2022, le CAC 40 ayant gagné 26% en 6 mois entre le 30 septembre 2022 et le 30 mars 2023, les investisseurs institutionnels ne semblent pas encore prêts à retourner sur les marchés actions. Ils ne sont qu'un peu plus d'un dixième à y voir des opportunités d'investissement. Cette frilosité à l'égard du risque action bénéficie, au moins

en partie, aux marchés obligataires qui, depuis juin 2022, semblent présenter des opportunités de marchés pour la grande majorité des investisseurs institutionnels. En revanche, comme les marchés actions, le marché de l'immobilier est vu comme porteur d'opportunité par une part toujours décroissante d'investisseurs.

4 Niveau de l'inflation à 6 mois (sur la période du 2^e trimestre 2021 au 1^{er} trimestre 2023)



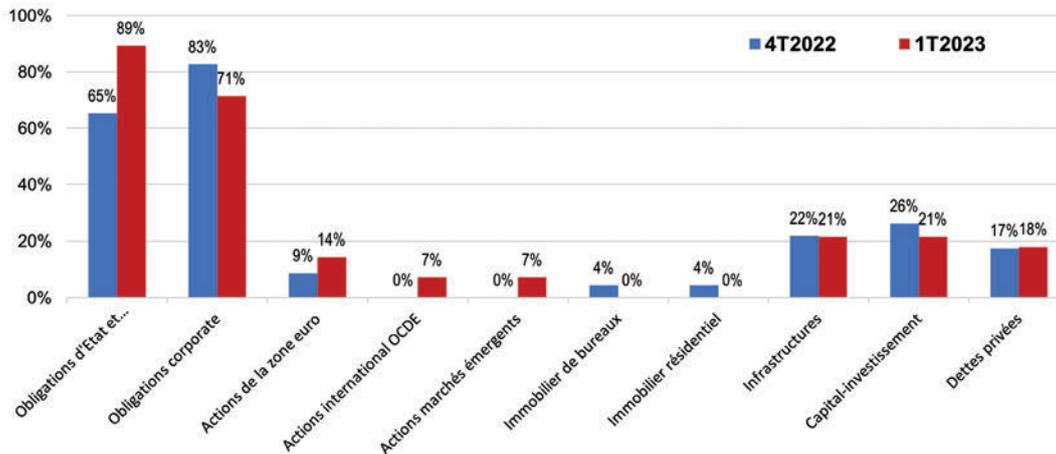
Après une année 2022 marquée par une forte hausse de l'inflation dans tous les pays d'Europe et des anticipations toujours plus pessimistes des investisseurs institutionnels, nous retrouvons des anticipations plus optimistes depuis deux trimestres. Tandis qu'au troisième trimestre 2022, tous les

investisseurs interrogés anticipaient une inflation supérieure à 6%, ils sont maintenant une large majorité à anticiper un taux proche de la prévision de la BCE pour 2023, à savoir 6%. L'inflation annuelle dans la zone euro a reculé en mars pour le cinquième mois consécutif pour atteindre 6,9%.

5

À 3 mois, sur quelle classe d'actifs allez-vous investir ?

(Pourcentage de répondants citant la classe d'actifs)



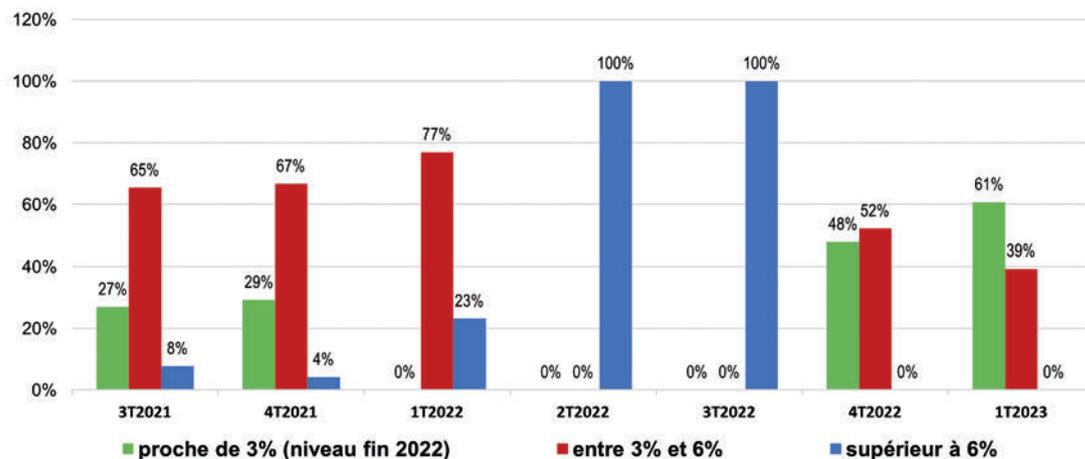
Dans ce contexte, d'inflation toujours élevée, d'incertitudes sur les marchés action et de remontée des taux, les investisseurs interrogés continuent de privilégier les investissements obligataires. En effet, au premier trimestre 2023, ils sont près de 90% (24 points de pourcentage de plus que le trimestre précédent) à déclarer vouloir investir sur des obligations

d'État et assimilés dans un horizon proche i.e. trois mois. On observe toutefois également une légère remontée du nombre d'investisseurs souhaitant investir sur les actions par rapport au trimestre précédent, où ils n'étaient quasiment aucun. En revanche, plus aucun investisseur n'a déclaré avoir l'intention d'investir dans l'immobilier ce trimestre.

6

Anticipations OAT 10 ans à 6 mois

(sur la période du 3^e trimestre 2021 au 1^{er} trimestre 2023)

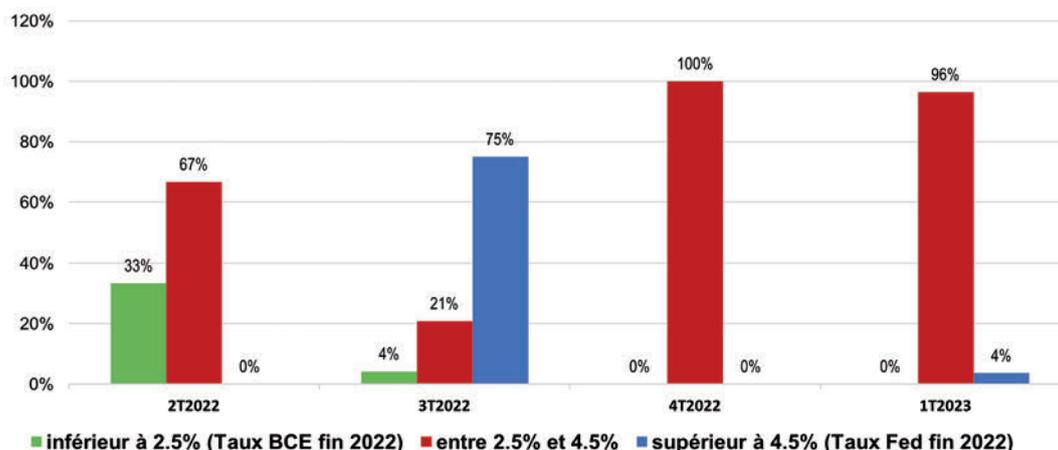


Après une très longue période de taux faibles, voire nuls ou négatifs, on observe depuis la fin de l'année 2021 une hausse continue et significative des taux des emprunts d'État à 10 ans dans tous les pays d'Europe.

Depuis juin 2022, plus aucun investisseur interrogé n'anticipe de taux supérieur à 6% sur les OAT 10 ans à 6 mois. Ils se partissent en deux catégories : ceux qui anticipent une stabilisation autour de 3% et ceux qui anticipent un taux compris entre 3% et 6%. La part d'investisseurs appartenant à cette seconde catégorie a baissé au premier trimestre 2023, passant de 52% à 39%.

7

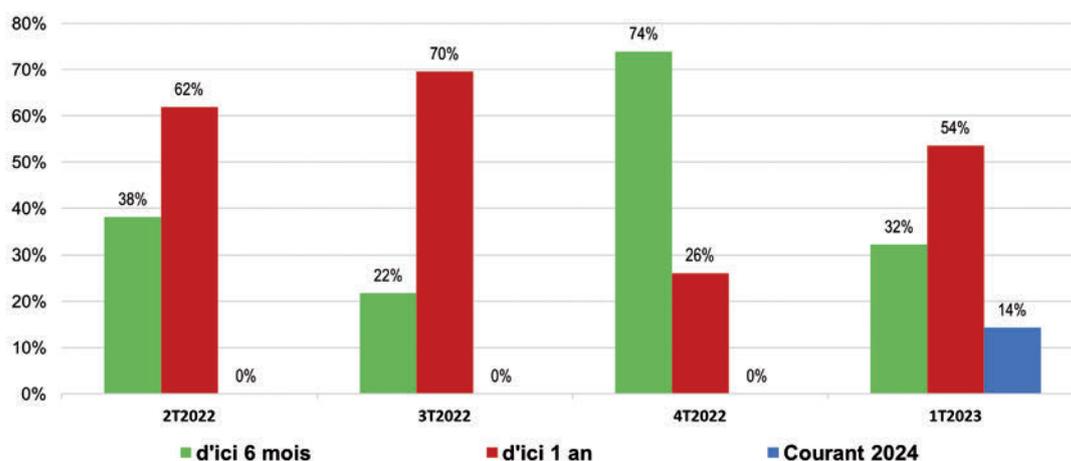
Projection des taux de la BCE dans un an

(sur la période du 2^e trimestre 2022 au 1^{er} trimestre 2023)

Concernant les taux de la BCE, la quasi-totalité des investisseurs, comme le trimestre précédent, anticipent à un an un taux compris entre le taux de la fin de l'année 2022, à savoir 2,5%, et le taux de la Fed à la même époque (4,5%).

8

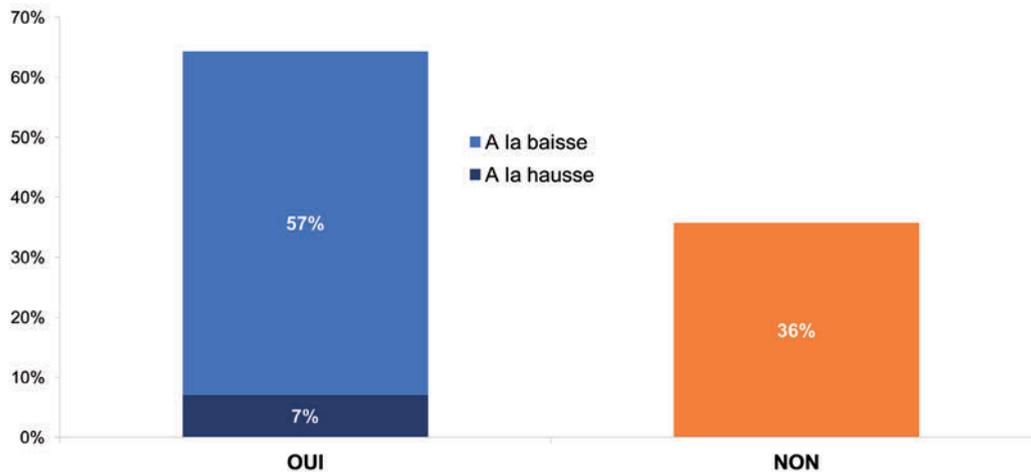
À quelle échéance pensez-vous qu'il y ait une récession ?

(Pourcentage de répondants du 2^e trimestre 2022 au 1^{er} trimestre 2023)

La menace de récession à court terme s'éloigne un peu. Au premier trimestre 2023, les investisseurs interrogés sont beaucoup moins nombreux (32% contre 74% le trimestre

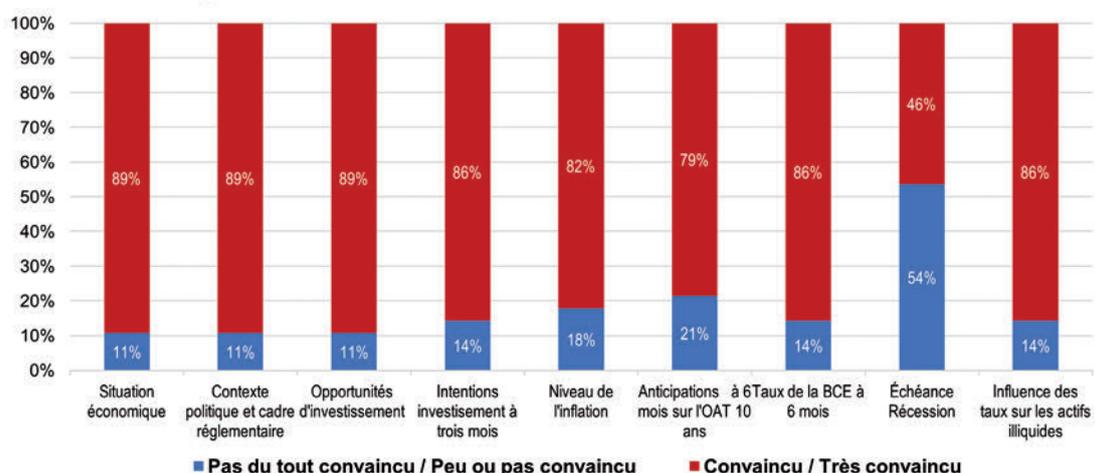
précédent) à penser qu'il y aura une récession d'ici 6 mois et pour la première fois certains (14%) envisagent une récession plutôt pour le courant de l'année 2024.

9 Influence de la remontée des taux sur les investissements en actifs illiquides



La remontée des taux a eu un impact pour 64% des sondés (contre 70% le trimestre précédent) : 57% à la baisse et 7% à la hausse. Le secteur le plus souvent cité est l'immobilier.

10 Degré de certitude des répondants aux différentes questions au 1^{er} trimestre 2023



DOSSIER

Quatre scénarios pour 2023 : naviguer dans l'incertitude



THOMAS VERBRAKEN
ET WILL BAKER (MSCI)

Ont également
participé à l'écriture
de cet article : Raman
Subramanian, Anil Rao,
Raina Oberoi, Monika
Szikszai et Dora Pribeli.

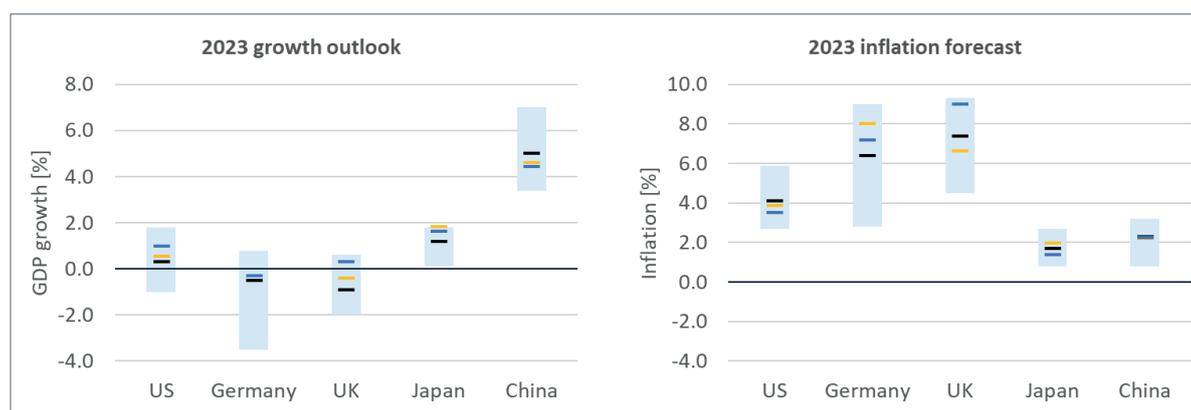
L'année a commencé avec des investisseurs optimistes quant aux perspectives économiques, même si les prévisions des économistes varient considérablement. Nous décrivons quatre scénarios pour naviguer dans l'incertitude des perspectives économiques et évaluons leur impact sur les portefeuilles d'investissement. Selon notre scénario «de base», un portefeuille diversifié d'actions, d'obligations et d'immobilier pourrait gagner 3%, alors qu'il pourrait perdre 0,5% et 7%, selon nos scénarios «atterrissage brutal» et «stagflation», respectivement.

Le paysage macroéconomique pour 2023 est entouré d'incertitudes après une année 2022 tumultueuse. La trajectoire et l'influence du resserrement monétaire des banques centrales ne sont pas claires, et bien que les prix de l'énergie aient chuté, des questions subsistent quant à l'approvisionnement énergétique et aux tensions géopolitiques. Dans cet article, nous avons présenté quatre scénarios permettant aux investisseurs d'évaluer l'impact potentiel sur leurs portefeuilles. Selon notre scénario «de référence», basé sur les dernières prévisions de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), un portefeuille d'actions mondiales et d'obligations américaines pourrait gagner environ 3%. Dans des scénarios moins favorables tels qu'un «atterrissage brutal» ou une «stagflation», cependant, le même portefeuille peut subir une perte de 0,5% ou 7%, respectivement.

Perspectives macroéconomiques incertaines

Les prévisions économiques d'organisations telles que le Fonds monétaire international (FMI), la Banque mondiale et l'OCDE décrivent une croissance atone aux États-Unis et une récession peu profonde dans la zone euro, ainsi qu'une inflation élevée (voir l'illustration ci-dessous). Lors du Forum économique mondial de Davos, l'ambiance était plus optimiste en raison de trois vents favorables potentiels pour l'économie mondiale : la réouverture de la Chine et l'anticipation d'un boom des «dépenses de vengeance», la baisse des prix de l'énergie soulageant l'Europe et le coup de pouce de la loi sur la réduction de l'inflation pour l'économie américaine. La prudence reste toutefois de mise, car les banques centrales continuent de lutter contre l'inflation, et les tensions géopolitiques pourraient encore surprendre, en 2023.

► Prévisions économiques pour la croissance du PIB et l'inflation de l'OCDE, du FMI et une médiane et une fourchette d'un sondage d'économistes.



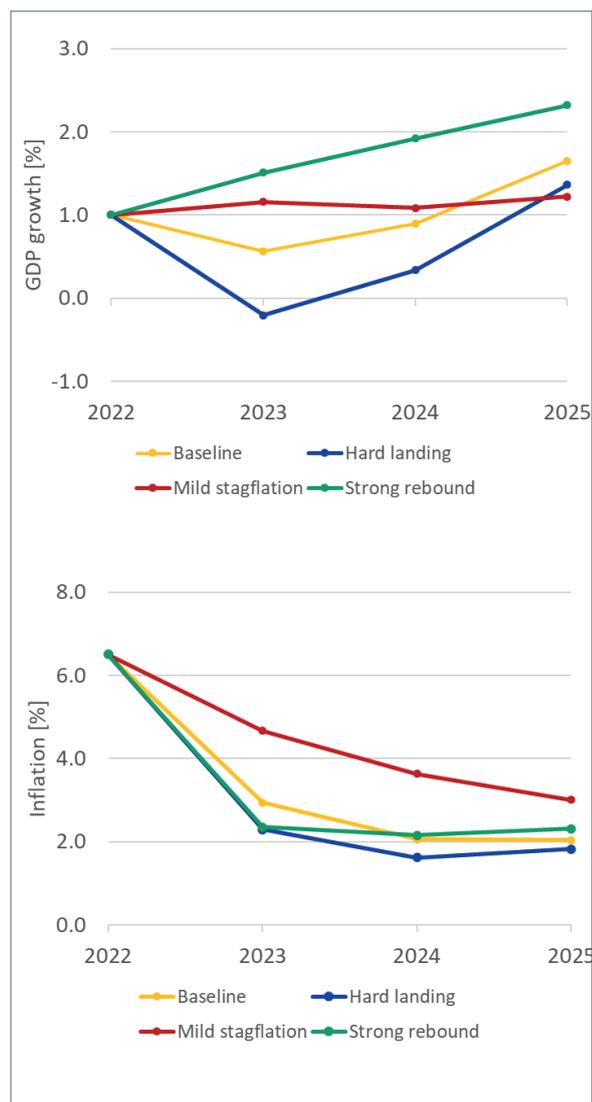
Au milieu de cette forte incertitude, nous décrivons quatre scénarios macroéconomiques pour 2023 et leur impact correspondant sur les portefeuilles d'investissement :

- **Scénario de référence** : les taux d'intérêt restent élevés, car l'inflation reste élevée en 2023. La croissance économique aux États-Unis est faible mais légèrement positive, alors qu'il y a une légère récession en Europe. Aucun autre risque baissier mondial ne se matérialise. Le dollar américain se déprécie légèrement.
- **Atterrissage brutal** : la politique monétaire freine efficacement l'inflation et la Réserve fédérale maintient sa crédibilité, au prix d'une récession américaine en 2023. Le pivot de la Fed en réponse à la récession affaiblit considérablement le dollar américain.
- **Légère stagflation** : la politique de la banque centrale ne maîtrise pas efficacement l'inflation, ce qui érode la crédibilité des banques centrales et l'inflation s'enracine. Les prix et les taux d'intérêt élevés pèsent sur la croissance pendant une période prolongée. Le dollar américain s'apprécie, ce qui exerce une pression sur les économies émergentes.
- **Fort rebond** : l'inflation est maîtrisée et chute plus que prévu par le consensus des économistes, tandis que la croissance économique surprend à la hausse. Les vents contraires mondiaux actuels sont résolus et les problèmes de chaîne d'approvisionnement s'atténuent.

Nous avons utilisé le modèle macro-financier de MSCI pour développer différentes trajectoires pour l'économie américaine. Dans notre scénario « de base », l'inflation se normalise avec un impact limité sur la croissance. La « stagflation légère » représente le risque le plus important, l'inflation causant des dommages à plus long terme à l'économie. Un « atterrissage brutal » qui provoquerait une récession serait une nouvelle mitigée : l'inflation se normalise plus tôt et les taux chutent plus rapidement pour soutenir l'économie plus faible, permettant aux obligations d'agir comme une couverture.

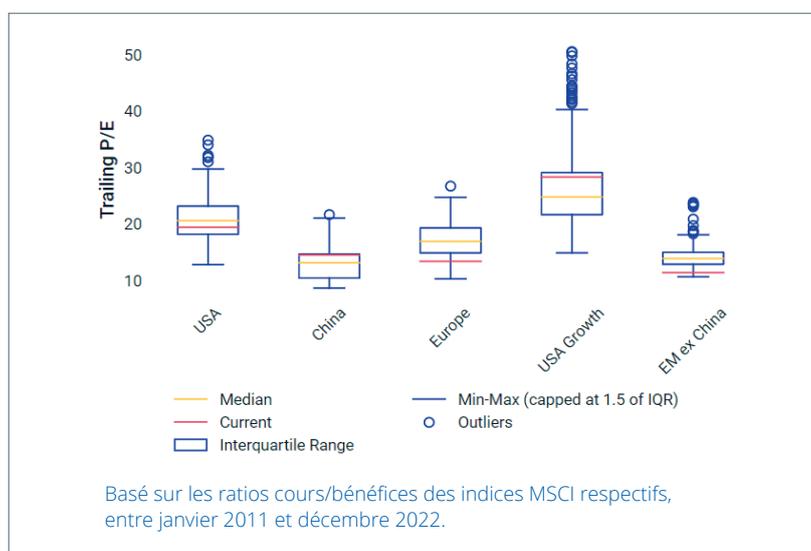
Quatre scénarios pour la croissance et l'inflation aux États-Unis

En plus des perspectives macroéconomiques incertaines, nous constatons une grande dispersion des valorisations des actions entre les régions (*voir tableau ci-dessous*). Pour certaines régions, telles que les marchés émergents d'Asie, la combinaison de fortes prévisions de croissance régionale et d'une marge d'expansion des valorisations dans des pays comme Taiwan pourrait entraîner une surperformance par rapport aux marchés mondiaux. Les actions de croissance, en revanche, affichent toujours des valorisations plus élevées dans une perspective historique et pourraient subir un nouveau coup dur, en particulier dans un environnement de taux élevés, comme dans le cadre de notre scénario de « stagflation légère ».



En plus des perspectives macroéconomiques incertaines, nous constatons une grande dispersion des valorisations des actions entre les régions (voir tableau ci-dessous). Pour certaines régions, telles que les marchés émergents d'Asie, la combinaison de fortes prévisions de croissance régionale et d'une marge d'expansion des valorisations dans des pays comme Taiwan pourrait entraîner une surperformance par rapport aux marchés mondiaux. Les actions de croissance, en revanche, affichent toujours des valorisations plus élevées dans une perspective historique et pourraient subir un nouveau coup dur, en particulier dans un environnement de taux élevés, comme dans le cadre de notre scénario de «stagflation légère».

Ratios cours / bénéfice par région



Ces hypothèses régionales sont prises en compte dans les scénarios décrits dans le tableau ci-après.

Nos hypothèses de scénario

		Scénario de référence	Atterrissage brutal	Légère stagflation	Fort rebond
Inflation	USD BEI 2Y	-15 bps	-50 bps	110 bps	0 bps
	EUR BEI 2Y	-20 bps	-55 bps	95 bps	-10 bps
Nominal yields	USD TSY 2Y	-25 bps	-90 bps	125 bps	0 bps
	USD TSY 10Y	-10 bps	-60 bps	80 bps	15 bps
	EUR TSY 2Y	-15 bps	-50 bps	100 bps	0 bps
	EUR TSY 10Y	-10 bps	-30 bps	60 bps	20 bps
Equity	US	6%	-2%	-10%	12%
	Europe	4%	-2%	-10%	8%
	China	10%	-5%	-10%	20%
	India	8%	-5%	-2.50%	20%
	US growth	6%	-5%	-25%	15%
Credit spreads	US IG	0 bps	20 bps	30 bps	-25 bps
Currency	EUR	2%	7%	-7%	5%
	JPY	5%	15%	-5%	10%

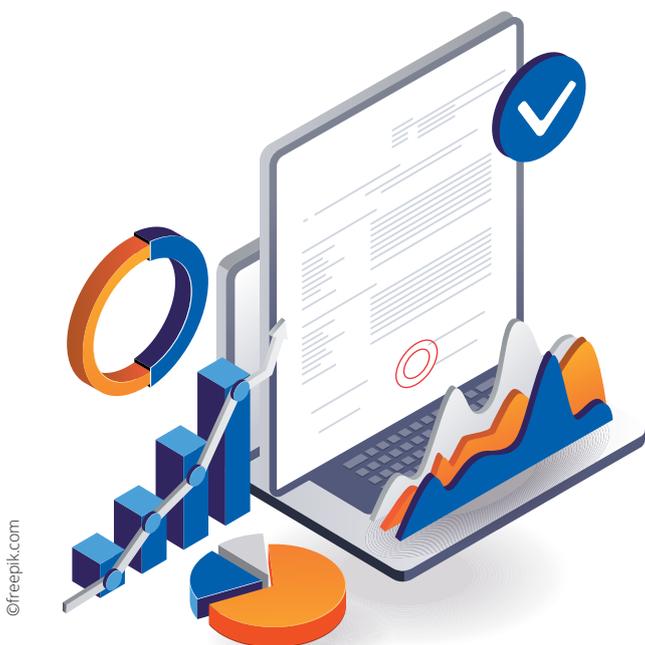
Les hypothèses du scénario sont éclairées par le modèle macro-financier MSCI, l'analyse des données historiques (par exemple, les ratios cours/bénéfices) et le jugement subjectif. Le point mort d'inflation (BEI) est mesuré en points de base (bps). Il ne s'agit pas de prévisions, mais de récits hypothétiques de la manière dont les scénarios macroéconomiques pourraient affecter les portefeuilles multi-classes d'actifs à l'horizon d'un an.

Implications potentielles pour les portefeuilles financiers

Pour évaluer l'impact des scénarios sur les portefeuilles multi-classes d'actifs, nous avons utilisé le cadre de tests de résistance prédictifs de MSCI et l'avons appliqué à un hypothétique portefeuille mondial diversifié, composé d'actions mondiales, d'obligations américaines et de biens immobiliers. Pour un tel portefeuille, l'impact selon notre scénario «de base» était un gain de 3%. Dans les scénarios plus baissiers d'«atterrissage brutal» et de «stagflation légère», le portefeuille a perdu respectivement 1% et 7%. Le tableau ci-dessous montre des résultats plus détaillés, par classe d'actifs et par région et pour différentes devises de base.

Impact sur les classes d'actifs selon nos scénarios

Selon notre scénario «de base», nous prévoyons des taux d'intérêt élevés et des marchés volatils, en raison de l'ambiguïté entourant la croissance économique, la politique monétaire et la situation géopolitique. Dans notre récent article de blog «*Markets in Focus*», nous avons souligné que les investisseurs pourraient préférer les titres de valeur, de qualité, à rendement élevé et à volatilité minimale — qui, historiquement, ont été plus résistants dans un tel environnement. Malgré l'optimisme récent, les investisseurs ne veulent peut-être pas baisser la garde. ●



©freepik.com

Scénario

- Baseline
- Hard landing
- Mild stagflation
- Strong rebound



Impact sur le portefeuille des scénarios basés sur les données de marché au 31 janvier 2023. Notez que les résultats des tests de résistance capturent l'effet de la réévaluation des actifs, et non la composante revenu. Les titres souverains protégés contre l'inflation sont représentés par les indices Markit iBoxx. Les actions et les obligations d'entreprises et souveraines nominales sont représentées par les indices MSCI. Le Private Equity est représenté par des portefeuilles modèles. L'immobilier américain est représenté par l'indice MSCI/PREA U.S. AFOE Quarterly Property Fund Index. Le portefeuille composite est composé à 50% d'actions mondiales (35% publiques et 15% privées), 10% de bons du Trésor américain, 10% de titres du Trésor américain protégés contre l'inflation, 10% d'obligations américaines de qualité supérieure, 10% d'obligations américaines à haut rendement et 10% Immobilier américain.

Source : Intelligence du marché mondial S&P, MSCI

DOSSIER

Les espoirs d'absence d'atterrissage de l'économie ne se concrétiseront pas



J. Safra Sarasin

Après avoir tablé sur un atterrissage en douceur de l'économie mondiale, les investisseurs se sont soudainement mis à espérer une absence d'atterrissage. Nous restons convaincus que l'atterrissage sera brutal et privilégions à ce titre des stratégies d'investissement défensives.

RAPHAËL
OLSZYNA-MARZYS,
ÉCONOMISTE
INTERNATIONAL

L'économie mondiale a commencé l'année sur une note plus positive que prévu, ce qui a dopé les cours des actifs à risque. Après avoir semblé toucher un plus bas vers la fin de l'année, les indicateurs cycliques se sont redressés au cours des derniers mois, tandis que la situation est restée très tendue sur les marchés du travail.

niveaux comparables à ceux observés pour la dernière fois à la fin des années 80, lorsque l'économie était dopée par la bulle de l'immobilier et du marché d'actions.

Selon nous, l'inflation de base restera élevée sauf en cas de hausse des capacités inutilisées. Autrement dit, une absence d'atterrissage à court terme pourrait accroître la probabilité d'un atterrissage brutal à plus long terme. C'est pourquoi, nous privilégions des stratégies d'investissement défensives.

► Les indices PMI du secteur manufacturier semblent avoir touché un plancher fin 2022



Malheureusement, en économie, tout a toujours une contrepartie. La robustesse des marchés du travail est synonyme d'inertie croissante de l'inflation. Les derniers chiffres de l'inflation ont conduit J. Powell, le président de la Fed, à reconsidérer l'idée d'une amorce du processus de désinflation tel qu'il l'avait annoncée lors de la conférence de presse à l'issue du FOMC de février. Dans la zone euro, l'inflation de base a atteint un plus haut historique le mois dernier. Et au Japon, les mesures sous-jacentes de l'inflation ont renoué avec des

Résilience de l'économie mondiale

À court terme, trois grands facteurs soutiennent les perspectives économiques :

1. la baisse des prix de l'énergie ;
2. le maintien des dépenses budgétaires ;
3. la réouverture de la Chine.

La clémence relative de l'hiver a fait revenir les prix de gros du gaz à environ 40 EUR/MWh, une baisse de près de 90% depuis le pic estival. Et la réouverture de la Chine a eu jusqu'à présent peu d'impact sur les prix du pétrole, lesquels restent inférieurs d'environ 8% au S2 2022. La hausse du revenu disponible réel qui en résulte explique en partie le récent rebond du moral des ménages.

Un autre facteur important susceptible d'avoir été sous-estimé est l'ampleur des dépenses budgétaires engagées par les gouvernements européens pour compenser la crise énergétique. En Allemagne, par exemple, les transferts budgétaires et les boucliers sur les prix ont atteint environ 8% du PIB en 2022 (contre 10% du PIB pour les dépenses engagées

pendant la pandémie). Aux États-Unis, les projets de loi sur les infrastructures et sur la transition énergétique adoptés au cours des deux dernières années représentent un montant de 1 500 milliards de dollars et pourraient expliquer la persistance d'une demande soutenue de main d'œuvre dans le secteur du bâtiment, malgré la chute de l'activité sur le segment du logement.

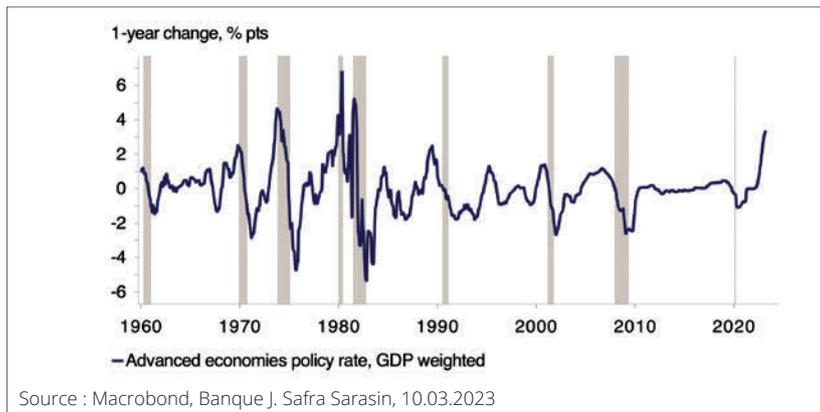
Enfin, les données haute fréquence indiquent un net rebond de l'économie chinoise avec la réouverture. Cela étant, pour soutenir la croissance, le gouvernement devrait privilégier le levier de la consommation plutôt que celui de l'investissement dans le secteur du logement, comme il l'a fait par le passé. Cela signifie que les retombées du redémarrage de la Chine sur l'économie mondiale seront probablement moindres que par le passé et se manifesteront essentiellement par une forte reprise des voyages à l'étranger des touristes chinois, en particulier en Asie.

Récession différée, mais récession il y aura

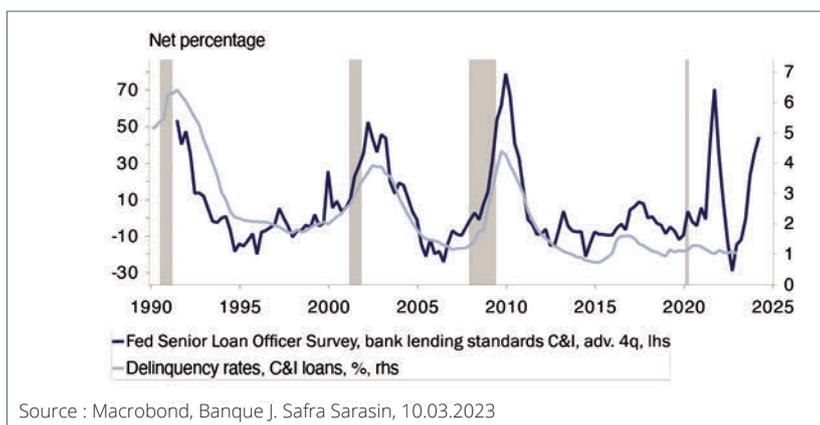
À terme, nous doutons qu'à eux seuls, ces facteurs suffisent pour compenser l'impact cumulatif et différé des précédentes mesures de durcissement monétaire. Les banques centrales des économies développées ont relevé les taux directeurs de plus de 350pb au cours de l'année écoulée et réduit la taille de leur bilan. Elles devraient procéder à un nouveau tour de vis de 100-150pb au cours des prochains mois. L'agrégat monétaire réel recule déjà à un rythme inédit depuis les années 80 à l'échelle mondiale et les enquêtes sur les prêts bancaires, tant aux États-Unis que dans la zone euro, indiquent que la demande de prêts est tombée aux niveaux des récessions antérieures, tandis que les normes de prêts sont revenues aux niveaux des précédentes vagues de défauts.

Toutefois, si la demande résiste davantage et si l'inflation perdure, les banques centrales iront plus loin. La raison en est simple: elles sont engagées à atteindre leur cible d'inflation et leur fonction de réaction s'inscrit dans le cadre de la courbe dite de Phillips, qui établit une relation entre l'inflation réalisée d'une part et les anticipations d'inflation et les capacités excédentaires de l'autre. Autrement dit, les banquiers centraux ne pensent pas que l'inflation puisse disparaître miraculeusement tant que les marchés du travail restent tendus.

► L'ampleur du durcissement monétaire a été extrême



► L'enquête de la Fed auprès des agents de crédit laisse présager une forte hausse des défauts



De notre point de vue, cela signifie que l'inflation va reculer au cours des 12 prochains mois mais qu'un atterrissage brutal de l'économie américaine est très probable, tandis que dans les autres économies développées, la croissance sera au mieux anémique.

Profiter des corrections pour renforcer progressivement l'exposition à la durée de qualité

La volatilité des marchés obligataires va perdurer au cours des prochains mois à mesure que les investisseurs anticipent le niveau approprié des taux directeurs au pic du cycle. Cela étant, le repricing des rendements des obligations d'État au cours de l'année écoulée a été significatif et les valorisations paraissent attrayantes. Si notre scénario macroéconomique s'avère correct, les rendements obligataires devraient reculer au cours des 12 à 18

prochains mois. Nous recommandons aux investisseurs de profiter de la volatilité actuelle pour renforcer progressivement l'exposition à la duration de première qualité afin de se préparer à un éventuel changement de cap des banques centrales.

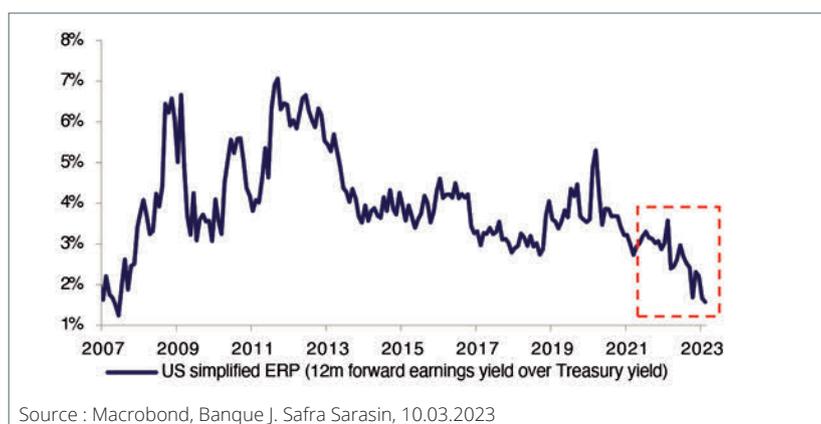
Les *spreads* de crédit restent tendus et il existe toujours le risque que les investisseurs sous-estiment les facteurs défavorables qui pèsent sur l'économie mondiale et les bilans des entreprises. L'élargissement attendu des *spreads* pourrait cependant être plus limité que par le passé si la récession s'avère relativement légère. Compte tenu du caractère exceptionnel du cycle conjoncturel actuel, des changements structurels en cours et de l'incertitude anormalement élevée qui entoure nos prévisions macroéconomiques, une forte sous-pondération du portage n'est peut-être pas justifiée. Nous préférons les obligations *Investment Grade* (IG) au segment du haut rendement (HY), plus vulnérable.

Boucles d'or n'est peut-être bien qu'un conte de fées

Le rebond des marchés des actions amorcé à la fin de l'année dernière est intervenu sur fond de recul de pressions inflationnistes, de baisse des taux d'intérêt et d'embellie de la demande mondiale. Selon nous, il s'agissait davantage d'une évolution transitoire que d'une véritable inversion de tendance. Les récents chiffres de l'inflation montrent que les espoirs de recul miraculeux de l'inflation sont mal appropriés, ce qui contraindra les banques centrales à redoubler d'efforts. Si le marché obligataire a commencé à intégrer cette éventualité, celui des actions n'en a guère tenu compte jusqu'à présent.

Par conséquent, par rapport au rendement des bons du Trésor, le rendement bénéficiaire des actions américaines a atteint son plus bas niveau depuis 2007, tandis que les prévisions de bénéfices du consensus s'appuient sur une trajectoire très optimiste d'expansion des marges jusqu'en 2024 et au-delà. Il est peu probable, vu le niveau actuel des taux d'intérêt, que les valorisations se maintiennent, et les résultats devraient continuer de reculer si, comme nous le prévoyons, l'économie américaine entre en récession vers la fin de l'année. Nous ne recommandons pas de renforcer l'exposition aux actions et voyons une opportunité réapparaître dans les secteurs défensifs par rapport aux secteurs cycliques. Au niveau régional, nous restons optimistes à l'égard des actions des

► La prime de risque des actions est à son plus bas niveau depuis 2007



marchés émergents, qui devraient bénéficier de la réouverture de la Chine.

La dynamique des taux plaide en faveur de l'euro

Enfin, malgré le récent rebond du dollar, nous restons convaincus que le billet vert devrait se déprécier au cours des prochains mois, en particulier par rapport à l'euro. L'inflation dans la zone euro continue d'augmenter et il est de plus en plus probable que l'avantage du dollar par rapport à l'euro en termes de taux directeur se réduise encore. La paire EUR/USD offre également de l'attrait en termes de valorisation.

Conclusion

Les investisseurs se demandent si le scénario le plus probable pour l'économie mondiale sera celui d'un atterrissage en douceur, d'un atterrissage brutal ou encore une absence d'atterrissage. Le récent rebond des données d'activité semble avoir fait plutôt évoluer le consensus vers un atterrissage en douceur voire une absence d'atterrissage. Nous restons clairement dans le camp de l'atterrissage brutal car il ne fait pas de doute que les banques centrales des économies développées vont devoir mettre un coup de frein à l'activité pour faire reculer l'inflation. Les marchés obligataires des pays développés devraient bénéficier de cet environnement macroéconomique. Malgré un positionnement globalement prudent sur les actions, nous entrevoyons des poches d'opportunités dans certains secteurs et certaines régions. ●

DOSSIER

Vers une augmentation du *Free Float* en 2024



IOANNIS SOKOS,
DIRECTOR, FIXED
INCOME RESEARCH
NAV AITHANI,
RATES STRATEGY

Malgré le *sell off* significatif sur le marché obligataire en 2022, la prime de risque incluse dans les obligations long terme reste trop faible. Il est utile de considérer la prime de terme comme étant fonction de trois facteurs :

- 1. Le taux nominal neutre :** un taux neutre plus faible devrait se traduire par une politique monétaire stricte à des niveaux de taux directeurs plus faibles. Ainsi, la courbe sera plus plate lorsque le taux neutre est plus bas. Le taux neutre est lui-même fonction de la croissance potentielle, des dynamiques d'offre et de demande (i.e. l'excès d'épargne) et des attentes en matière d'inflation. Les estimations du taux neutre ont eu tendance à baisser au fil du temps, entraînant avec elles la prime de terme. Elles sont également devenues de plus en plus corrélées entre les régions, ce qui explique le fort co-mouvement mondial détaillé ci-dessous.
- 2. L'inflation :** l'augmentation de l'inflation devrait résulter en une prime de terme plus élevée, car les investisseurs en taux devraient exiger une

prime de risque plus élevée et les obligations seront de moins en moins une couverture pour les actifs risqués.

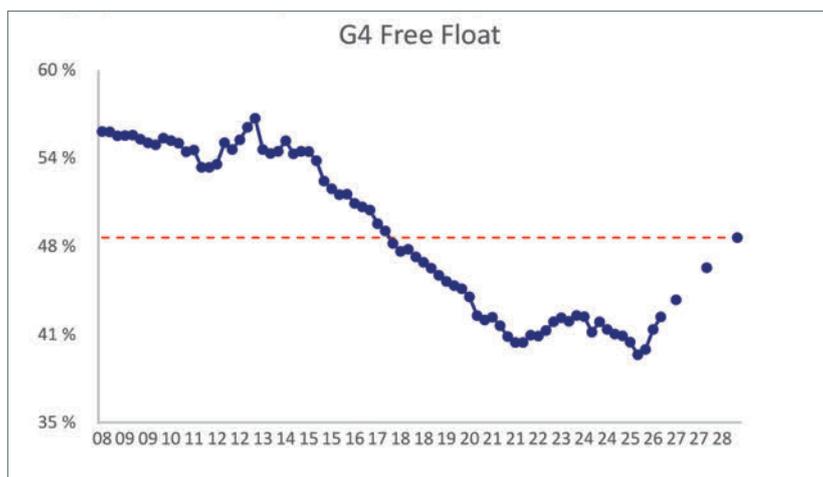
- 3. Dynamiques d'offre et de demande :** pour chaque acheteur, il doit y avoir un vendeur. Par conséquent, l'énumération de tous les participants potentiels au marché ne fournira pas beaucoup d'informations. C'est plutôt le comportement des participants insensibles au prix qui est le plus susceptible de déterminer le prix marginal. Il s'agit notamment :
 - I. du QE des banques centrales (considération de politiques monétaires),
 - II. d'une partie de la demande des buffers et des banques (considération réglementaire),
 - III. du recyclage des réserves de change (considération de balance des paiements),
 - IV. et des déficits (considération de politiques fiscales).

Ces trois facteurs sont en faveur d'une prime de terme plus élevée dans l'année à venir.

Premièrement, le taux neutre nominal est susceptible d'être plus élevé, au moins pour le cycle actuel, étant donné que les estimations de r^* augmentent progressivement et que les anticipations d'inflation sont en hausse. Deuxièmement, l'inflation se situe toujours à des niveaux compatibles avec une corrélation positive entre les rendements des obligations et des actions. Par conséquent, il est peu probable que les obligations constituent une bonne couverture pour les actions pour le moment et devraient donc inclure une prime de risque plus élevée. Enfin, les dynamiques d'offre et de demande évoluent. À cet effet, dans cet article nous allons revenir sur la notion de « *free float* » et de l'évolution de celle-ci ces derniers mois, qui devrait revenir à des niveaux inédits depuis presque une décennie.

Plus spécifiquement, dans cet article, nous mettons à jour notre analyse du *Free Float*, qui suggère un potentiel de hausse de la prime de terme de 18bps. À la fin 2024, nous pensons que le *Free Float* pour

► Graphique 1 : Le *Free Float* pour l'ensemble des pays du G4 devrait retourner sur ses niveaux de 2013



les pays du G4 (États-Unis, Royaume-Uni, Union européenne, Japon) devrait retourner sur ses niveaux de 2013, en grande partie grâce aux États-Unis. En d'autres termes, en seulement 3 ans depuis fin 2021, 10 ans d'impacts du QE sur le *Free Float* devraient entièrement disparaître.

Introduction

Le concept de *Free Float* a été évoqué récemment par Isabel Schnabel, Membre du directoire de la BCE (discours de 2021), qui le définit comme « l'ensemble de la dette souveraine détenue par les investisseurs du secteur privé, sensibles aux prix, en pourcentage des encours totaux ». En allant plus loin, Isabel Schnabel définit les « investisseurs sensibles aux prix » comme tous les investisseurs à l'exception des banques centrales domestiques et étrangères, des compagnies d'assurance et des fonds de pension.

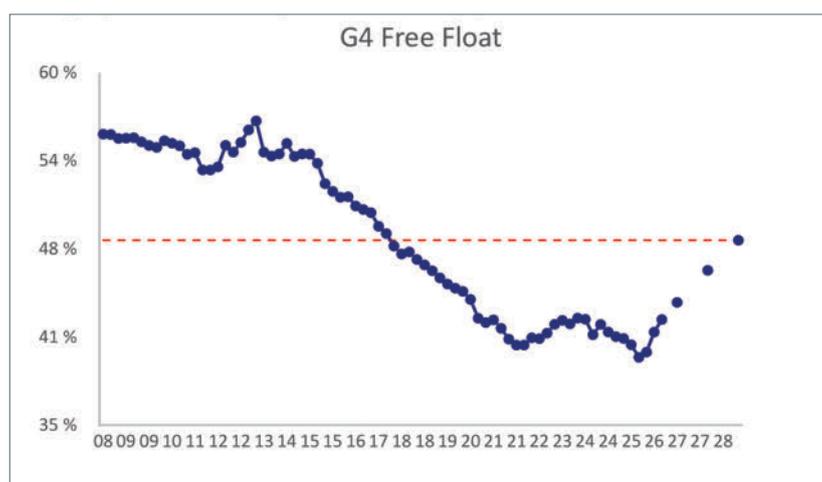
En termes simples, Free Float = (Encours obligataires totaux – encours détenus par les banques centrales – encours détenus par les assureurs et fonds de pension) / Encours obligataires totaux.

Nous utilisons cette formule pour construire notre propre métrique du *Free Float*, non seulement pour les plus grands émetteurs en zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne) mais aussi pour les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon, nous permettant d'élaborer un suivi du *Free Float* pour les pays du G4. Dans la construction de nos prévisions, nous exprimons nos vues à la fois sur les politiques des banques centrales du G4 (BCE, FED, BoE, BoJ), mais aussi sur les futures émissions de dette, et utilisons des hypothèses neutres quant à l'évolution des encours détenus par les compagnies d'assurance et les fonds de pension. Veuillez vous référer à la section « Méthodologie » à la fin de cet article pour plus d'informations.

Comme indiqué dans le graphique ci-dessous, durant les 10 années de QE, la part des encours obligataires détenus par les acteurs du secteur privé (le *Free Float*) a fortement diminué. Néanmoins, le retour de l'inflation à des niveaux supérieurs à la cible de 2% et le mouvement par conséquent des banques centrales vers le QT indiquent que le *Free Float* devrait augmenter considérablement dans les prochaines années. À la fin de l'année 2024, le *Free Float* pour les pays du G4 devrait être de retour sur ses niveaux de 2013, principalement grâce aux États-Unis. En d'autres termes, en

seulement 3 ans depuis fin 2021, 10 ans d'impacts du QE sur le *Free Float* devraient entièrement disparaître. Cela devrait se traduire par une prime de terme plus élevée, que nous définissons comme étant la pente 5s10s ou 10s30s ajustée du cycle de politique monétaire via un *beta hedge* 20% Short 2y et 15% Short 5y respectivement.

► **Graphique 2 : Le *Free Float* pour l'ensemble des pays du G4 devrait être de retour sur ses niveaux de 2013**



Dans le reste de cet article, nous explorons les implications de ces prévisions pour les investisseurs, nous expliquons plus en détails les résultats de cette analyse, et finalement détaillons notre méthodologie.

Implications pour les investisseurs

Le *Free Float* est une donnée essentielle pour notre modélisation de la prime de terme. Intuitivement, il semble logique que si un pourcentage plus élevé de la dette est détenu par des investisseurs privés, une prime de risque plus importante devrait être incluse dans les obligations longues. Cette logique est confirmée par les données, avec une relation historique étroite entre le *Free Float* et la prime de terme 5s10s (moyenne composite en USD et EUR), comme indiqué sur le graphique 3 ci-dessous.

Si nous utilisons uniquement notre projection de *Free Float* pour estimer la prime de terme, cette analyse suggère une hausse de 18bps de la prime de terme 5s10s (composite USD / EUR, 83.3bps de valeur implicite vs 65bps actuellement). Nous exprimons actuellement ce point de vue via la prime de terme 5s10s en swaps EUR et USD, et la prime de terme 10s30s en swaps EUR, selon notre portefeuille macro.

En outre, nous notons que les anticipations futures ont tendance à être valorisées dans la prime de terme. Par exemple, nous voyons dans le graphique ci-dessous que la prime de terme 5s10s est déjà presque au niveau impliqué par le montant *Free Float* anticipé pour fin 2023. Par conséquent, nous estimons qu'il est également raisonnable de penser que le marché évaluera les attentes relatives au *Free Float* pour fin 2024 avant 2024.

Pour aller plus loin

Afin de mieux comprendre les dynamiques sous-jacentes, nous prolongeons l'analyse de ce résultat. D'abord, nous pouvons examiner nos prévisions de *Free Float* individuellement dans chacune des régions du G4. Nous voyons que le QT de la BCE devrait ramener le *Free Float* des 4 plus gros émetteurs européens sur les niveaux de fin 2020 (et juste en-dessous des niveaux de 2018). La situation est différente aux États-Unis, où le QT de la FED devrait amener le *Free Float* sur ses niveaux les plus élevés. Au Royaume-Uni, le QT de la BoE devrait ramener le *Free Float* sur ses niveaux de 2016 (égaux à ceux de 2014 et 2005). Le Japon est l'exception : malgré la fin anticipée du Yield Curve Control (YCC) au T2 2023, nous nous attendons à ce que le *Free Float* diminue en 2023. Celui-ci devrait néanmoins augmenter à nouveau en 2024 et atteindre ses niveaux de 2016.

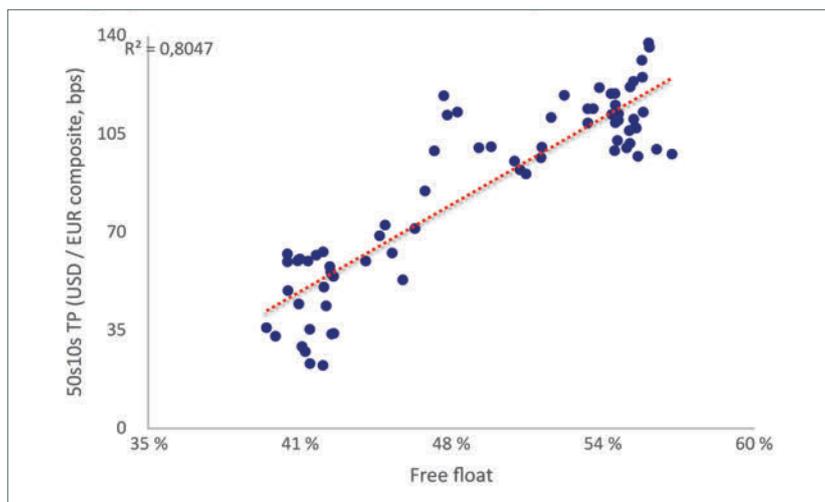
Alors que le *Free Float* est la quantité restante une fois que nous retirons les encours obligataires détenus par les banques centrales domestiques et étrangères, ainsi que les encours détenus par les compagnies d'assurance et les fonds de pension (P&I), il est aussi important d'analyser ces différentes composantes par région. Nous faisons ci-dessous référence au montant des encours détenus par chaque secteur en pourcentage des encours totaux.

Nous relevons quatre points :

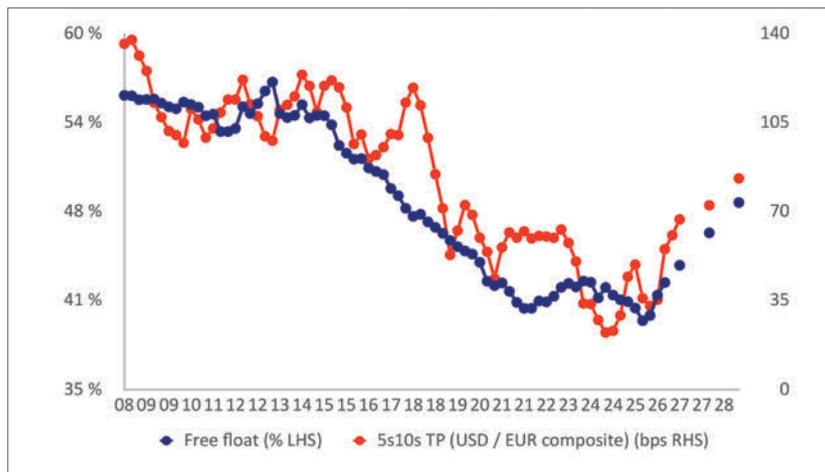
1. En Europe, au Royaume-Uni et au Japon, nous anticipons un déclin du *Free Float* en pourcentage dû à une augmentation des encours détenus par les banques centrales domestiques. Dans ces trois régions, la part des encours détenus par les banques centrales étrangères, les assureurs et les fonds de pension est restée stable depuis le début du QE (et depuis le début de l'analyse pour l'Europe et le Japon).
2. Inversement, aux États-Unis, le *Free Float* a augmenté depuis 2004, dû à l'augmentation modérée des encours détenus par la FED (seulement +7pp de 18% à 25%) tandis que les encours détenus par les banques centrales étrangères ont diminué de 11pp et ceux détenus par les assureurs et les fonds d'assurance de 5pp.

Cela démontre également des différences dans l'évolution des encours totaux sur chacune de ces régions. De 2004 à 2022, les encours

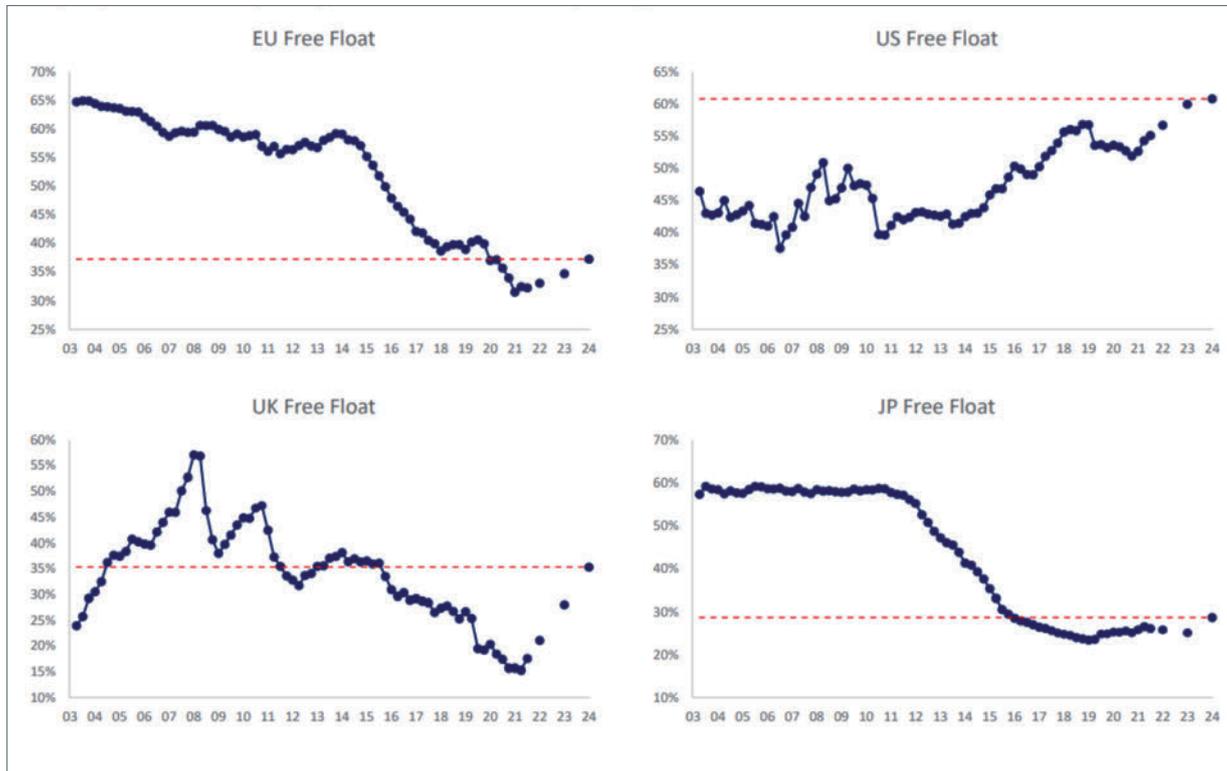
► Graphique 3 : Relation étroite entre le Free Float et la prime de terme



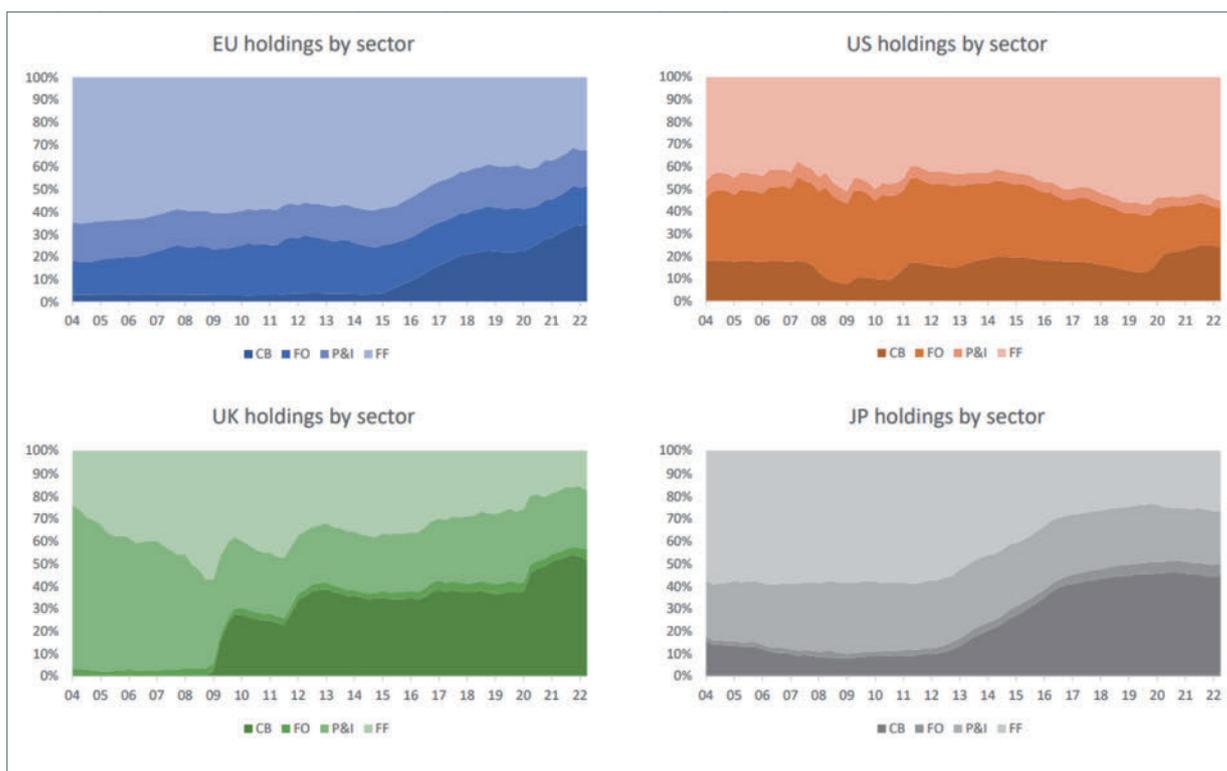
► Graphique 4 : Nos estimations de *Free Float* suggèrent 18bps d'augmentation de la prime de terme



► Graphique 5 : Historique et prévision de Free Float par région



► Graphique 6 : Encours détenus par chaque secteur sur chaque région (en % des encours totaux)





obligataires aux États-Unis ont augmenté de 530 % vs 140 % pour les 4 plus grands émetteurs européens (580 % et 90 % pour le Royaume-Uni et le Japon).

4. Enfin, tandis que les encours détenus par les banques centrales domestiques aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Europe ont augmenté après la pandémie, le taux de croissance des encours de la BoJ a été stable depuis l'introduction du YCC en septembre 2016.

De plus, afin de mieux comprendre l'impact de chaque région sur notre calcul du *Free Float*, il est intéressant de regarder la contribution de chaque membre du G4 au *Free Float* et aux encours obligataires totaux (voir graphique 10).

ANNEXES : Méthodologie, sources et hypothèses

En suivant la définition de la BCE, nous avons besoin de 4 séries de données pour construire la métrique du *Free Float* :

1. les encours sur les obligations souveraines,
2. les encours détenus par les banques centrales domestiques,
3. les encours détenus par les banques centrales étrangères,
4. et les encours détenus par les compagnies d'assurance et les fonds de pension.

Nous discutons ci-dessous de nos différentes sources sur ces quatre séries de données :

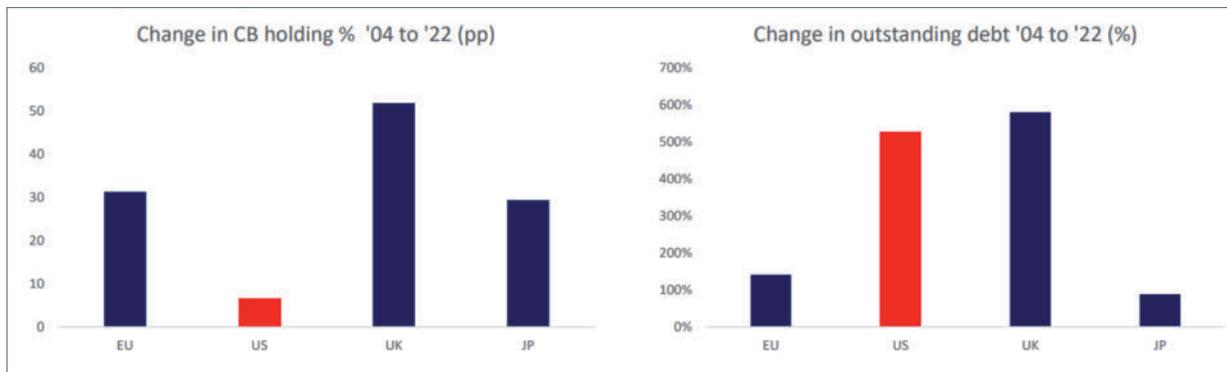
- Pour les États-Unis, nous retrouvons les séries 1 et 3 grâce au Trésor américain, et obtenons les séries 2 et 4 par la FED.
- Pour l'Union européenne, nous utilisons la base de données du FMI sur les investisseurs en dette souveraine (SDID) pour les séries 1 à 3, et les statistiques de la BCE sur les détenteurs de titres financiers pour la série 4.
- Pour le Royaume-Uni, la série 1 nous provient du DMO, la série 2 de la BoE, la série 3 du SDID de la FMI, et la série 4 de l'ONS.
- Pour le Japon, la série 1 provient du ministère des Finances, les séries 2 et 4 de la BoJ, et la série 3 du SDID du FMI.

De plus, afin de faire des projections jusqu'à fin 2024, nous devons formuler des hypothèses sur chaque composante de la formule du *Free Float*. Nous essayons de « prendre position » seulement

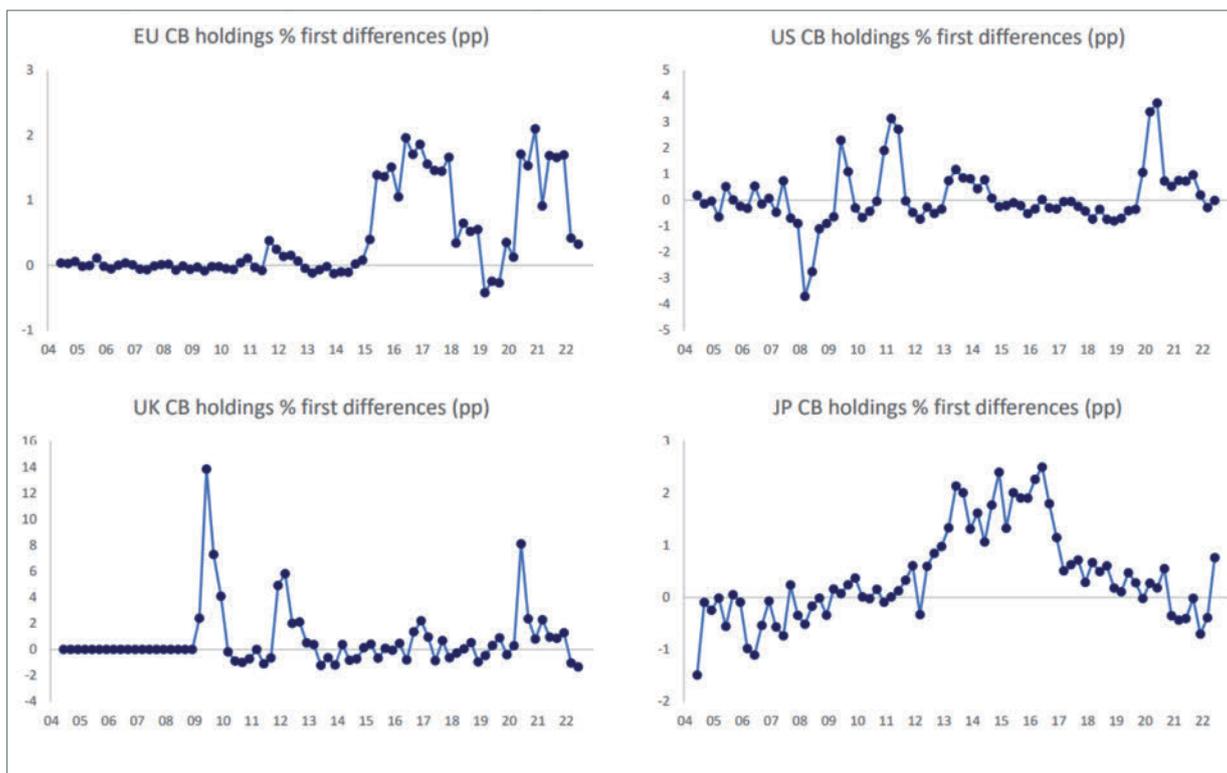
sur les encours détenus par les banques centrales domestiques, en gardant nos hypothèses d'évolution des encours totaux et des encours détenus par les banques centrales étrangères ainsi que par les compagnies d'assurance et les fonds de pension les plus neutres possibles.

- Pour la série 1, concernant l'évolution des encours totaux, nous utilisons un mélange de prévisions d'émissions et de remboursements, ainsi que des prévisions d'évolution des déficits, en fonction de la disponibilité des données. Pour le Royaume-Uni, nous utilisons les prévisions d'émissions et de remboursements du DMO. Pour le Japon et l'Union Européenne, nous utilisons les prévisions officielles d'émissions nettes pour fin 2023, et utilisons ensuite les projections de déficits jusqu'à fin 2024. Enfin, pour les US, nous utilisons uniquement les prévisions de déficits du CBO.
- Pour la série 2, les encours détenus par les banques centrales domestiques, nous utilisons nos scénarios de base pour la BCE, la FED, la BoE et la BoJ (DBe).
- Pour les séries 3 et 4, nous essayons de rester complètement neutres. Notre « hypothèse » pour nos prévisions est que les encours détenus par les banques centrales étrangères ainsi que les compagnies d'assurance et les fonds de pension resteront constants en % des encours totaux en 2023 et 2024, comme ce fut le cas lors des quatre derniers trimestres. ●

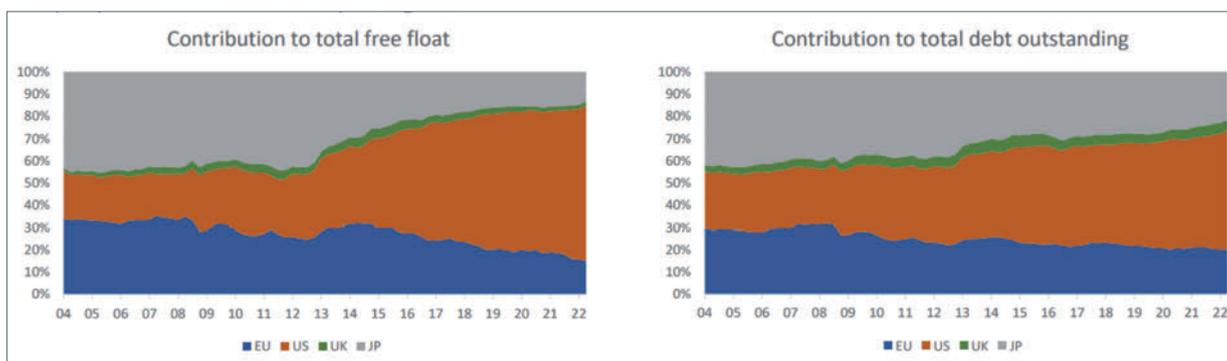
► Graphique 7 : Les encours détenus par la FED montrent une augmentation plus faible / Graphique 8 : Mais doit être comparée à l'augmentation de la dette



► Graphique 9 : Encours détenus par les banques centrales domestiques en % des encours totaux ; la plupart des banques centrales ont connu 2 phases d'augmentation. Le Japon n'en a eu qu'une, limitée par l'introduction du YCC en septembre 2016 (évolution trimestrielle)



► Graphique 10 : Contributions par région



DOSSIER

Après une première hausse des taux, quelle stratégie d'investissement ?



Ce début d'année se caractérise par un ralentissement économique bien moins prononcé qu'anticipé de part et d'autre de l'Atlantique. Globalement, le sentiment des chefs d'entreprises dans le secteur des services redevient positif, laissant présager d'une meilleure tenue de l'économie qu'attendue, même si le secteur industriel, tout en ayant cessé de se dégrader, affiche encore quelques signes de faiblesse. La bonne nouvelle provient surtout de la réouverture de la Chine, un revirement de nature à remonter le moral des chefs d'entreprises à un niveau non observé depuis 2012.

L'inflation reste toutefois au cœur des préoccupations suite aux difficultés d'appréciations des banquiers centraux et à l'inquiétude croissante quant à leur pouvoir à juguler la hausse des prix. Globalement, les chiffres ont été rassurants à l'automne, en grande partie grâce aux baisses de prix des matières premières, notamment du gaz en Europe. Toutefois, force est de constater que la partie dite "cœur" des prix, c'est-à-dire, hors alimentation et énergie, n'affiche qu'une faible décrue aux États-Unis et reste ascendante en Europe. Par ailleurs, la baisse de la productivité observée par rapport à la période pré-covid conduit à renchérir le coût du travail, indicateur le plus à même de témoigner d'un régime d'inflation durable.

Dans ce contexte, les banques centrales ne peuvent modifier un discours qui, en synthèse, renforce l'idée qu'elles resteront très dépendantes des données macroéconomiques, notamment d'un marché de l'emploi dont on ne perçoit, pour l'heure, aucune dégradation. Plus encore, une nouvelle décrue des inscriptions au chômage illustre une certaine tension et induit que la hausse des taux pourrait être amenée à se poursuivre pour une durée prolongée. Alors que les marchés n'accordaient que peu de crédit à ces arguments, ces derniers ont néanmoins été amenés à réviser leurs perspectives, avec un taux terminal⁽¹⁾ estimé à 5,8% à mi-année aux États-Unis et 4% en Europe⁽²⁾. La baisse pourrait se révéler

beaucoup plus lente qu'anticipée, notamment au sein du Vieux continent où le taux de fin d'année ne sera probablement pas très éloigné de ce niveau de 4%. Dans cet environnement, les regards se tournent également vers le secteur de l'immobilier résidentiel. Après une forte hausse au cours de la "période Covid", les prix ont commencé à baisser mais, eu égard aux récents mouvement de taux, la baisse reste relativement modérée pour l'instant. Cette configuration s'explique par trois éléments : l'indexation des loyers à l'inflation qui en améliore le rendement, le faible taux de chômage qui assure des niveaux d'occupation élevés mais, également, la rareté de l'offre qui maintient le secteur sous tension. Une accélération de cette baisse serait néanmoins un très mauvais signal car, historiquement, les crises immobilières ont accéléré les ralentissements économiques. Il faudra donc restés vigilants.

La bonne résistance de l'économie, en dépit de chocs exogènes liés notamment à la crise sanitaire, puis à la guerre en Ukraine, s'explique en grande partie par le soutien sans faille des États. Les mesures mises en place ont contribué à gonfler le niveau d'épargne des ménages, permettant aux entreprises de reporter la hausse du coût des intrants dans leurs prix de ventes, sans grever le pouvoir de consommation. Dès lors, la question des marges des entreprises commence à se poser.

Si les résultats publiés au titre de l'exercice 2022 témoignent d'une forte croissance des chiffres d'affaires et d'une légère compression des marges, ils traduisent la capacité des entreprises à ne pas absorber le coût de la hausse des intrants. Pour 2023, sans donner d'indication précise, les dirigeants ne font pas non plus état de forte dégradation. Dans un environnement de croissance réelle plus limitée, au sein duquel le consommateur aura plus de réticence à accepter des hausses de prix, les entreprises seront vraisemblablement amenées à compresser leurs marges, en prenant notamment en compte la hausse des coûts salariaux qui transparaîtra certainement de manière plus aigüe en 2023 qu'en 2022.

Par conséquent, investir dans les marchés d'actions s'avère plus complexe. D'une part, à cause du risque sur les résultats 2023 qui restent toutefois attendus en hausse de 7,3%⁽³⁾ hors matières premières et, d'autre part, du fait de la dégradation de la valorisation relative de cette classe d'actifs par rapport aux marchés de taux. En effet, la prime de risque action⁽⁴⁾, toujours très positive depuis 2007, s'est fortement dégradée depuis. Alors qu'elle était de l'ordre de 4% aux États-Unis l'année passée, elle s'affiche désormais à 1,5% malgré la baisse du marché action, essentiellement en raison de la hausse de 300 points de base des taux américains en 15 mois.

Une dynamique similaire a pu être observée en Europe, au fur et à mesure que les taux progressaient, mais dans une moindre proportion, avec une prime de risque à 4,5%, contre environ 6% ces dernières années⁽⁵⁾. Dans cet environnement, les stratégies value⁽⁶⁾ parviennent toutefois à tirer leur épingle du jeu. Certains secteurs faiblement valorisés voient effectivement la hausse des taux contribuer à l'amélioration de leur capacité à générer des résultats (banques et assurances, notamment) et conservent des niveaux de valorisation très inférieurs à leur moyenne historique.

Plus globalement, face à cette dégradation des critères de valorisation des marchés d'actions, il nous paraît opportun d'essayer de capter du rendement sur des obligations d'entreprises de bonne qualité et de maturité moyenne (5 ans). Ce positionnement permet de bénéficier d'un portage durablement positif en captant un rendement nominal susceptible d'offrir une protection dans l'éventualité d'un contexte d'inflation persistante, sans prendre de risque de moins-value si la partie longue de la courbe des taux se tend.

Même après la réduction des spreads⁽⁷⁾ observée au cours des six derniers mois, les obligations crédits continuent d'offrir des niveaux de marge permettant de générer un surcroît de rendement par rapport aux obligations d'États. Aussi, se positionner sur des titres Investment Grade⁽⁸⁾ implique, certes, un moindre rendement par rapport au segment High Yield⁽⁹⁾, mais permet d'éviter de s'exposer à un risque élevé en cas de dégradation conjoncturelle et de bénéficier d'une valorisation relative beaucoup plus attrayante en comparaison des normes historiques. Par ailleurs, les niveaux de valorisation au sein du marché Investment Grade intègrent une probabilité de défaut implicite nettement supérieure au pic de défauts effectifs observé au cours des trente dernières années (6% contre 4%)⁽¹⁰⁾.

Cette analyse nous a incité à lancer un fonds à échéance 2028 Investment Grade en septembre 2022. Ce produit représente une opportunité d'arbitrage pour les nombreux investisseurs peu exposés jusqu'alors à la classe d'actifs. Cette nouvelle stratégie a d'ailleurs rencontré un vif succès, en collectant plus de 800 millions d'euros⁽¹¹⁾ depuis son lancement auprès de profils très variés (particuliers, banques privés, institutionnels). ●

(1) Niveau jusqu'auquel une banque centrale est prête à faire grimper ses taux.

(2) Source : Bloomberg, 28/02/2023

(3) Source : consensus, mars 2023.

(4) Supplément de rendement attendu par un investisseur afin de compenser une prise de de risque par rapport à un investissement sans risque.

(5) Source : Bloomberg, 28/02/2023.

(6) On parle de stratégie "value" lorsque l'investisseur recherche des sociétés sous-évaluées par le marché à un instant donné, c'est-à-dire, dont la valorisation boursière est inférieure à ce qu'elle devrait être au regard des résultats et de la valeur des actifs de l'entreprise. Les investisseurs "value" sélectionnent des titres présentant des ratios cours/valeur comptable faibles ou des rendements de dividendes élevés.

(7) Écart de rendement entre une obligation et un emprunt de maturité équivalente considéré comme "sans risque".

(8) Titre de créance émis par des entreprises ou États dont la notation est comprise entre AAA et BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's.

(9) Les obligations "High Yield" (ou à haut rendement) sont émises par des entreprises ou États présentant un risque crédit élevé. Leur notation financière est inférieure à BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's.

(10) Source : Bloomberg, 28/02/2023.

(11) Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 28/02/2023.

DOSSIER

Après la hausse des taux, que devrait faire un investisseur obligataire ?



ROGER WEBB,
DEPUTY HEAD
OF STERLING
INVESTMENT GRADE
LIAM O'DONNELL
HEAD OF NOMINAL
RATES MANAGEMENT

Les marchés financiers mondiaux sont aux prises avec le resserrement des taux très rapide. L'inflation élevée et le bilan des banques centrales menacent les valorisations obligataires. Face à une telle volatilité, déterminer l'instant où les rendements culmineront semble bien présomptueux.

À ce stade, les banques centrales continuent de pousser les taux à la hausse en raison de la résilience surprenante des marchés du travail et de l'absence de ralentissement économique important. Néanmoins, les questions ne manquent pas. Quand et comment ce cycle de hausse se terminera-t-il ? Les banques centrales peuvent-elles encore éviter un « atterrissage brutal » ? Et que peuvent les précédents cycles de hausse nous apprendre sur leur façon de penser actuelle ?

En tant qu'investisseurs, nous devons forger notre conviction quant à la trajectoire la plus probable des taux directeurs et des conditions monétaires, par rapport à des mesures telles que les valorisations du marché et ce que nous pensons être le sentiment général du consensus.

Dans une perspective de valorisation à plus long terme, les titres obligataires semblent certainement bon marché. En moyenne, les rendements des obligations d'État mondiales sont à leurs niveaux les plus attractifs depuis la dernière crise mondiale en 2008. Les spreads des obligations d'entreprises se sont élargis. Les rendements semblent également extrêmement attrayants par rapport à ceux des actions à dividendes, en particulier après la dernière révision des prix.

Jusqu'à présent, les banques centrales ont tenu à distance les opérateurs obligataires les plus bullish grâce à l'un des efforts de resserrement monétaire les plus zélés jamais enregistrés. Il est facile de comprendre pourquoi les marchés se sont trop habitués au discours « taux bas pour longtemps » après presque une décennie de politique de taux d'intérêt nuls ou, plus récemment, négatifs. Cela a permis aux gouvernements de refinancer la dette à moindre coût. Les ménages ont pu s'endetter de plus en plus. Dans le même temps, des institutions telles que les fonds de pension ont été contraintes d'adopter des stratégies d'investissement plus risquées et plus complexes.

Pourtant, il était prévisible qu'un jour ou l'autre, les conséquences de ce séjour prolongé à la frontière inférieure effective se manifesteraient. La spéculation accrue et les comportements de recherche de rendement, et donc de prise de risques, sur les marchés des capitaux ont créé une vulnérabilité évidente en cas de remontée des taux d'intérêts. La récente quasi-crise des fonds de pension britanniques, déclenchée involontairement par le gouvernement Truss, a été une prise de conscience pour beaucoup de la fragilité des constructions des portefeuilles aux variations des conditions financières.

Dans l'état actuel des choses, nous ne savons pas encore ce qui constituerait un niveau de taux d'intérêt adapté, qui constituerait le plafond de cette remontée. Cependant, compte tenu de l'accumulation des niveaux d'endettement au cours de la dernière décennie, il est clair que le monde est plus vulnérable à des taux élevés. De notre point de vue, la raison pour laquelle cette fragilité ne s'est pas encore manifestée est en partie due à la rapidité de resserrement que nous avons connu jusqu'à présent.

Resserrement monétaire sans précédent

Nous pensons cependant que celle-ci sera un sujet important dans les prochains trimestres. Prenez les États-Unis par exemple, la Réserve fédérale a commencé à resserrer en mars de 2022, augmentant le taux des fonds fédéraux d'un niveau bas record de 0,25% à une fourchette cible de 4,5 à 4,75% le 1^{er} février. Les attentes du marché suggèrent que le FFR atteindra environ 5,4% d'ici à juin 2023.

Pour rappel, lors du dernier cycle de hausse, la Fed a augmenté le taux des fonds fédéraux de 225 points de base sur trois ans. La rapidité de son opération actuelle de resserrement monétaire est donc sans précédent — en particulier pour un système financier mondial habitué à une période prolongée de conditions très accommodantes. Ainsi, le cycle de hausse actuel comporte clairement des risques pour l'économie mondiale. Mais, à notre avis, il présente également des opportunités d'investissement obligataire potentiellement intéressantes en 2023.

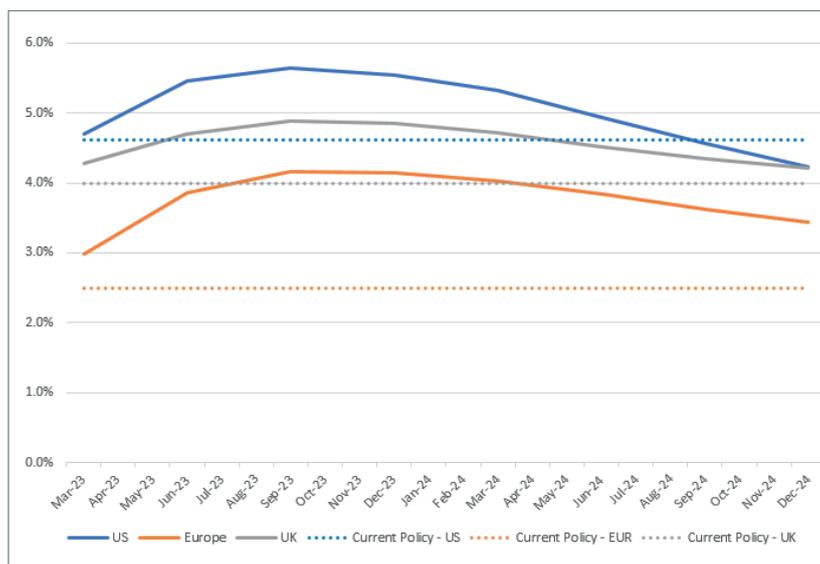
Pour rappel, lors du dernier cycle de hausse, la Fed a augmenté le taux des fonds fédéraux de 225 points de base sur trois ans. La rapidité de son opération actuelle de resserrement monétaire est donc sans précédent — en particulier pour un système financier mondial habitué à une période prolongée de conditions très accommodantes. Ainsi, le cycle de hausse actuel comporte clairement des risques pour l'économie mondiale. Mais, à notre avis, il présente également des opportunités d'investissement obligataire potentiellement intéressantes en 2023.

La durée dépend des perspectives de rendement

Le positionnement en durée dépend nécessairement des perspectives de rendements. Nous pensons que les taux ont déjà atteint un sommet et que les obligations redeviendront une couverture privilégiée pour les actifs à risque en 2023. En d'autres termes, nous pensons que le moment est venu d'ajouter de la durée aux portefeuilles.

L'un des obstacles pour les obligations est la rupture apparente de la relation négative avec les actifs à risque observée en 2022. Dès lors, les actions et les obligations ont souffert. Les portefeuilles classiques 60/40 ont connu l'une de leurs

► Interest Rate Pricing



pires années, mais cela n'aurait pas dû être une surprise. Début 2022, les rendements britanniques et américains à 10 ans étaient respectivement de 1% et 1,5% (les rendements allemands à 10 ans affichaient un rendement étonnant de -0,20%). Par conséquent, il n'est pas étonnant que les obligations aient souffert alors même que les actions accusaient des pertes.

En outre, les taux directeurs dans la plupart des pays du G10 étaient nuls ou négatifs au début de l'année dernière. Les déclarations des banques centrales ont également suggéré que les taux seraient maintenus à ces niveaux pendant une période prolongée (la Banque de réserve d'Australie a même déclaré qu'ils se maintiendraient jusqu'en 2024). Le récit de l'inflation «transitoire» est resté hélas, la doctrine pendant une grande partie de l'année. Cependant, avec la flambée de l'inflation, la seule politique monétaire possible était claire et, par conséquent, les rendements obligataires ne pouvaient qu'augmenter.

Cela signifie-t-il que nous pouvons nous attendre à une performance négative pour les obligations et les actions en 2023 ? C'est peu probable. D'une part, les conditions du marché sont radicalement différentes. Les taux directeurs sont sensiblement plus élevés, tandis que l'inflation semble marquer le pas.

Dans ce contexte, nous avons renforcé nos principaux avoirs en durée. Cela dit, nous restons attentifs à toute sur exposition avant le reflux éventuel de la politique des banques centrales. Cela re-

flète également la volatilité actuelle des marchés et la tendance des marchés obligataires à surréagir à court terme en réaction à toute surprise. La politique des banques centrales, tant aux États-Unis qu'à l'échelle mondiale, demeure incertaine. Il y a aussi la menace supplémentaire d'un éventuel « resserrement quantitatif », qui pourrait être très perturbant dans la mesure où les investisseurs privés ne pourraient pas intervenir pour compenser la baisse de la participation de la banque centrale aux marchés des obligations d'État.

Perspectives de ralentissement de la croissance favorables aux obligations d'État

Nous pensons que la hausse des taux d'intérêt et des rendements à l'échelle mondiale est d'ores et déjà en mesure de freiner l'activité, ce qui pourrait entraîner à terme une légère récession sur les marchés développés.

Alors que la croissance économique s'estompe, nous devrions assister à une augmentation de la demande d'obligations d'État, les investisseurs recherchant alors des « valeurs refuges ». À ce stade, les banques centrales mettront sans aucun doute en pause leurs cycles de hausse des taux, ce qui devrait profiter aux obligations d'État à échéance plus courte.

Compte tenu de la trajectoire attendue des taux directeurs, notre appétit pour les obligations souveraines et pour la durée devraient selon toute vraisemblance s'accroître en 2023.

Anticipations du marché des taux d'intérêt

Amélioration des conditions pour les actifs plus risqués plus tard dans l'année

Comme nous l'avons souligné, la relation inverse entre les marchés à risque et les obligations d'État a été significativement atteinte, mais n'est pas définitivement rompue. Nous pensons que la dynamique se réaffirmera cette année. Des rendements élevés et moins d'interventions de la banque centrale devraient permettre à des conditions de marché plus « normalisées » de prévaloir au fil du temps. Nous prévoyons que le ralentissement de la croissance économique et la baisse de l'inflation seront positifs pour les obligations d'État, mais pas pour les actifs plus risqués.

Cependant, des opportunités intéressantes pour les actifs plus risqués devraient émerger au cours de l'année 2023. Les spreads de crédit sont déjà éloignés des moyennes historiques, suggérant des opportunités à long terme. Les valorisations pourraient encore s'améliorer car le ralentissement engendre un affaiblissement des segments les plus risqués de l'univers obligataire, incluant notamment les émissions à haut rendement, les marchés émergents, ainsi que des spreads plus larges sur les obligations de qualité « *investment grade* ».

Nous pensons que les données continueront d'indiquer une économie en contraction, qui ne s'est pas encore pleinement reflétée dans les prévisions de bénéfices et, par extension, dans les valorisations des actions et du crédit. Nous prévoyons que les spreads de crédit s'élargiront à un moment donné au cours des prochains mois et que les cours des actions chuteront. Les obligations d'État devraient également rebondir à mesure que la récente corrélation positive entre les actifs à risque et le risque de taux d'intérêt reviendra à sa corrélation négative plus traditionnelle.

Cela dit, nous ne pensons pas que les ralentissements économiques/récessions à venir seront particulièrement importants. Nous devrions donc voir de bonnes opportunités d'augmenter sélectivement l'exposition aux obligations plus risquées, probablement au second semestre.

En conclusion

2023 sera une année de rachat pour les obligations. Après une année 2022 meurtrière, les rendements sur les marchés développés sont à leurs niveaux les plus attractifs depuis avant la crise financière de 2008. Un travail plus important doit être entrepris les banques centrales dans certaines régions pour contenir l'inflation. Néanmoins, la classe d'actifs a globalement été revalorisée de manière appropriée. Compte tenu de l'incertitude à court terme d'une récession plus prononcée, nous estimons que les obligations d'État et les titres de qualité supérieure présentent l'opportunité risque-rendement la plus favorable. Toutefois, plus tard dans l'année, les segments plus risqués du marché devraient revenir en faveur. Il reste à décider si nous ferons face à un atterrissage "dur" ou "en douceur". Mais ne nous y trompons pas, les banques centrales sont en train d'entrer dans la phase finale de leur cycle de resserrement de politique monétaire. ●

DOSSIER

Pourquoi détenir des obligations indexées sur l'inflation lorsque sa trajectoire semble incertaine ?

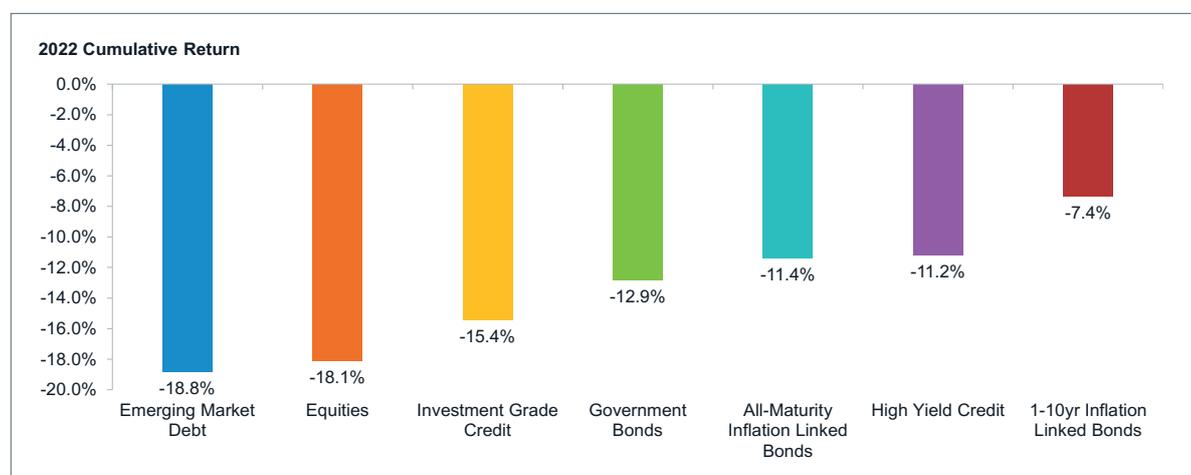


TIM FOSTER,
PORTFOLIO MANAGER

Alors que toutes les classes d'actifs ont enregistré des performances totales nettement négatives en 2022, les obligations indexées sur l'inflation ont surperformé la plupart des classes d'actifs obligataires, et ont également assuré une bonne protection contre les pertes par rapport aux marchés actions (cf. graphique 1). Les investisseurs se sont tournés vers les obligations indexées sur l'inflation pour immuniser leurs portefeuilles contre une inflation galopante et de nombreux fonds dédiés (comme la stratégie FF Global Inflation Linked Bond Fund de Fidelity) ont enregistré une solide collecte en 2021 et 2022. Cependant, avec un potentiel recul de l'inflation globale, de nombreux investis-

seurs pourraient s'interroger sur leur exposition à ces « linkers ». Alors, pourquoi les obligations indexées sur l'inflation peuvent-elles encore offrir une opportunité d'investissement intéressante ? En effet, nous estimons que la durée réelle et les points morts d'inflation (les anticipations d'inflation) générer des gains, même si nous ignorons comment l'inflation va évoluer. Pourquoi ne pas se protéger de l'inflation tandis qu'une telle approche demeure encore bon marché ? En outre, les investisseurs actifs peuvent également exploiter des opportunités intéressantes entre différents marchés, qui offrent un potentiel d'alpha indépendamment de leur orientation.

► **Graphique 1 : Les obligations indexées sur l'inflation de 1 à 10 ans ont surperformé la plupart des classes d'actifs obligataires en 2022**



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

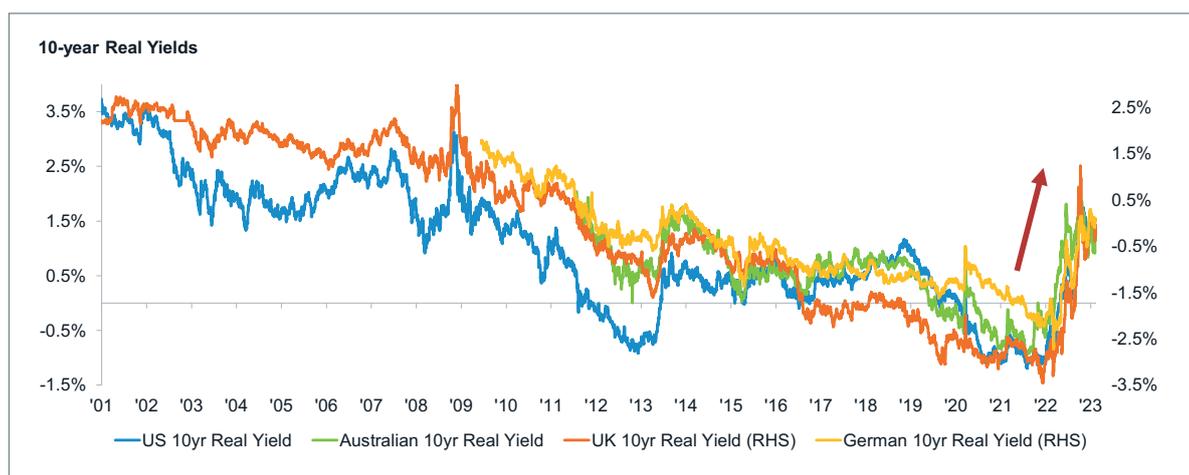
Source : Fidelity International, Bloomberg, au 31 décembre 2022. Dette des marchés émergents = indice ICE BofA Emerging Markets External Sovereign ; Actions = indice S&P 500 ; Obligations investment grade = indice ICE BofA US Corporate ; Emprunts d'Etat = indice ICE BofA US Treasury ; Obligations indexées sur l'inflation (toutes échéances) = indice ICE BofA All Maturity US Inflation-Linked Treasury ; Obligations à haut rendement = indice ICE BofA US High Yield ; Obligations indexées sur l'inflation 1-10 ans = indice ICE BofA 1-10 Year US Inflation-Linked Treasury.

Les rendements réels sont attractifs

Les rendements réels sont attractifs tant en termes de valorisation que de fondamentaux. S'agissant des valorisations, les rendements réels ont considérablement progressé au cours des 12 à 18 derniers mois, ceux des TIPS (*Treasury Inflation-protected security*) américains à 10 ans étant passés de -1,1 % début 2022 à +1,4 % aujourd'hui, avec des hausses similaires pour les emprunts d'État indexés sur l'inflation à l'échelle mondiale (cf. graphique 2). Autrement dit, un investisseur qui achète aujourd'hui un TIPS américain à 10 ans devrait recevoir une performance nominale de +1,4 % par an à laquelle s'ajoute l'IPC (indice des prix à la consommation) américain, un niveau honorable selon nous. Sur

le plan fondamental, les statistiques de croissance issues des enquêtes conjoncturelles se sont encore affaiblies, ce qui va dans le sens d'une baisse des rendements réels. Et malgré la vigueur globale des marchés du travail, le potentiel d'intervention des banques centrales s'est réduit, l'impact des politiques monétaires très restrictives commençant enfin à se répercuter sur les données de croissance réelles. Alors que la croissance réelle commence à ralentir, nous pensons que la duration réelle est une option intéressante, notamment en raison du niveau des rendements réels plus élevés. Nous avons actuellement une position longue sur la duration réelle aux États-Unis au sein du fonds FF Global Inflation Linked Bond Fund.

► Graphique 2 : Les rendements réels ont augmenté sur les marchés mondiaux des obligations indexées sur l'inflation



Source : Fidelity International, Bloomberg, 14 février 2023

Les marchés n'anticipent pas une inflation très élevée (ce qui rend la protection contre l'inflation bon marché !)

Les points morts d'inflation constituent une mesure des anticipations d'inflation du marché et représente la différence entre les rendements nominaux et réels. Un investisseur qui est « long » sur les points morts d'inflation (*breakevens*) anticipe une inflation effective plus élevée que ce que les marchés prévoient. Lorsque les points morts augmentent, les anticipations d'inflation augmentent également et les obligations indexées sur l'inflation surperforment les obligations nominales ; lorsqu'ils diminuent, les anticipations d'inflation baissent et

les « linkers » sous-performent leurs équivalentes nominales. Si l'on prend l'exemple des États-Unis, le point mort à 10 ans est actuellement de 2,3 %, ce qui signifie que le marché table (et l'intègre dans les prix) sur un IPC américain proche de 2,3 % en glissement annuel (GA) au cours des 10 prochaines années. Si cela se concrétise, le rendement des bons du Trésor américain nominaux à 10 ans sera égal au rendement des TIPS américains à 10 ans sur la période, et l'investisseur atteindra le seuil de rentabilité de son investissement. Si l'IPC américain dépasse en moyenne 2,3 % par an au cours des 10 prochaines années, le « linker » surperformera l'obligation nominale. Comme le montre le graphique 3, les points morts d'inflation mondiaux à 10 ans sont faibles par rapport à l'inflation sous-

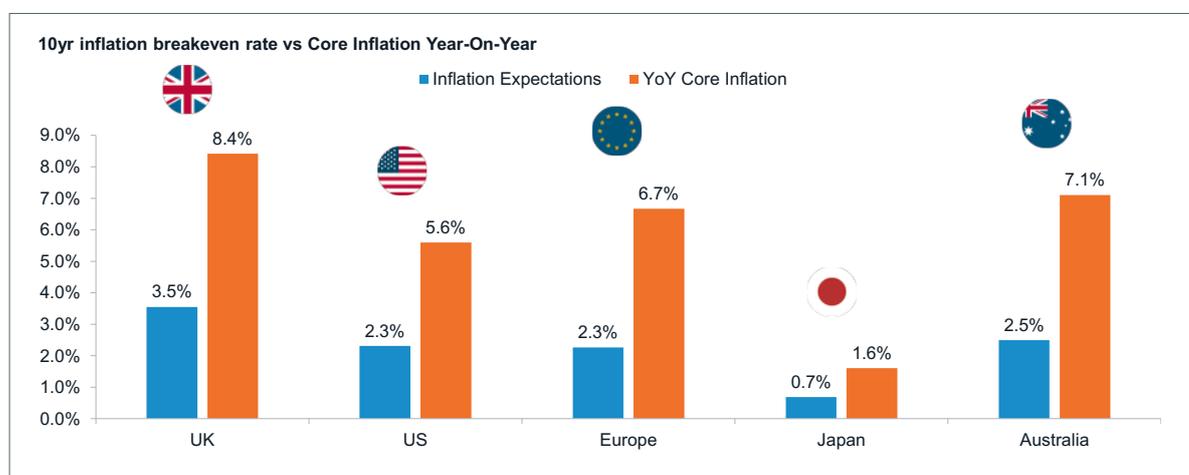
jacente (nous utilisons cet indicateur car il exclut les composantes les plus volatiles du panier de l'inflation, comme les prix de l'alimentation et de l'énergie, et donne donc une idée plus précise de la persistance de l'inflation). Le marché anticipe donc une baisse rapide de l'inflation par rapport aux niveaux actuels.

Malheureusement, tout a un prix. Et si intuitivement, il semble peu pertinent d'acheter une protection contre l'inflation lorsque celle-ci baisse, il est néanmoins judicieux de faire ce choix si le marché

table sur un repli très rapide de l'inflation et que celle-ci se révèle plus persistante que prévu. Pour ce faire, nous prenons une position longue sur une obligation indexée sur l'inflation et une position courte sur l'obligation nominale de maturité équivalente (généralement via des contrats à terme), ou bien nous utilisons un *swap* d'inflation.

Nous avons actuellement une position longue sur la durée réelle aux États-Unis au sein du fonds FF Global Inflation Linked Bond Fund.

► Graphique 3 : Les anticipations d'inflation semblent faibles par rapport à l'inflation sous-jacente



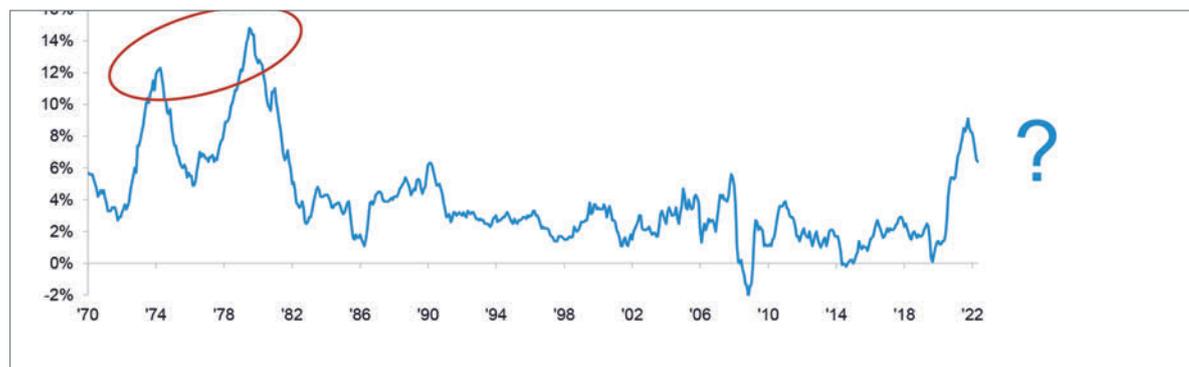
Source : Fidelity International, Bloomberg, au 14 février 2023. L'inflation sous-jacente du Royaume-Uni correspond à un indicateur interne de l'indice des prix de détail (IPD) sous-jacent.

La trajectoire de l'inflation étant incertain... pourquoi ne pas « souscrire une assurance » ?

Nous avons appris maintes choses dans cette ère post-COVID, notamment qu'il est très difficile

de prévoir l'évolution des variables macroéconomiques (comme l'inflation) à moyen terme. Face au régime d'inflation sans précédent actuel, pourquoi ne pas souscrire une protection contre l'inflation pendant que cette option demeure encore bon marché ?

► Graphique 4 : Double pic de l'IPC américain dans les années 1970 et 1980



Source : Fidelity International, Bloomberg, 31 janvier 2023

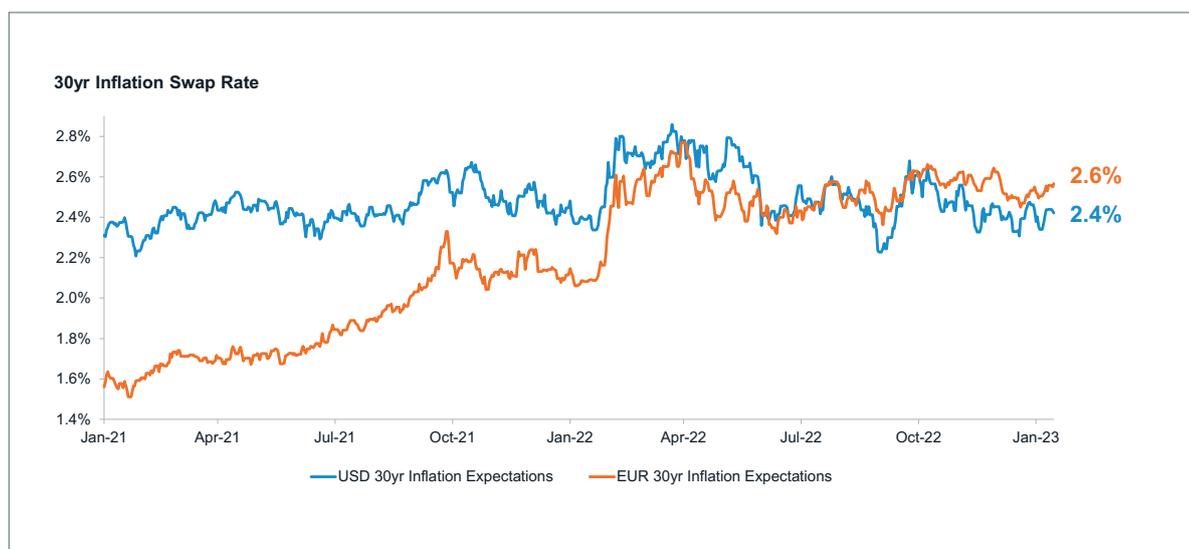
La dernière fois que l'inflation a été aussi élevée, c'était il y a plus de 40 ans, dans les années 1970 et 1980, et elle a connu deux pics distincts (cf. graphique 4). Si ce scénario devait se répéter, les points morts d'inflation actuels s'avèrent très bon marché.

Profiter de la baisse de l'inflation via une gestion active

Afin d'élargir l'éventail des opportunités, d'accroître le potentiel d'alpha et de renforcer la diversification de nos fonds d'obligations indexées sur l'inflation, nous adoptons une approche globale vis-à-vis de la classe d'actifs. L'inflation, et les anticipations associées, n'est pas identique dans toutes les régions et adopter cette approche globale nous permet d'exploiter les différents taux d'inflation et les politiques des différentes banques centrales. Prenons l'exemple des anticipations d'inflation à long terme aux États-Unis et en zone euro. À long terme, l'inflation de la zone euro devrait être inférieure à celle des États-Unis d'environ 0,5 % par an en raison de la différence de composition des paniers d'inflation entre ces deux régions.

Aux États-Unis, les services locatifs sont davantage pondérés qu'en zone euro, ce qui confère un poids plus élevé aux services liés au logement dans l'inflation américaine, dont les prix ont tendance à croître dans le sillage des salaires. Cependant, les anticipations d'inflation à 30 ans sont maintenant plus élevées en zone euro qu'aux États-Unis (cf. graphique 5), ce qui offre une opportunité d'arbitrage. Par conséquent, nous sommes actuellement longs sur les anticipations d'inflation américaines à 30 ans et courts sur celles de la zone euro, dans l'attente d'une normalisation des prix de marché afin de mieux refléter les fondamentaux.

► Graphique 5 : Les prévisions d'inflation à long terme sont maintenant plus élevées en zone euro qu'aux États-Unis



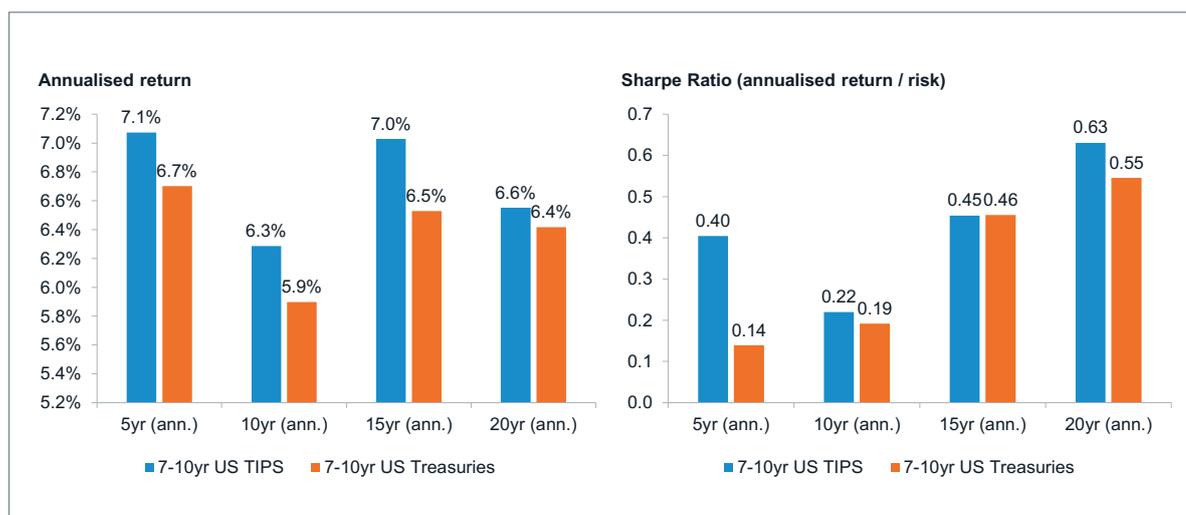
Source : Fidelity International, Bloomberg, au 14 février 2022. Anticipations d'inflation en USD à 30 ans = Swap d'inflation en USD zéro coupon (USSWIT30 Curncy) et anticipations d'inflation en EUR à 30 ans = Swap d'inflation en EUR zéro coupon (EUSWIT30 Curncy).

Intégrer des obligations indexées sur l'inflation pour renforcer la diversification des portefeuilles ?

Selon nous, les obligations indexées sur l'inflation méritent une allocation structurelle dans un portefeuille bien diversifié et devraient être considérées

en complément ou en remplacement d'une exposition aux obligations nominales. Celles-ci ont surperformé les obligations nominales sur 5 ans, 10 ans, 15 ans et 20 ans, avec un profil de performance ajustée du risque plus attractif dans chaque cas sauf sur 15 ans (cf. graphique 6). ●

► Graphique 6 : Statistiques risque/rendement à long terme des obligations indexées sur l'inflation vs les obligations d'État nominales



©freepik.com

DOSSIER

Dettes privées : la belle échappée



Entre le marteau et l'enclume. D'un côté, l'inflation écrase les performances réelles. De l'autre, les banques centrales applaudissent les valorisations. Pas étonnant que la confiance des investisseurs obligataires soit si mince. Mais ne nous décourageons pas. Il est possible d'échapper aux marchés obligataires classiques tout en restant un bon père de famille, et même un excellent. La dette privée offre cette opportunité.

Les rendements offerts par le marché de la dette privée européenne permettent de constituer aujourd'hui des portefeuilles proches de Euribor +8%, en prêts senior de notations inférieures à l'investment grade. À cette date, les prévisions d'Euribor à 5 ans sont de l'ordre de 3,4%. On peut donc estimer que le rendement brut d'un tel portefeuille de dette privée sera de l'ordre de 11% avant gestion active et défauts de paiement, dont nous parlerons plus loin. Les anticipations de l'inflation européenne à 5 ans sont de 3% par an. 11% contre 3%, la marge est belle et la protection contre l'inflation est très claire⁽¹⁾. De plus, lorsque la BCE a montré les premiers signes de hausse des taux directeurs, les obligations à taux fixes — dette gouvernementale, *investment grade*, *high yield* — sont descendues à la cave, duration oblige. Or, la dette privée est généralement indexée sur l'Euribor. Donc, pour ce marché, même pas mal. Au contraire, les coupons sont montés d'un étage à proportion de la hausse des taux.

Un rendement élevé et une belle résistance aux hausses de taux, c'est pour les investisseurs obligataires le jardin des délices... L'enfer n'est donc pas loin et la question devient : quels sont les risques ?

Le premier risque à considérer est le risque de défaut de paiement. Ne rêvons pas, des rendements à deux chiffres ne s'obtiennent pas avec des entreprises notées *investment grade*. Pour les rendements évoqués, les notes accordées par les agences officielles et par les analystes crédit de sociétés de gestion sont plutôt proches de B. Nous sommes donc dans la catégorie de notation des obligations *High Yield* (HY) et il faut donc compter avec les défauts de paiement. Une bonne gestion active peut bien entendu les éviter, mais une mauvaise gestion active en souffrira d'autant plus, et nous savons à quel point il est souvent difficile de séparer le bon gérant de l'ivraie. Mais là encore, la dette privée a de belles cartes en main. D'une part, les entreprises émettrices opèrent dans des sec-

teurs peu cycliques pour 71%⁽²⁾. En Europe, les principaux secteurs émetteurs sont les télécommunications médias et technologie, la santé et les sciences de la vie, secteurs en général pas ou peu cycliques. La dette privée donc plutôt résistante au ralentissement économique. D'autre part, la place du prêteur est avantageuse. Grâce aux «*covenants*», paragraphes essentiels du contrat de prêt, minutieusement négociés, il a un contrôle sur la gestion de l'entreprise et peut agir sur le management si certains ratios comptables sont dépassés. Sur ce chapitre, l'avantage est clairement du côté de la dette privée : 95% des emprunts privés ont au moins un covenant de levier d'endettement contre seulement 4% sur les marchés liquides⁽²⁾. Et le faible nombre de prêteurs leur permet de s'entendre entre eux et d'actionner effectivement les covenants, ce qui est beaucoup plus malaisé sur les marchés liquides où les investisseurs sont légion. Enfin, si jamais l'entreprise vient à faire faillite, le prêteur possèdera en règle générale des droits sur les actifs.

Ainsi, entre 2004 et 2022, le taux de défaut moyen de la dette privée a été de l'ordre de 2,5%, deux fois inférieur à celui du HY, grâce à la grande sélectivité des dossiers et à la faible cyclicité des modèles d'affaire. Et, grâce aux sûretés sur les actifs et à la protection offerte par les covenants, le taux de recouvrement a été de l'ordre de 80%, contre 55% pour le HY. Le taux de perte moyen a ainsi été très inférieur à celui du HY, de 0,7% contre 2,25%, et surtout très inférieur aux rendements offerts⁽³⁾. À ce stade, le taux de défaut sur la dette privée n'est pas une contre-indication majeure à l'investissement.

Dernier point, et non des moindres, la dette privée n'est pas liquide. Et là, pas de contre-argument sérieux. Le gérant d'un fonds de dette privée aura les plus grandes difficultés à se séparer d'un actif sur le marché, même si l'entreprise est en bonne santé. Ainsi, pour protéger la performance de son fonds, il demandera à ses investisseurs de rester sur des périodes longues, généralement de 7 à 10 ans. Quasiment impossible d'obtenir une sortie anticipée, même en pleurant beaucoup. Donc, rappel important pour ceux qui souhaitent investir dans des fonds de dette privée et bénéficier ainsi de rendements attrayants, vous devez vous préparer à immobiliser votre argent pour plusieurs années. Mais à ce rendement là, on a plutôt envie de rester plus longtemps, n'est-ce pas ? ●

(1) Pictet Asset Management, Bloomberg, le 06/03/2023

(2) Deloitte Alternative Lender Deal Tracker – T4 2022

(3) Pictet Asset Management, novembre 2022, basé sur les analyses de l'industrie

DOSSIER

Une idée d'investissement : l'immobilier coté de la zone euro



L'investissement en immobilier coté dans la zone euro dans le contexte actuel de hausse des taux présente de nombreux intérêts oubliés par le marché :

- l'allocation immobilière améliore le couple rendement/risque d'un portefeuille global,
- les taux d'intérêts réels restent favorables,
- la constitution d'une allocation immobilière via des foncières ayant des portefeuilles
- d'immeubles valorisés par des équipes aux multiples savoir-faire immobilier fait sens,
- les baux des foncières sont indexés sur l'inflation,
- le secteur coté en décotant de 50% offre une protection relative par rapport à la valeur du marché immobilier non coté,
- le secteur immobilier coté est très en avance sur le niveau de certification environnementale
- des immeubles qui prendront des parts de marché,
- la diversité des typologies d'actifs permet d'être flexible dans son allocation immobilière.

La hausse des taux a fortement pénalisé le secteur de l'immobilier coté en 2022 (-30%). Cette baisse nous paraît exagérée car le marché se trompe en considérant que :

- le secteur ne parviendra pas à répercuter l'inflation dans ses baux,
- la gestion de l'inflation conduira à une récession forte ayant une incidence négative sur les résultats de ce secteur réputé pour sa récurrence.

L'immobilier coté a des atouts structurels majeurs qui sont aujourd'hui renforcés par des atouts conjoncturels de valorisation.

A/ Atouts structurels de l'immobilier coté

Le secteur de l'immobilier coté de la zone euro est représenté par 70 foncières. Il permet d'accéder indirectement via la cotation à toutes les typologies d'actifs immobilières (bureau, centre commercial, parc d'activité, logement, santé, logistique) et sur les différentes zones géographiques de la zone euro. Le patrimoine diversifié et la maîtrise de l'ensemble des métiers du cycle des actifs immobiliers (promotion, gestion locative, restructuration, arbitrage) sont des atouts par rapport à une détention en direct d'un actif. « Acheter un immeuble est une dépense, acheter un portefeuille d'immeuble géré par des équipes est un investissement », François Delavenne. La détention de ces foncières via un FCP permet d'augmenter le niveau de diversification tout en offrant une flexibilité dans l'allocation des différentes typologies d'actifs. Cette liquidité a toutefois comme contrepartie une volatilité boursière très supérieure à celle du non coté. Elle contraste avec la récurrence de ce secteur, comme en témoigne le graphique de l'évolution des cash-flows ci-dessous.

► Variations annuelles des cash-flows des foncières cotées de la zone euro*



Source : GESTION 21, sociétés

* Sur la base des informations disponibles dans notre base de données financières

1. Un secteur qui a une forte récurrence de ses résultats

Cette forte récurrence du secteur s'explique par le fait qu'environ 90% de la base locative est reconduite d'une année sur l'autre en étant indexée et que 10% est susceptible de faire l'objet d'une renégociation locative. En sachant que le savoir faire des foncières leur permet a minima de conserver leurs parts de marché sur un besoin de base en ligne avec la croissance de l'économie, il n'est pas surprenant que la croissance long terme du secteur soit proche du PIB en valeurs.

Cette forte récurrence du secteur s'explique par le fait qu'environ 90% de la base locative est reconduite d'une année sur l'autre en étant indexée et que 10% est susceptible de faire l'objet d'une renégociation locative. En sachant que le savoir faire des foncières leur permet a minima de conserver leurs parts de marché sur un besoin de base en ligne avec la croissance de l'économie, il n'est pas surprenant que la croissance long terme du secteur soit proche du PIB en valeurs.

La moyenne long terme sur 14 ans de l'évolution des *cash-flows* du secteur est de +3% avec une amplitude faible en dehors de l'année 2020. Ce secteur est un secteur value par essence. Le multiple de cash-flow aujourd'hui historiquement faible renforce l'attrait de ce secteur.

► Historique du multiple de cash-flows du secteur immobilier coté de la zone euro*



Source : Exane, GESTION 21, données arrêtées au 08/03/2022

* Représenté par les 70 foncières cotées de la zone euro suivies par l'équipe de gestion

Notre opinion est que la baisse anticipée par le marché de 30% des *cash-flows* pour un retour à la moyenne de valorisation du secteur est exagérée.

2. Un secteur qui est en avance en matière d'ESG climat

En Europe, le secteur du bâtiment représente 40% de la consommation d'énergie et 36% des émissions de gaz à effet de serre. Le secteur de l'immobilier a un rôle essentiel dans la lutte contre le réchauffement climatique.

Les certifications environnementales (BREEAM, HQE, LEED...) sont un indicateur clef pour mesurer la performance environnementale des bâtiments. En plus de réduire l'impact sur l'environnement, notre opinion est que les foncières qui détiennent des actifs certifiés améliorent également leur performance financière et économique. En effet, un bâtiment certifié est un gage de qualité et sera par conséquent un bâtiment recherché : tant par les locataires, à la recherche d'une réduction des coûts énergétiques ou de l'amélioration de leur confort, que par les investisseurs. Cette demande en faveur des bâtiments certifiés permet aux foncières bien positionnées sur cet enjeu de faciliter la mise en location (réduction du risque de vacance), de bénéficier de loyers plus élevés, de réduire le risque de liquidité et de bénéficier d'une prime «verte» ou d'éviter une décote «brune» en cas de vente d'un actif.

Les foncières cotées sont en avance sur la certification environnementale de leur patrimoine par rapport au marché européen et sont donc très bien positionnées pour bénéficier de cette création de valeur. À titre d'exemple, les foncières cotées de bureaux que nous suivons ont 78% de leur patrimoine certifié contre un marché de bureaux européens à 20% selon CBRE.

B/ Des atouts structurels renforcés par des atouts conjoncturels

Si les atouts structurels se concentrent sur la rente locative indexé, par atout conjoncturel il faut entendre opportunité de revalorisation. En effet, à date, le secteur présente un niveau de valorisation historiquement faible, illustré ci-dessous par l'historique de décote/surcote des cours de bourse des foncières par rapport aux actifs nets réévalués.

Sur les 15 dernières années, le niveau de décote de -50% n'a été atteint qu'en mars 2009 et mars 2020 et a été suivi par une amélioration des attentes du marché sur le scénario d'évolution des valeurs d'actifs.

Notre opinion est que la baisse anticipée de 30% des valeurs d'actifs par le marché est exagérée.

En conclusion :

Le propos n'est pas de nier l'impact de la hausse des taux, mais de rappeler que l'ensemble des baux des foncières sont indexés. L'indexation des loyers contribue à la croissance organique des revenus et favorise l'absorption des effets négatifs de la hausse des taux sur les *cashflows* et les valeurs d'actifs. Nos hypothèses d'évolution future des *cash-flows* (-15% à +5% selon les foncières, stable en moyenne) et des valeurs d'actifs (-15% à 0% selon les foncières, -5% en moyenne) sont très différentes de celle anticipée par le marché (-30%). Ainsi, notre opinion est que l'on va assister à l'instar de 2009, à un recalibrage positif des anticipations du marché.

► Historique de décote de l'ANR* du fonds IMMOBILIER 21



Source : GESTION 21, données arrêtées au 08/03/2022
* ANR : actif net réévalué

C/ Le cas d'investissement en 60 secondes

- Non prise en compte par le marché de l'indexation des loyers en 2022
- Baisse anticipée par le marché des *cash-flows* et des valeurs d'actifs exagérée

- Prise en compte par le marché de l'indexation des loyers en 2023
- Prise en compte par le marché de la forte récurrence du secteur

- Décote des cours de bourse par rapport aux ANR de 50 %
- Rendement économique de 9 %
- Niveaux de décote rarement observés (3 fois en 25 ans)
- Point d'entrée historique

- Une opportunité liée à la décote de 50 %
- Une opportunité liée au rendement *cash-flows* de 9%
- Une opportunité de rattrapage significatif des cours de bourse
- Une opportunité d'un secteur Value par excellence

Source : GESTION 21, données arrêtées au 08/03/2022

Sur quels éléments pouvons-nous nous tromper ?

Il ne s'agit pas ici de parler d'un éventuel durcissement du conflit ukrainien ou de l'apparition de nouveaux événements macro-économiques ou géopolitiques mais de s'intéresser au cas d'investissement à proprement parler :

- L'indexation est l'élément clef de l'analyse. Elle agit comme un papier buvard sur l'impact de la hausse des taux nominaux. Il faudra par conséquent suivre avec attention la capacité des fon-

cières à répercuter l'indexation contractuelle. Les récentes publications et le discours des managements sur la capacité à faire progresser les loyers sont en ce sens réconfortants. Si les foncières ne parvenaient pas à répercuter l'inflation, notre cas d'investissement serait revu.

- Une gestion de l'inflation par les banques centrales qui conduirait à une récession forte ayant une incidence négative sur les résultats de ce secteur réputé toutefois pour sa récurrence. ●

DOSSIER

Un retour à un environnement de taux normal qui rend à la gestion d'actif immobilier toute sa noblesse



BERTRAND CHEVALIER,
DIRECTEUR ASSOCIÉ
EN CHARGE DE
L'ACTIVITÉ FONDS
D'INVESTISSEMENTS
IMMOBILIERS
CHEZ 123 IM

Le retour à un environnement contraint

La politique monétaire a permis, au cours de ces dernières années, aux acteurs économiques de bénéficier de taux très bas, voire négatifs, facilitant l'investissement. Cela a eu pour incidence d'entraîner une très forte compression des taux de rendement et donc une augmentation significative de la valorisation des actifs, avec les effets collatéraux induits, notamment la réduction de hiérarchisation des actifs, caractéristique des marchés tendus. À titre d'illustration, les taux de rendements des actifs prime de bureaux QCA ont été ramenés à 2,70% au pic du marché quand ceux de la logistique atterrisaient à 3%, performances à mettre en perspective avec celles qui prévalaient en 2015 respectivement à 3,20% et 6%.

L'augmentation des taux d'intérêt voulue par les banques centrales pour lutter contre l'inflation, qui a atteint 5,9% en Franc en glissement annuel en 2022, est saine, dans la mesure où elle rétablit une sélectivité. C'est toutefois le rythme à laquelle elle s'est produite qui a «saisi» le marché, provoquant un attentisme des investisseurs. En 6 mois le taux de refinancement principal de la BCE est passé de 0% à 3%. À titre de comparaison, ce même taux était passé de 3% à 0% en 7 ans.

Si cette évolution nous ramène à une situation normale, elle pose toutefois la question du virage, en particulier sur les opérations montées par les promoteurs sortants à des taux de rendement aujourd'hui insatisfaisants alors même que ceux-ci ont été confrontés à des hausses de coûts de

construction (liée à la désorganisation des chaînes d'approvisionnement et à un choc de demande post Covid) au-delà même de l'inflation des fonciers.

Un double enjeu de valeur et de durabilité

Au 31 décembre 2022, le marché a constaté une première marche de décompression.

Concernant le résidentiel géré, considéré comme résilient, le relèvement des taux a été limité entre 15 et 25 points de base lorsque sur d'autres classes d'actifs, celui-ci pouvait atteindre 100 points de base ou plus (ex. bureaux en deuxième couronne). L'immobilier qui est protecteur de l'inflation par le jeu de l'indexation des loyers permet d'amortir une partie de cette décompression et de protéger l'investisseur. Mais cette capacité d'absorption par l'inflation n'est toutefois pas suffisante et passe par un relèvement plus important des taux d'autant que l'évolution des taux d'intérêts amène les investisseurs en effet à se financer aujourd'hui intégralement en fonds propres, voire à réduire leur effet de levier. En matière de résidentiel géré, la fourchette de taux de rendement en VEFA devrait être portée encible entre 4,30% et 5,00% au lieu de 3,80% à 4,20%.

Par ailleurs toutes les classes d'actif connaissent des «révolutions» d'usage qu'ils s'agissent du bureau, du commerce et de la logistique ou de l'hébergement. Il convient donc d'asseoir des stratégies d'investissement durables car ce n'est plus tant l'immobilier qui est important que sa capacité à



répondre à un besoin et à une attente de services, à pouvoir être réversible et flexible dans le temps, enfin à être performant et durable.

L'enjeu climat est dans cette perspective l'enjeu le plus significatif. Mais les travaux qui seront à réaliser sur le parc existant constitueront un facteur qui pèsera sur les coûts et les prix de revient pour réussir à s'inscrire dans la trajectoire des accords de Paris. Il faudra pour trouver l'adéquation nécessaire aller chercher de la performance notamment sur des opérations Core +.

Une illustration de la stratégie de gestion d'actif d'un asset manager spécialisé sur des classes d'actifs alternatives

Un caractère à la fois défensif et un potentiel de croissance

L'immobilier de rendement d'123 Investment Managers a ancré sa stratégie de déploiement sur les mégatendances que sont la démographie (nouveaux usages), la santé et l'éducation, avec une dominante sur l'hébergement géré. Ces classes d'actifs alternatives sont assises sur des marchés profonds.

Une diversification sectorielle et géographique

Concrètement cet immobilier porte sur des résidences gérées, résidences services seniors, du coliving, une hybridation des modes d'habitation sur des concepts permettant d'accueillir dans un même immeuble des occupants court et moyen terme, des résidences Hospital ou encore des résidences services étudiants, des campus et des écoles. Cette diversité sectorielle sur des besoins fondamentaux s'accompagne d'une diversité géo-

graphique, en France avec un prisme dans les territoires ou dans la zone Euro afin de bénéficier des cycles et opportunités de marché.

Un travail combiné de rendement et de création de valeur

Mais pour accroître la performance de ses fonds dans le contexte actuel de taux, est nécessaire une politique de partenariats avec des opérateurs-gestionnaires et des acteurs stratégiques, la mettant en capacité de sourcer en amont des opportunités d'investissement dans une double approche Core et Core + sur des immeubles à construire ou à réhabiliter.

Une politique d'investissement durable

123 IM entend faire évoluer par ailleurs la relation Bailleur-Preneur doit évoluer pour amener les deux parties à travailler très étroitement ensemble sur l'optimisation continue de la performance de l'immeuble. Dans le cadre de la labélisation ISR des fonds, une grille d'analyse des actifs est mise en place définissant des critères extra financiers.

Le bail commercial engage les parties à piloter des plans d'actions ESG conjoints pour rechercher les leviers tant sur le bâtiment que sur l'usage lui-même. Une optimisation du coût immobilier, outre qu'il répond à une responsabilité sociétale pour le climat, a pour incidence de conforter le preneur sur sa charge admissible, créer un potentiel de réversion des loyers et maintenir la valeur de l'actif.

Le travail de gestion d'actif sera donc essentiel dans ce contexte évolutif pour faire face aux nombreux enjeux touchants l'immobilier (nouveaux usages, taux d'intérêts, enjeux climats ...) ce qui nécessitera de choisir les gestionnaires d'actif avec la capacité d'anticipation immobilière et de connaissance des modèles d'exploitation. ●

RETOUR SUR...

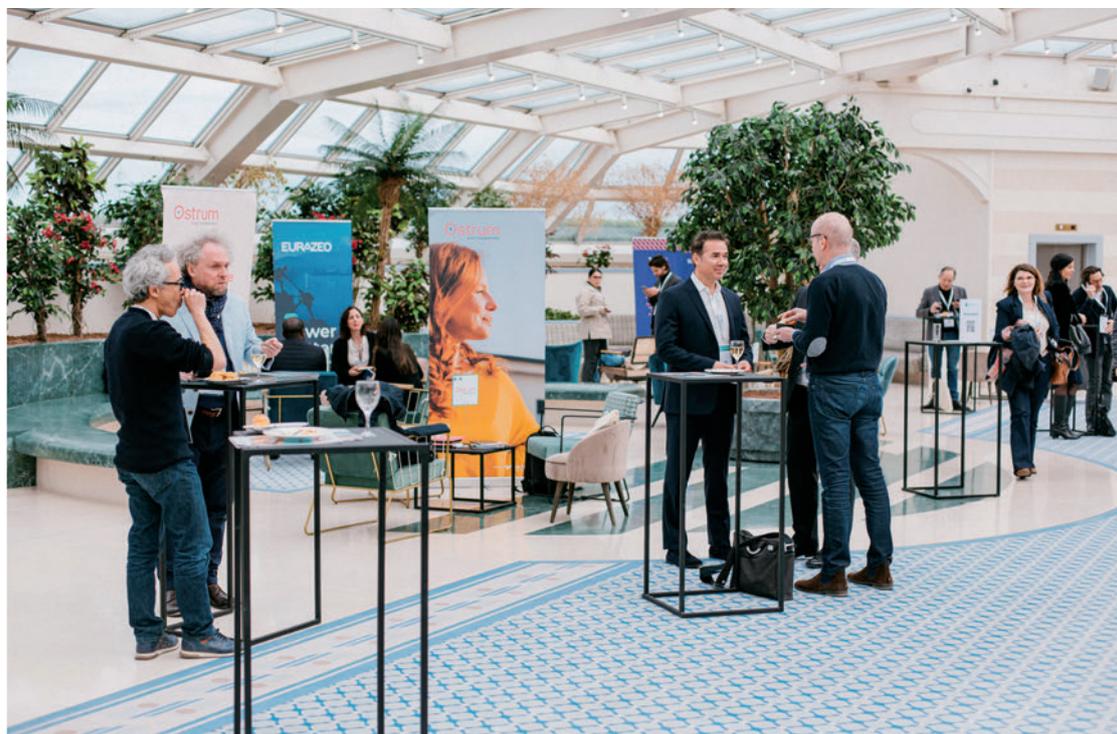
Time to Change

Un forum pour une finance verte et durable

L'édition 2023, organisée à Deauville les 28 et 29 mars derniers a été un véritable succès ! L'Af2i remercie les membres qui ont participé à ces deux jours de débats et d'échanges et reviendra dans le numéro 70 de la lettre *Institutionnels* plus en détails sur les grands sujets qui ont été abordés.



Retour en images sur les temps forts de cet évènement organisé par l'Af2i, en partenariat avec Option Finance et Green Univers.





RETOUR SUR...

36^e Prix Turgot (30 mars 2023)

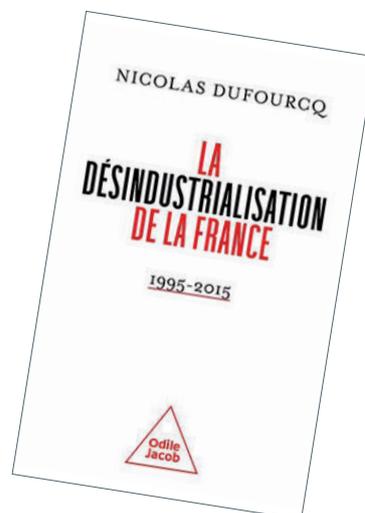
L'Af2i décerne le Prix Turgot-Af2i à **Nicolas DUFOURCQ** lors de la 36^e édition du Prix Turgot.

Le rendez-vous annuel du Prix Turgot, récompensant les meilleurs ouvrages de la littérature économique et financière s'est déroulé le 30 mars 2023 à Bercy sous les présidences de Jean-Louis Chambon et Jean-Claude Trichet.



À cette occasion, Hubert Rodarie, Président de l'Association française des investisseurs institutionnels (Af2i) et partenaire de l'événement, a remis à **Nicolas Dufourcq le Prix Turgot-Af2i pour son livre *La désindustrialisation de la France 1995-2015*, aux Éditions Odile Jacob.**

Ce prix salue la qualité du diagnostic porté par Nicolas Dufourcq, Directeur général de la BPI, sur ce phénomène majeur de la société française. Ce prix exprime également, le soutien des investisseurs institutionnels aux entreprises, notamment, industrielles, ainsi que l'Af2i l'a récemment exprimé dans ses « *19 propositions/recommandations pour tenir compte d'un environnement géologique, économique et financier radicalement nouveau* », parues le 30 janvier 2023.



Bonnes feuilles

Les millions de Monsieur Mellon Le capitalisme en procès aux États-Unis (1933-1941)

ROMAIN HURET

LA DÉCOUVERTE JANVIER 2023

Ce livre fait resurgir une histoire oubliée. Celle d'une procédure menée par le tout nouveau *Board of Tax Appeal*, une commission chargée de traiter de façon indépendante les réclamations des contribuables américains. Son créateur, Andrew Mellon, qui fut Secrétaire d'État au Trésor sous trois présidents de 1921 à 1933, dut s'y défendre contre l'accusation de fraude fiscale sur sa déclaration de revenus de 1931. Or, Andrew Mellon, outre ses fonctions publiques, était un des plus riches Américains à la tête, avec son frère, d'un empire financier et industriel fondé à Pittsburgh par leur père.

L'administration fédérale mit tout son poids pour contester l'utilisation dans cette déclaration de revenus de dispositions fiscales pour réduire le montant d'impôt à payer. Ce fut l'occasion pour les Américains de mettre en évidence les notions d'évitement (une légitime minimisation de l'impôt) et d'évasion fiscale (une fraude qui lèse le Trésor public) face à un impôt progressif sur le revenu encore récent (1913) et toujours contesté. On dirait aujourd'hui en France, qu'Andrew Mellon dut se défendre contre une accusation d'abus de droit. De 1935 à 1937, les détails des affaires, les pratiques de cession d'actions, de scission de sociétés, la façon de faire des accords, ainsi que les moyens de transmettre le patrimoine aux enfants, les trusts, etc... sont dévoilés au grand public avec une certaine mise en scène, constituant une sorte de « rituel de dégradation » de l'image des grandes fortunes bancaires et industrielles. Il est vrai, l'époque était dure. À la crise de 1929, ont succédé les temps du *New Deal* qui furent âpres pour une grande partie de la population. Aussi le spectacle de ces riches magnats et de leurs affaires choquait. Dans le même temps, Roosevelt, outre la mise en place de ses réformes, affrontait la résistance des républicains scandalisés par l'immixtion de l'état fédéral dans leurs affaires, pire Roosevelt entreprit de faire augmenter l'impôt sur le revenu.

Ce livre, remarquablement documenté, est très bien écrit par un historien français, directeur d'études à l'EHESS. Il se lit très facilement. Il restitue des débats qui sont revenus aujourd'hui sur le devant de la scène tels que celui sur la moralité de l'impôt, la légitimité de la concentration des entreprises et de la transmission des patrimoines, les monopoles, l'anonymat des affaires où on ne voit que les techniciens, juristes, experts, secrétaires, intermédiaires et beaucoup plus difficilement des dirigeants. On y a vu aussi la mise en évidence de la concentration du pouvoir véritable entre les mains de ceux qui prônaient une démocratie d'actionnaires, etc. Les lecteurs amateurs d'art y trouveront aussi l'origine de la *National Gallery of Art* de Washington et de sa collection prestigieuse...



Membres Actifs

Abeille Assurances	Fons de Reserva de Jubilació
AG2R LA MONDIALE	FRANCE HORIZON
Ageas France	FRR
Agrica Epargne	Generali Vie France
Allianz IARD	Groupama Assurances Mutuelles
APICIL transverse	Groupe Pasteur Mutualité
Association Diocésaine de Paris	Groupe Vyv
Banque de France	HSBC France
BNP Paribas	Ircantec
BPCE Vie	IRCEM GESTION
CCR	La Banque Postale
CPRN	La Banque Postale IARD
Caisse des Dépôts - Dir des Gestion d'Actifs	La CIPAV
Caisse des Dépôts - Dir des Politiques Sociales	La Mutuelle Générale
Caisses de retraites du Sénat	L'Auxiliaire
CAMACTE GIE	Le Conservateur
Carac	MACIF INVESTISSEMENT
CARMF	MACSF Assurances
CAVAMAC	MAF Assurances
CAVP	MAIF
CERN Pension Fund	Malakoff Humanis - AMAP
CNAVPL	Matmut
CNETP	Médicis
CNP Assurances	MGEN UNION
Coface	MIF
Covéa Coopération	MNCAP
Crédit Agricole Assurances Solutions	Neufilize vie
Crédit Mutuel Arkéa pour Suravenir	Optimum Vie
Croix Rouge Française	Orano
CRPNPAC	Préfon
EDF	Prepar Vie
EMERGENCE	Prevaal Finance
ENGIE	Pro BTP
EPS (Ensemble Protection Sociale)	Relyens Mutual Insurance
ERAFP	Sacra
EULER HERMES France	SCOR SE
FEDERATION AGIRC ARRCO	SMA
Fédération Habitat et Humanisme	SMACL
Fonds de Garantie des Victimes	Sofiproteol
Fonds de dotation du Musée du Louvre	Swiss Life
Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution	Thélem Assurances
	UMR



association française des
investisseurs institutionnels