

# LETTRE MENSUELLE MARCHÉS ET ALLOCATION

Conjoncture, économie et stratégie



Aviva Investors France  
devient

 **Ofi invest**  
Asset Management



**Ofi invest**  
Asset Management

Octobre 2022

## Les marchés en octobre

Les actifs à risque ont vécu un mois d'octobre agité, marqué par la crise politique et financière au Royaume-Uni et le contexte inflationniste des deux côtés de l'Atlantique. Pour autant, le bilan s'avère finalement très positif pour les marchés d'actions grâce à un début de saison de publications de résultats d'entreprises globalement meilleur que prévu et à la détente des taux longs à la fin du mois.

Les trois premières semaines ont été éprouvantes pour le marché obligataire, qui a particulièrement souffert des craintes suscitées par la crise au Royaume-Uni et de mauvais chiffres de l'inflation aux Etats-Unis. Les taux d'intérêt longs ont grimpé sur de nouveaux sommets (4,2% sur le taux à 10 ans américain et 2,4% sur le Bund allemand) en raison du contexte inflationniste qui conduira les banques centrales à relever davantage leurs taux directeurs pour endiguer l'inflation. Fin octobre, le marché s'est enfin détendu dans le sillage des taux anglais après la nomination de Rishi Sunak (l'ancien Chancelier de l'Échiquier dans le gouvernement de Boris Johnson) au poste de Premier Ministre. Les investisseurs ont également bien accueilli les conclusions des réunions de banques centrales avec un ton moins « faucon » qu'attendu.

### Performances à fin octobre 2022

Actions (dividendes nets réinvestis)	Octobre	2022*
CAC40	+8.75%	-10.46%
Euro Stoxx	+7.98%	-15.95%
S&P 500 en dollars	+8.06%	-18.02%
MSCI AC World en dollars	+6.03%	-21.14%

Taux	Octobre	2022*
Jpm Emu Government All Mat.	+0.17%	-16.06%
Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corp	+0.10%	-14.49%
Bloomberg Barclays Pan European High Yield en euro	+2.03%	-13.39%

Source : Ofi Invest Asset Management, Refinitiv, Bloomberg au 31/10/2022, indices actions dividendes nets réinvestis en devises locales, indices obligataires coupons réinvestis.

\*Performances du 31/12/2021 au 31/10/2022. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



## Marchés actions

Octobre faste à Wall Street. L'indice Dow Jones a rebondi de près de 14 %. Il s'agit de sa plus forte hausse mensuelle en 46 ans tirée par la détente des taux longs à la fin du mois et par les valeurs de la « vieille économie » comme l'énergie ou les banques. La saison des résultats a bien démarré aux Etats-Unis. Sur l'ensemble des entreprises qui ont déjà publié les résultats (20% du total) 75% ont battu les estimations pour les bénéfices du troisième trimestre. Les valeurs technologiques en revanche ont nettement sous-performé en raison des résultats jugés décevants de Microsoft, Amazon, Alphabet et Meta Platforms<sup>1</sup>.

En Europe aussi, les indices actions ont repris des couleurs dans le sillage des actions américaines et de la révision du budget britannique. Les investisseurs ont également bien accueilli le ton légèrement moins ferme de la BCE et un début de saison des résultats meilleur que prévu.

Au Japon, les actions ont bénéficié de l'embellie observée à Wall Street et du maintien de la position accommodante de la Banque centrale du Japon.

Du côté des marchés émergents, le bilan est bien plus mitigé. Les actions chinoises ont souffert de la volonté affichée des Etats-Unis de se défaire de leur dépendance commerciale envers Pékin, notamment dans le domaine technologique. Surtout, les investisseurs ont sanctionné les conclusions du 20e congrès du parti communiste qui consacre la toute-puissance du secrétaire général du Parti communiste chinois (PCC), Xi Jinping au cours des cinq prochaines années. Aucun changement immédiat n'est attendu pour la politique Covid de la Chine, ni aucun changement de cap pour ses intentions politiques.



## Marchés obligataires<sup>2</sup>

**Le marché obligataire a été très volatil<sup>3</sup> en octobre. La crise politique et financière au Royaume-Uni et le contexte inflationniste ont d'abord dopé les rendements des emprunts d'États des deux côtés de l'Atlantique. La tension s'est cependant apaisée à la fin du mois dans la perspective d'un éventuel ralentissement du cycle de resserrement monétaire des grandes banques centrales.**

Aux Etats-Unis, le rendement du Bon du Trésor à 10 ans a ainsi atteint un nouveau sommet au-dessus de 4,30% avant de retomber. Il termine le mois à 4,05%, soit au-dessus du seuil symbolique des 4% et en hausse de 22 points de base. La pression a été moins forte en Europe. Le rendement de l'emprunt de référence, le Bund allemand à 10 ans, est quasi-stable sur le mois à 2,14%. En France, le rendement de l'OAT (obligation assimilable du Trésor) de même échéance a même légèrement reculé en un mois à 2,69%. Les investisseurs ont été rassurés par la révision du budget britannique et le ton légèrement plus accommodant de la BCE, qui laisse penser qu'une réduction du rythme des hausses des taux est probable. Certes, l'institution a relevé ses trois taux directeurs de 75 points de base, comme prévu et elle a signalé que d'autres hausses suivront. Mais sa présidente Christine Lagarde a souligné qu'il faut tenir compte du délai de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle et des progrès faits dans la normalisation des taux.

---

<sup>1</sup> Les sociétés citées ne le sont qu'à titre d'information. Il ne s'agit ni d'une offre de vente, ni d'une sollicitation d'achat de titres.

<sup>2</sup> Source Bloomberg, données au 31.10.2022.

<sup>3</sup> La volatilité correspond au calcul des amplitudes des variations du cours d'un actif financier. Plus la volatilité est élevée, plus l'investissement sera considéré comme risqué.

Sur le marché de la dette d'entreprise en Europe, les rendements de la dette jugée la plus sûre (Investment Grade<sup>4</sup>) comme celle considérée comme risquée (High Yield<sup>4</sup>) ont souffert de la remontée des taux des deux côtés de l'Atlantique. Mais, les rendements ont ensuite bénéficié de l'accalmie et de la perspective d'un ralentissement des resserrements monétaires des grandes banques centrales. Au final, les deux segments du marché du crédit affichent un bilan mensuel légèrement positif.

## Le scénario économique

**Les fondamentaux macroéconomiques ralentissent mais se maintiennent en territoire positif jusqu'à présent : ils ont démenti jusqu'à la fin du troisième trimestre les signaux récessifs apparus dans les enquêtes par les entreprises et les ménages. Toutefois, nous maintenons nos prévisions d'une accélération de ce ralentissement d'ici la fin de l'année, notamment en Zone euro.**

Ces perspectives, mêlées aux délais de transmission de la politique monétaire, incitent d'ailleurs certaines Banques centrales à d'ores et déjà ralentir leur cycle de resserrement monétaire et adoucir leur communication.

En Zone euro, l'activité a nettement décéléré au 3<sup>ème</sup> trimestre à +0,2% (après +0,8% au 2<sup>ème</sup> trimestre), à un rythme toutefois moindre que nous l'attendions : il n'y a pas à ce stade de rupture, ni côté demande des ménages, ni côté production des entreprises, même dans l'industrie. Sur le mois d'octobre, les enquêtes de conjoncture pointent toutefois unanimement vers une poursuite du ralentissement qui devrait conduire la Zone euro en territoire récessif au 4<sup>ème</sup> trimestre ; par exemple, le PMI composite<sup>5</sup> de la Zone euro baisse encore en octobre à 47,1 après 48,1 en septembre.

**L'amplitude de l'impact récessif de la crise énergétique sur l'activité économique de la Zone euro demeure encore incertaine** car les stocks de gaz continuent à augmenter (en moyenne à 95% des capacités maximales européennes fin octobre) grâce en particulier à des températures clémentes qui se superposent aux efforts de baisse de consommation des acteurs économiques. Ce contexte favorable a d'ailleurs fait reculer les cours du gaz naturel de référence en Europe de presque 40% sur le mois d'octobre, proche désormais des 120€/MWh, soit le niveau de juin. Au total, cette situation laisse penser que le scénario macroéconomique catastrophe peut être évité, mais la baisse des cours, si elle venait à se maintenir, ne devrait pas se matérialiser dans les prix à la consommation avant de nombreux mois.

L'inflation d'octobre en zone euro a d'ailleurs encore surpris à la hausse à +10,7% après +10,0% en septembre (et 5,0% d'inflation sous-jacente après 4,8%). Le pic de l'inflation européenne n'est clairement pas atteint, car les prix à la production, qui sont des indicateurs avancés des prix à la consommation, continuent d'accélérer dans l'industrie agroalimentaire et manufacturière.

Dans ce contexte, la BCE a relevé ses trois taux directeurs de 75 points de base, comme prévu et elle a signalé que d'autres hausses suivraient : la lutte contre l'inflation est toujours la priorité dans la mesure où elle reste beaucoup trop élevée. Néanmoins, et c'est une nouveauté, la Présidente Christine Lagarde a souligné la nécessité de tenir compte du délai de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle et des progrès déjà réalisés dans la normalisation des taux, dans un contexte de perspectives économiques dégradées. **Nous confirmons donc notre scénario de politique monétaire pour la Zone euro, avec encore une hausse de 50 points de base en décembre et probablement une autre de 25**

---

<sup>4</sup> Les obligations spéculatives à « Haut rendement », ont une note de crédit (de BB+ à D selon Standard & Poor's et Fitch) plus faible que les obligations « Investment Grade » (notées de AAA à BBB- selon Standard & Poor's et Fitch) en raison de la santé financière plus fragile de leurs émetteurs selon les analyses des agences de notation. Elles sont donc considérées comme plus risquées par les agences de notation et offrent en contrepartie des rendements plus élevés.

<sup>5</sup> L'Indice des Directeurs d'Achat (PMI) de l'Institute for Supply Management (ISM) évalue le niveau relatif des conditions des entreprises, dont celles d'emploi et de production, les nouvelles commandes, les prix, les livraisons des fournisseurs et les stocks. Les données sont compilées à partir d'un sondage effectué auprès de directeurs d'achat dans l'industrie manufacturière. Un résultat au-dessus de 50 indique une expansion, et en-dessous une contraction. Le PMI composite est un indice PMI représentant à la fois le secteur manufacturier et celui des services.

points de base début 2023, soit des taux directeurs à 2,25% début 2023, et nous maintenons que les risques restent en faveur d'une révision à la hausse.

**Les États-Unis sont désormais sortis de la récession technique du premier semestre** (2 trimestres consécutifs de contraction de l'activité), avec une croissance annualisée au 3ème trimestre à +2,6%. La principale contribution provient du commerce extérieur tandis que la demande interne demeure en territoire légèrement positif : la bonne tenue de la consommation, qui continue son redéploiement des biens vers les services, et de l'investissement non résidentiel compensent la chute de l'activité dans le secteur résidentiel. Si les enquêtes de conjoncture diffèrent dans son ampleur, notamment dans le secteur des services, **nous continuons de prévoir une amplification du ralentissement de la demande intérieure américaine au cours des prochains trimestres au regard du resserrement des conditions financières à l'œuvre.**

Les pressions inflationnistes ont surpris à la hausse aux États-Unis en septembre : si l'inflation totale a légèrement diminué à 8,2% (après 8,3% en août), l'inflation sous-jacente a dépassé son précédent pic de mars, à 6,6% (après 6,3%), l'inflation des services et des loyers demeurant sur un niveau très élevé. Certes, les indicateurs avancés des prix immobiliers se sont retournés, les salaires n'accélèrent plus, mais ces bonnes nouvelles ne devraient pas se matérialiser dans l'inflation avant plusieurs mois. Ce contexte a justifié au-delà d'une hausse des taux de 75 points de base qui était attendue, le maintien d'une tonalité restrictive dans la communication de la Fed afin que les conditions financières ne s'allègent pas.

**Une certaine hétérogénéité commence ainsi à se dessiner dans la politique et la communication des principales Banques centrales à travers le monde.** En effet, contrairement à la BCE, la Fed et la Banque d'Angleterre, d'autres Banques centrales (Canada, Australie, Corée) ont déjà annoncé qu'elles arrivaient au bout de leur cycle de resserrement monétaire, convaincues que les hausses passées des taux mêlées aux nuages qui s'amoncellent sur l'économie mondiale (crise énergétique, craintes d'un surajustement monétaire liées à des politiques monétaires non coopératives, maintien de la politique zéro Covid en Chine) sont suffisantes pour diminuer les pressions inflationnistes dans ces économies.

## La politique d'allocation

**Nous continuons de rester prudents en raison du contexte inflationniste et du resserrement des politiques monétaires des banques centrales.**

Confrontés à une dynamique inflationniste pour le moment non maîtrisée, les banquiers centraux ont réaffirmé que leur priorité reste la lutte contre l'inflation. En octobre, la Banque centrale européenne (BCE) a relevé sans surprise ses taux d'intérêt de 75 points de base après une hausse de 75 points de base en septembre et 50 points de base en juillet. De son côté, la Réserve fédérale américaine a relevé début novembre pour la quatrième fois ses taux d'intérêt de 75 points de base et laissé entendre, comme la BCE, que le resserrement monétaire se poursuivra.

Nous pensons que les conséquences de la crise énergétique et la forte inflation vont faire rentrer la zone euro en récession cet hiver. Outre-Atlantique, l'ampleur du durcissement monétaire en cours rend selon nous désormais peu probable un atterrissage en douceur de l'économie l'an prochain. **Ce contexte économique incertain reste peu favorable à des stratégies directionnelles marquées sur les actifs. Nous continuons de préférer des positions d'arbitrage entre zones géographiques, secteurs ou thématiques.**

Sur les actions, nous restons proches de la neutralité tout en conservant les positions d'arbitrage. Nous avons maintenu une position d'arbitrage entre les petites et les grandes capitalisations américaines car nous continuons de penser que les petites et moyennes capitalisations affichent une décote

excessive compte tenu de la résistance de la consommation aux États-Unis mais également du biais domestique recherché en période de tensions internationales.

En Europe, nous avons maintenu l'exposition au secteur de l'énergie par rapport à l'ensemble des actions européennes. Même si les cours des prix de l'énergie ont reculé, elle reste la principale thématique en Europe cette année.

Nous avons nettement allégé notre position sur marché chinois contre le reste des marchés développés. Si un rattrapage est possible à court terme, nous estimons que les risques sous-jacents sont négligeables comme la fragilité du marché immobilier qui n'a pas fini de corriger ou les tensions géopolitiques avec Taiwan. En cas de rebond du marché, nous devrions solder cette position résidentielle.

**Sur les obligations souveraines, nous avons maintenu un positionnement proche de la neutralité.** Les taux d'intérêt ont déjà beaucoup augmenté et, si l'essentiel de la hausse est probablement derrière nous, la pression haussière sur les taux pourrait perdurer à court terme tant que l'inflation sous-jacente est encore en hausse et le scénario d'atterrissage en douceur aux États-Unis n'est pas totalement écarté. Nous avons pris nos profits sur notre position sur la courbe des taux en Europe. Il peut y avoir encore du potentiel d'aplatissement à court terme, mais compte tenu de la forte volatilité<sup>6</sup> des marchés obligataires et du rendement négatif de cette position d'arbitrage nous préférons clôturer la position.

Dans les fonds globaux, nous avons légèrement renforcé nos positions de resserrement de spread<sup>7</sup> entre les taux américains et européens longs. Nous estimons que ces écarts de taux sont déjà très élevés et que le resserrement, plutôt l'inversion, du différentiel d'inflation entre les deux zones dans les prochains trimestres, devrait plaider en faveur du resserrement du spread. De plus, les valorisations des bons du Trésor américain qui commencent à être plus attractives devrait également supporter cette stratégie.

La divergence de politique monétaire entre la Banque Centrale Chinoise (PBOC) et celle du Japon avec les autres Banques centrales est toujours d'actualité. Nous avons ainsi conservé la position acheteuse sur les obligations chinoises avec l'idée que la PBOC devrait continuer à soutenir une économie affaiblie par la politique zéro Covid et par la correction du secteur immobilier et, nous avons clôturé la légère sous-pondération sur les obligations japonaises. La politique ultra accommodante de la Banque du Japon ne devrait pas changer au moins jusqu'à la fin du mandat de son actuel Président M. Kuroda début 2023. Nous réévaluerons la possibilité de réouvrir la position au début de l'année prochaine.

**En ce qui concerne les obligations d'entreprises, nous avons confirmé notre vision plus constructive sur le long terme.** Nous avons déjà ajouté des positions sur les obligations les mieux notées « Investment Grade »<sup>8</sup> en plus des obligations d'entreprises à « Haut rendement »<sup>8</sup> en Europe. A ces niveaux de taux, le portage sur ces deux marchés nous semble de nouveau attractif dans l'absolu, même si la volatilité<sup>5</sup> restera élevée tant que les incertitudes sur l'inflation et sur la récession demeureront. Nous pensons que la meilleure stratégie pour les investisseurs de long terme est celle d'investir graduellement sur la classe d'actifs.

*Achévé de rédiger le 3 novembre 2022. Données chiffrées au 31/10/2022.*

---

<sup>6</sup> La volatilité correspond au calcul des amplitudes des variations du cours d'un actif financier. Plus la volatilité est élevée, plus l'investissement sera considéré comme risqué.

<sup>7</sup> Le "spread" est la différence de taux d'intérêt d'une obligation souveraine avec celui d'une obligation de référence de même durée d'un autre Etat.

<sup>8</sup> Les obligations spéculatives à « Haut rendement », ont une note de crédit (de BB+ à D selon Standard & Poor's et Fitch) plus faible que les obligations « Investment Grade » (notées de AAA à BBB- selon Standard & Poor's et Fitch) en raison de la santé financière plus fragile de leurs émetteurs selon les analyses des agences de notation. Elles sont donc considérées comme plus risquées par les agences de notation et offrent en contrepartie des rendements plus élevés.

### **INFORMATIONS IMPORTANTES**

Cette communication publicitaire est établie par Ofi Invest Asset Management, dénomination commerciale d'Abeille Asset Management, société de gestion de portefeuille de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le n° GP 97-114, Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 18 608 050 euros, dont le siège social est situé au 14 rue Roquépine, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 335 133 229. Abeille Asset Management est membre d'Aéma Groupe depuis le 30 septembre 2021.

Cette communication publicitaire contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Abeille Asset Management considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information publiques, leur exactitude ne saurait être garantie.

Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Abeille Asset Management, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées.

Cette communication publicitaire ne donne aucune assurance de l'adéquation des produits ou services présentés et gérés par Abeille Asset Management à la situation financière, au profil de risque, à l'expérience ou aux objectifs de l'investisseur et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une offre d'acheter les produits financiers mentionnés. Abeille Asset Management décline toute responsabilité quant à d'éventuels dommages ou pertes résultant de l'utilisation en tout ou partie des éléments y figurant. Avant d'investir dans un OPC, il est fortement conseillé à tout investisseur, de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations fournies dans cette communication publicitaire, à l'analyse de sa situation personnelle ainsi qu'à l'analyse des avantages et des risques afin de déterminer le montant qu'il est raisonnable d'investir.

FA22/0234/03052023