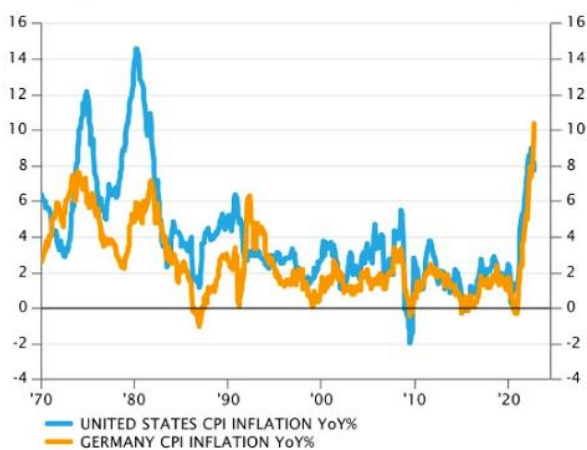


## 2023 : Back to the Future ?

L'année 2022 aura exhumé des risques que nous n'avions pas connus de longue date : inflation explosive, politique monétaire ultra restrictive, recorrélation des classes d'actifs, sans oublier la résurgence dramatique d'une guerre aux portes de l'Europe...

En dehors du risque géopolitique - imprévisible par nature et que nous nous abstenons donc de commenter - il faut remonter aux années 1980 pour constater des mouvements de la même ampleur concernant les risques économiques évoqués ci-dessus. L'inflation s'affiche ainsi sur des niveaux jamais touchés au cours des 3 dernières décennies :

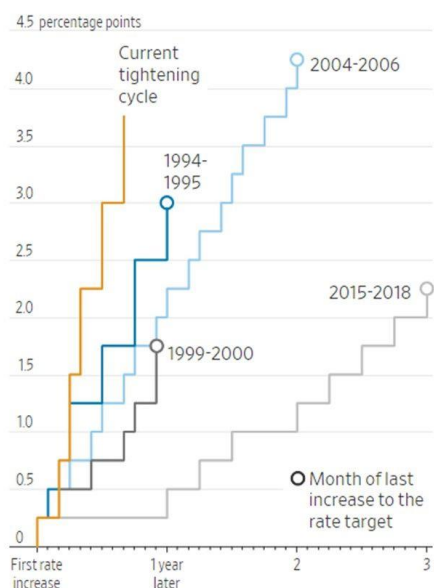
Inflation rate in the United States and in Germany since 1970



Source: Banque Syz, Factset

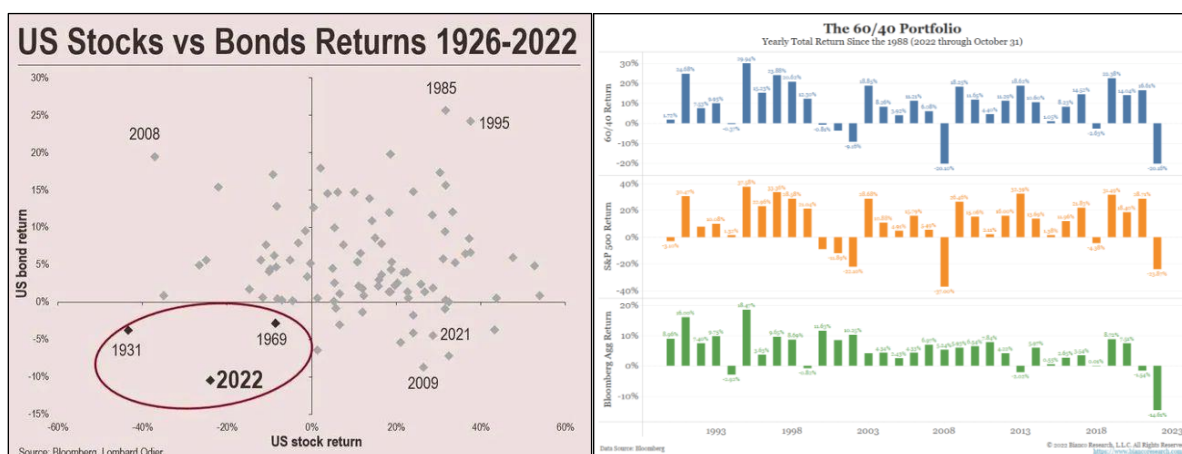
Les banquiers centraux - longtemps complaisants durant l'année 2021 - ont finalement appuyé lourdement sur le frein en menant le durcissement monétaire le plus sévère depuis les années Volcker (Président de la Fed de 1979 à 1987) :

Cumulative increases to the federal funds rate target during recent tightening cycles



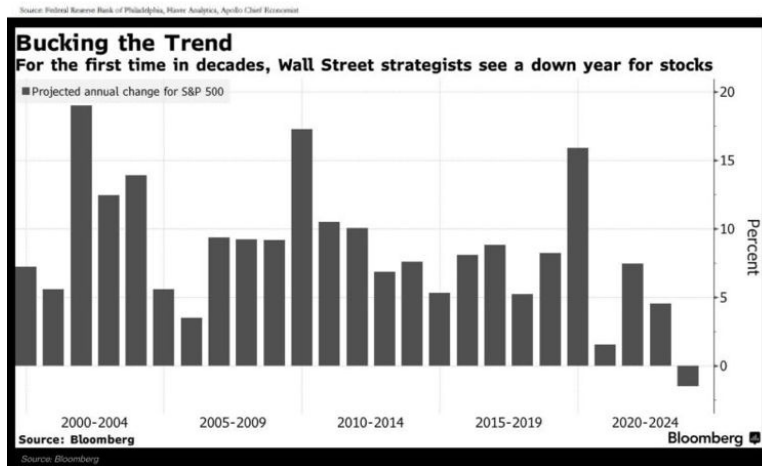
Source: Federal Reserve

Cela a conduit l'ensemble des actifs, des plus classiques (actions comme obligations) aux plus exotiques (cryptomonnaies comme NFTs), à corriger massivement, laissant peu de refuges potentiels aux investisseurs. Un portefeuille 60/40 traditionnel affiche ainsi une des pires performances calendaires de l'histoire :



Cette potion amère a généré un consensus baissier rarement observé par le passé : que ce soit en termes de perspectives économiques (anticipations de récession économique) que financières (perspectives à venir sur les marchés), les investisseurs broient du noir comme jamais !

### The Most Anticipated Recession. Ever.



Cela se traduit par un positionnement des investisseurs très prudent. Les allocataires sont aussi sous-investis en actions qu'en 2008-2009.

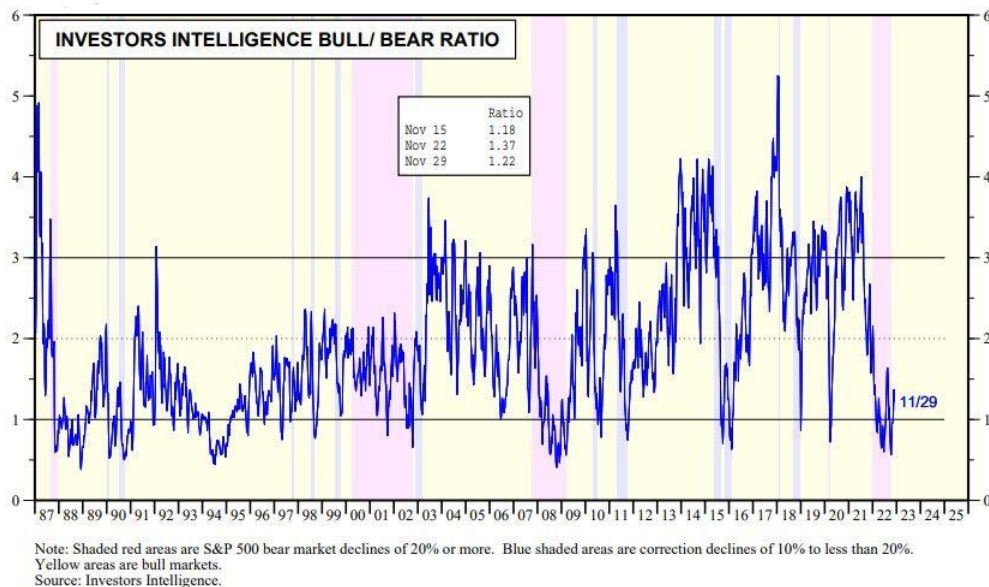


Chart 6: Net percentage Asset Allocator say they are underweight equities  
Net% of FMS investors overweight equities



Source: BofA

**Qu’attendre désormais pour 2023 ? Après des mois d’octobre-novembre ayant connu un vif rebond, est-il encore temps d’être contrarian et d’investir sur les marchés actions ?**

Afin d’essayer de répondre à ces questions, revenons sur les éléments évoqués en préambule.

- **Quid de l’inflation ?**

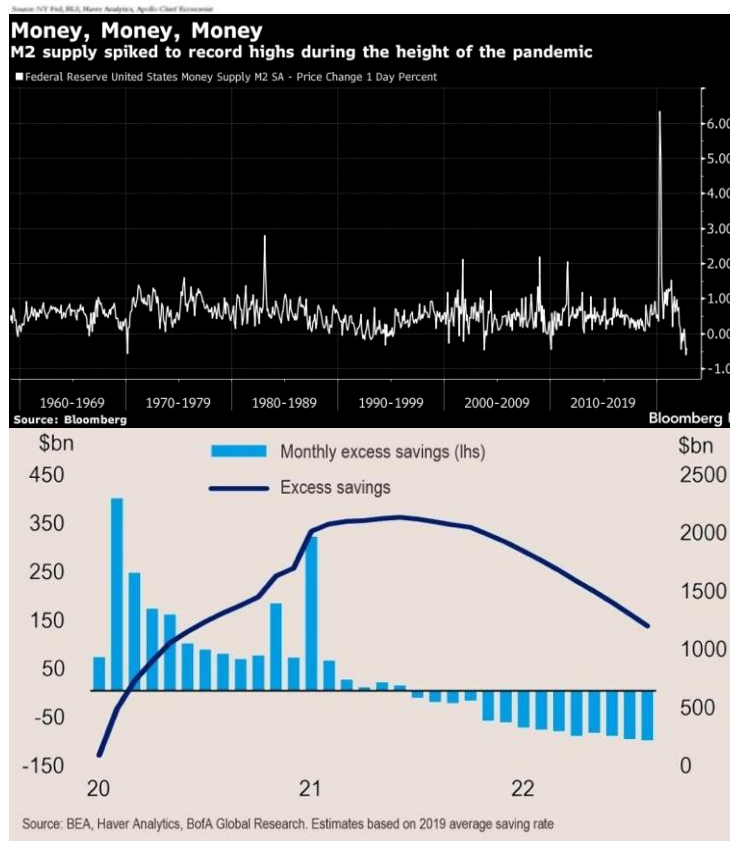
La poussée inflationniste que nous vivons actuellement est globalement à la racine des développements évoqués ci-dessus. Mais quels sont les éléments eux-mêmes à l’origine de ce phénomène que nous n’avions pas expérimenté depuis les années 80 ?

Pour résumer, quatre grands facteurs se sont additionnés pour engendrer la hausse de prix actuelle : les politiques monétaires accommodantes, les stimuli budgétaires, la rupture des chaînes d’approvisionnement et la guerre en Ukraine.

Sur ces quatre éléments, trois ont été des conséquences directes de la pandémie de 2020. Ainsi, la mise à l’arrêt ou au ralenti des sites de production et des principaux canaux de transport a généré un choc négatif sur l’offre. A l’inverse, les liquidités injectées conjointement par les banques centrales et les gouvernements pour éviter la crise ont conduit les ménages à thésauriser massivement pendant les phases de confinement, créant ainsi les conditions d’un choc positif de demande à la réouverture des économies. Ces deux effets sont entrés en collision pour créer une onde inflationniste pareille à aucune autre. Mais cette dernière est-elle durable du fait de la nature ponctuelle de ses déclencheurs ?

En effet, hormis le climat géopolitique difficilement prévisible, les trois facteurs liés à la crise sanitaire sont en train de se normaliser : les chaînes d’approvisionnements ont été remises en marche, les soutiens monétaires et budgétaires ont clairement été coupés et l’excédent d’épargne a partiellement été absorbé...

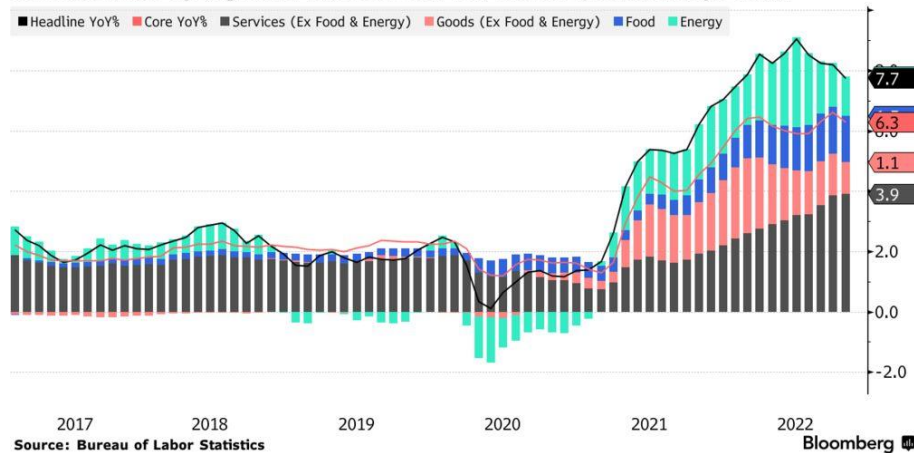
### Supply chains normalizing, putting downward pressure on inflation



Au-delà de ces facteurs explicatifs, si l'on s'intéresse aux composantes des statistiques de hausse de prix, nous pouvons observer qu'au récent pic, plus de 30% de l'inflation embarquée était liée à l'énergie et aux denrées alimentaires.

### Breakdown of CPI

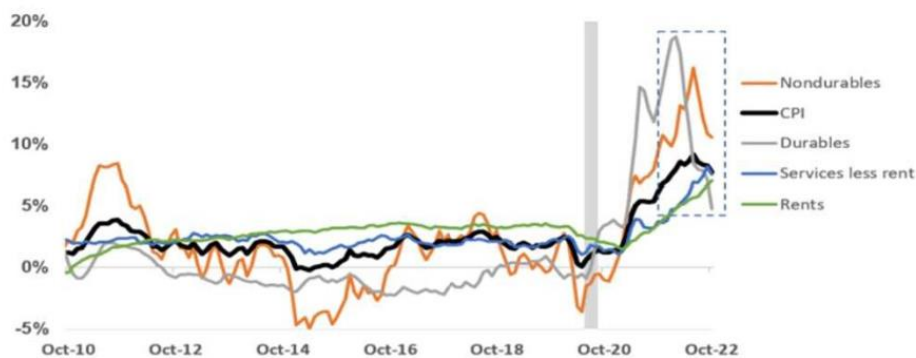
Services make up a greater share of CPI but overall measure steps down



Or ces derniers ont commencé à refluer et l'effet de base devrait continuer à induire une baisse mécanique des chiffres affichés dans les mois à venir (le prix du baril de pétrole par exemple, est désormais à l'étal sur un an glissant et s'il se stabilise sur ces niveaux, pourrait même devenir une composante 'déflationniste' au sein de la statistique).

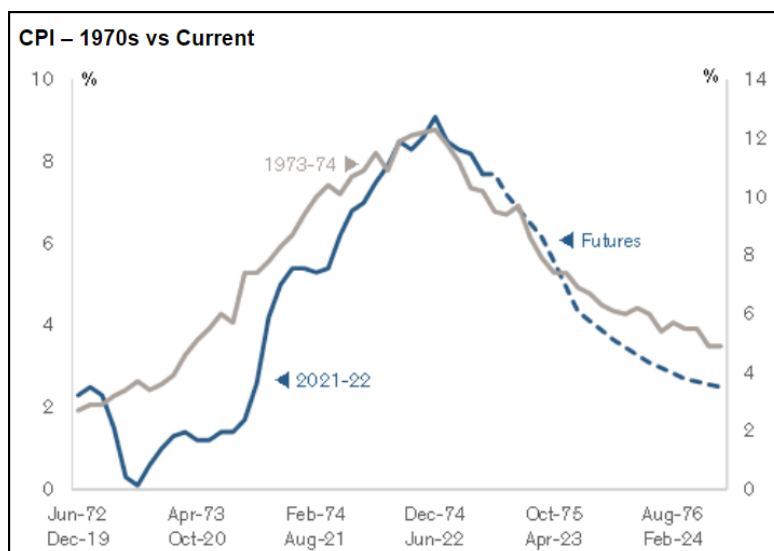
La variation des prix des biens a également commencé à se tasser et les services, dernier élément à avoir dérapé à la hausse, pourraient fermer la marche de cette normalisation...

Chart 11: Goods prices lead the CPI YOY easing, services should follow soon



Source: LPL Research

Une inflation qui viendrait atterrir courant 2023 sur des niveaux de 3-4% semble ainsi envisageable. Certes un seuil encore supérieur à l'objectif de long terme des banques centrales, mais loin de justifier un mouvement de stress massif sur les anticipations de marchés.



### INFLATION SOUS-JACENTE AMÉRICAINE



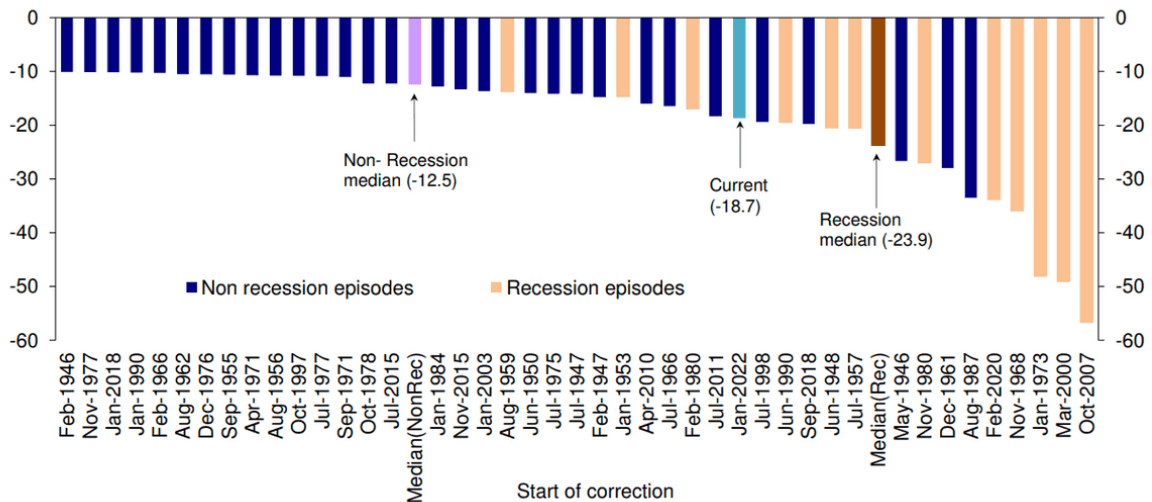
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Si ce scénario de normalisation se concrétise, nous pourrions donc être proche de la fin du cycle de resserrement monétaire. Ce durcissement de la politique des banquiers centraux étant clairement à l'origine de la très grande prudence des investisseurs, une inflexion pourrait entraîner un soulagement. Les récents mouvements de marchés vont dans ce sens...

- **Quid des fondamentaux microéconomiques ?**

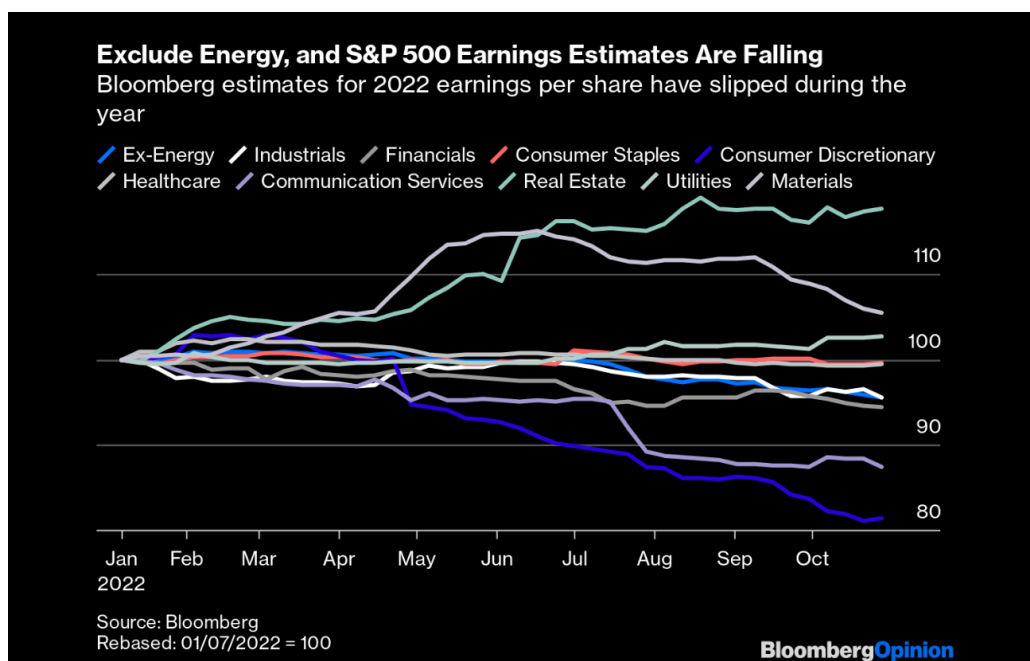
L'année 2022 aura plus été animée par les anticipations macroéconomiques que par les fondamentaux microéconomiques. Comme évoqué plus haut, la récession (toujours à venir) est la plus anticipée historiquement et cela s'est clairement reflétée dans les marchés qui – au plus fort de la baisse - ont corrigé en conséquence. N'oublions pas néanmoins, pour paraphraser Paul Samuelson (prix Nobel d'économie 1970), que *'les marchés ont prédit 9 des 5 dernières récessions'*...

Figure 1: Size of S&P 500 10%+ corrections (%) (Post-war episodes)



Source : Shiller data, Haver, Deutsche Bank Asset Allocation, Deutsche Bank

Le resserrement monétaire aura certainement des conséquences sur la croissance économique et sur les résultats d'entreprises. Ces derniers ont toutefois fait preuve d'une solide résistance tout au long de l'année alors que beaucoup prédisaient une forte dégradation justifiant le repli des indices... Le consensus a tout de même revu ses attentes à la baisse aussi bien pour 2022 que 2023. Ainsi, alors que nous étions en phase de reprise économique marquée, une quasi-stabilité des résultats - hors énergie - pour la période 2022-2023 est désormais quasiment intégrée :



- **Comment cela se traduit-il en termes de valorisations ?**

Les indices ont donc fortement corrigé alors que les résultats anticipés restent stables. Cela a conduit à une contraction des multiples de valorisations, plus ou moins marquée en fonction

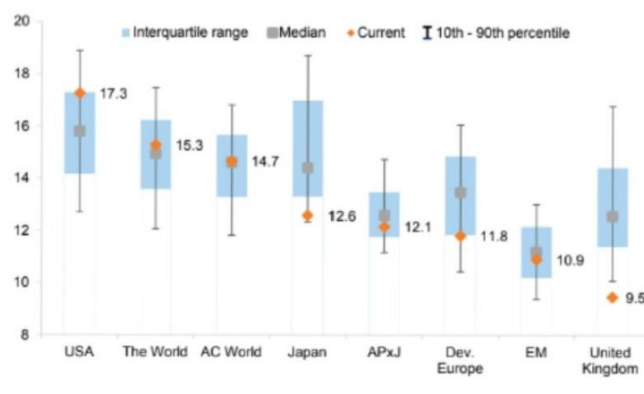




des typologies de valeurs (les titres de Croissance, plus chers, ayant corrigé davantage que leurs homologues Value). Nous avons donc assisté à une certaine normalisation des marchés actions.



**Exhibit 54: Valuation ranges (MSCI Regions) over a 20-year timeline**  
12m fwd P/E multiple



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Dans la plupart des zones géographiques, les valorisations des marchés actions se situent désormais sous leurs moyennes historiques, intégrant déjà de potentielles mauvaises nouvelles telles qu'une éventuelle baisse des résultats.

- **Quel positionnement adopter pour 2023 ?**

Pour conclure, si nous avons été peu diserts en 2022 du fait de la faible visibilité accentuée par des facteurs géopolitiques, l'environnement actuel permet d'être plus constructifs. Dans un contexte où les intervenants affichent encore une forte défiance, détiennent des positions cash ainsi que des couvertures importantes, nous pensons que les replis de marchés devraient désormais être mis à profit par les investisseurs de long terme.

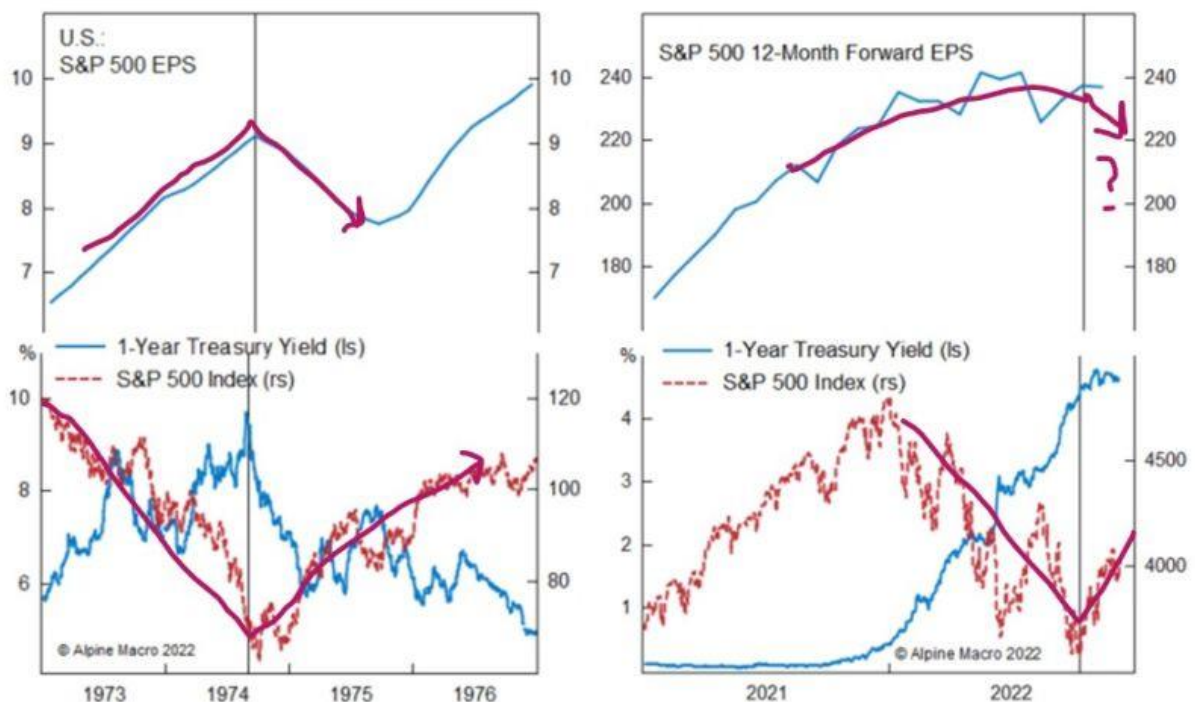
En effet, un certain nombre d'éléments ayant pesé vont se résorber graduellement et si des incertitudes demeurent présentes (ampleur du ralentissement économique ; impact sur les résultats d'entreprises...), ces dernières sont certainement d'ores et déjà anticipées pour partie par les marchés.

A l'heure où nous écrivons ces lignes, Chen Zao, stratège de Alpine Macro (et ex BCA Research) - société de recherche indépendante - vient de publier une analyse. Il compare la situation actuelle à celle du milieu des années 70. Nous nous permettons de porter à votre connaissance son constat : *"The bearish narrative for U.S. equities has kept shifting. A few months ago, it was high and stubborn inflation (and thus a much more aggressive Fed). Today, it is fear of recession next year that will crimp corporate earnings. Either way, bears would say that common stocks are not worth buying.*

*Really? this Alpine Macro chart shows that in 1974, U.S. equities bottomed precisely when both interest rates and EPS peaked out, and this was followed by a sustained recovery in prices even though corporate earnings were falling into a recession.*

*Why so? When interest rates start to fall, investors tend to look beyond the immediate valley in earnings and to discount a better economy ahead. Will the 1974 experience be repeated in 2023 ?*

*Most investors we have recently polled said No, but I will say Yes."*



**Et si l'histoire se répétait ?**

Auquel cas, après une incursion dans l'environnement économique des années 70-80, nous reviendrions à un univers plus en ligne avec les années 2000-2010...

**2023 : *Back to the Future* ?**