

JANVIER 2023

Editorial

Nous achevons enfin cette difficile année 2022 qui restera dans les mémoires une des rares années où les actions et les obligations d'état ont connu un recul à deux chiffres. Si l'on observe l'histoire boursière depuis un siècle sous l'angle américain, il n'y a eu que cinq années au cours desquelles l'indice S&P500 et les US Treasuries à 10 ans ont baissé simultanément (1931, 1941, 1969, 2018 et 2022). Mais 2022 est la seule année depuis cent ans où cette baisse conjointe a été supérieure à 10%. Et la purge a été sévère sur certains secteurs, comme celui des technologiques par exemple. Ainsi, si le S&P500 a baissé de -19.44% cette année, le Nasdaq100 a dévissé pour sa part de -32.97% ! Les bourses émergentes n'auront pas été en reste avec un recul de -22.37% pour le MSCI Emerging Markets. Seule l'Europe aura tiré son épingle du jeu avec une baisse de « seulement » 11.74%. L'indice obligataire mondial Bloomberg Global Aggregate Total Return aura baissé pour sa part de -16.25% du fait de la hausse des taux longs sur fond de poussée inflationniste.

L'invasion de l'Ukraine aura sans nul doute été l'évènement le plus marquant de cette année 2022. Alors que, d'après le renseignement américain, une incursion russe était possible il y a de cela un an, la décision de Vladimir Poutine de mener des opérations de large amplitude bien au-delà de la région séparatiste du Donbass a saisi d'effroi le monde entier. En réponse à cela, les



Immeuble résidentiel dans la banlieue de Kiev après une attaque de rockets le 24 février 2022 (Credit Image: © State Emergency Service Of Ukraine/Planet Pix via ZUMA Press Wire)

sanctions économiques imposées par l'Occident sont intervenues à un moment où l'offre de matières premières était souvent insuffisante pour répondre à la vigoureuse demande mondiale post-covid. Or la Russie est un producteur et exportateur important d'un grand nombre de ces matières premières, qu'il s'agisse du gaz naturel, du pétrole, de métaux industriels ou encore de certaines matières premières agricoles. L'économie mondiale a ainsi dû faire face à un choc d'approvisionnement sur plusieurs *commodities*, avec une double con-

séquence : baisse de la croissance et hausse de l'inflation. Plus largement, un nouvel équilibre mondial est en train de se mettre en place. Il faut bien se rendre compte que si l'Europe, les Etats-Unis ou encore l'Australie ont fait preuve de solidarité concernant ces sanctions, plus de 80% de la population mondiale ne les appliquent pas. Et force est de constater que les relations entre la Russie, la Chine ou l'Inde en sont plutôt sorties renforcées.

L'inflation, qui était déjà en train de redémarrer dans les pays de l'OCDE dans un contexte de reprise de l'économie mondiale post pandémie, a surpris à la hausse tout au long de l'année 2022. Ainsi, en Europe, l'inflation sur 12 mois glissants a atteint 11.5%, son niveau le plus élevé depuis que la statistique existe, soit 1963. Idem aux Etats-Unis qui ont connu en septembre dernier un pic à 9.1% par rapport à l'année précédente, suite à la hausse des prix des denrées alimentaires, de l'essence et du logement, dans un contexte persistant de tensions salariales.

Dès lors, la Réserve Fédérale américaine n'avait d'autre choix que de relever ses taux d'intérêts pour la première fois depuis 2018. L'appréciation de la situation sur le front de la hausse des prix a également évolué par rapport à une position initiale où les responsables de la Fed qualifiaient les pressions inflationnistes de transitoires. Les autorités monétaires américaines auront ainsi relevé à sept reprises le taux des Fed Funds, passant de 0.25% en mars 2022 à 4.50% aujourd'hui. Quant à la taille du bilan de l'institution, elle a été réduite d'un demi-trillion de dollars. La fin de l'argent facile en somme. Les taux d'intérêts à 10 ans ont violemment réagi en conséquence, passant de 1% début 2022 à quasiment 4% fin décembre. Cette normalisation à marche forcée n'aura pas été sans conséquence sur les marchés actions, en particulier sur les valeurs typées « croissance », à P/E élevés et en particulier sur les technologiques avec parfois des reculs flirtant avec les -50% sur Amazon ou Intel par exemple.

Dans ce contexte toujours très incertain, à quoi faut-il s'attendre pour 2023 ?

La bonne nouvelle est qu'un certain nombre de facteurs qui ont lourdement pesé à la baisse en 2022 vont ou commencent à s'estomper.

Ainsi, avec le fort ralentissement économique en cours aux Etats-Unis, voire la récession qui s'installe en Europe, il est probable que l'on ait passé le pic d'inflation et que les banques centrales aient parcouru la plus grande partie du chemin de la hausse des taux courts. Certains observateurs

	Q4 2022	FY 2022	Close 31/12/22
DOW JONES	15.39%	-8.78%	33 147.25
S&P 500	7.08%	-19.44%	3 839.50
NASDAQ 100	-0.29%	-32.97%	10 939.76
EUROST.50	14.33%	-11.74%	3 793.62
CAC 40	12.35%	-9.50%	6 473.76
FTSE MIB	14.81%	-13.31%	23 706.96
MSCI EM	9.20%	-22.37%	956.38
CRUDE OIL	0.97%	6.71%	80.26
GOLD	9.84%	-0.28%	1 824.02
EUR/USD			1.0705
EUR/CHF			0.9896
EUR/GBP			0.88534
EURIBOR 1M			1.884%

pensent même que la Federal Reserve pourrait recommencer à baisser ses taux fin 2023. D'autant que depuis quelques mois, les prix énergétiques ont entamé leur reflux. Ainsi, le prix du contrat 1 mois sur le gaz en Europe est-il passé de 311 le 25 août dernier à 74 au 30 décembre. De même, le baril de brut est passé de 122\$ le 8 juin à 80.49\$ à la fin de l'année.

Pour ce qui est des taux longs, même remarque. Le plus gros de la hausse des rendements longs est sans doute derrière nous. Le passage de 1.50% début 2022 à 4.30% le 21 octobre dernier intègre déjà pas mal de choses d'un point de vue inflation. D'ailleurs, depuis cette date, les taux longs américains ont repris une trajectoire baissière, évoluant autour des 3.70% au moment où nous écrivons ces lignes. Conséquence immédiate de cela, un marché obligataire, qui après une année 2022 catastrophique, pourrait cesser d'être un fardeau pour les portefeuilles diversifiés, voire même redevenir une source de performance par le double effet de la stabilisation voire de la baisse des taux longs et de la réduction des spreads de crédits. De plus, corollaire intéressant pour les marchés actions, des taux actuariels qui cessent de monter constituent un facteur négatif de moins pour les bourses, spécialement sur les secteurs chers en termes de P/E comme les technologiques qui pourraient faire leur grand retour après la débâcle de 2022.

Autre source de bonnes surprises potentielles : la Chine. Après une politique zéro-covid qui a eu un effet désastreux sur l'activité, engendré des perturbations importantes au niveau des chaînes d'approvisionnement et déclenché une importante vague de protestation, on assiste aujourd'hui à la fin progressive des restrictions. Si Pékin poursuit dans cette voie, la croissance chinoise pourrait surprendre à la hausse surtout si les autorités chinoises redeviennent un peu plus pro-business au niveau de certaines réglementations



comme celles touchant aux secteurs de l'éducation, des jeux ou de la technologie au sens large. La bourse chinoise, après 2 ans de chute marquée, pourrait dès lors redevenir un vecteur de performance pour les portefeuilles.

Autre facteur de soutien important, la transition énergétique que le conflit actuel rend plus que jamais inéluctable, spécialement sur le volet indépendance. Des milliards d'argent public vont être déversés dans de nouveaux écosystèmes, dans de nouvelles chaînes de valeur et cela va créer de la croissance. Il nous faut néanmoins faire la distinction entre la lourdeur européenne où l'argent arrive au compte-goutte dans les entreprises par rapport au plan Biden (Inflation Reduction Act), très pragmatique et conséquent dans ses enveloppes. Ainsi, l'IRA prévoit 430 millions de dollars d'investissements dont 370 milliards dédiés à la réduction de 40% des émissions de gaz à effet de serre d'ici à 2030, soit le plus important effort jamais consenti par les Etats-Unis dans ce domaine. Ces investissements prendront la forme de réduction d'impôts pour les entreprises qui investissent dans les énergies propres, ainsi que d'importantes subventions pour les véhicules électriques, les batteries et les projets d'énergies renouvelables dès lors que ces produits seront fabriqués aux Etats-Unis. Parmi ces mesures, une prime de 7500 dollars accordée aux ménages pour l'achat d'un véhicule électrique made in USA (ce qui déplaît d'ailleurs fortement aux Européens qui menacent d'aller devant l'OMC pour en débattre), une autre en faveur des fabricants d'éoliennes et panneaux solaires utilisant de l'acier américain ou encore une baisse d'impôts pour aider les entreprises à réaliser leur transition énergétique. Bref, du concret, générateur d'un cycle vertueux de croissance sur bon nombre de nouveaux segments qui pourrait en partie atténuer les effets négatifs du ralentissement économique en cours outre-Atlantique. Quoiqu'il en soit, et c'est également un facteur positif pour 2023, il convient de se rappeler qu'historiquement, les marchés boursiers haussiers naissent toujours inmanquablement dans les périodes de récession.

Il demeure néanmoins un certain nombre de facteurs de risque à ce scénario que 2PM s'efforcera de monitorer de près : (suite de l'édito en page 4)

Grand Angle

India: The next China ?

Le marché actions indien a enregistré une des meilleures performances en Asie cette année en arrivant à attirer des capitaux étrangers, à l'inverse de la Chine qui a perdu beaucoup d'investisseurs principalement à cause de l'arrêt forcé de son économie et des mesures anti-Covid. La Bourse indienne a même atteint son record avec une hausse supérieure à 8% à fin novembre pour terminer l'année à +4% alors que tous les grands indices boursiers terminaient dans le rouge. Le pays bénéficie de nouveaux contrats notamment en provenance de fabricants dans le domaine de la tech qui commencent à rediriger leurs investissements de la Chine vers l'Inde ou en tout cas étudient les possibilités de diversification de leur production en dehors de Chine : une importante occasion pour l'Inde de capturer de nouvelles parts de marché. Globalement, nous avons pu observer un retour d'attractivité des marchés émergents au cours des dernières semaines, les actions indiennes étant un bénéficiaire clé. La Chine ne semble plus être le seul moteur de la croissance asiatique alors que l'Inde prend le relais et démontre une véritable résilience dans un contexte de ralentissement de l'économie mondiale.

La croissance indienne, estimée à 7% en 2022, aura été de 2x supérieure à celle de la Chine et ses perspectives de développement sont très positives. Le pays est caractérisé par un cadre politique stable, une démographie favorable avec une population bientôt supérieure à celle de la Chine dont une « réserve » de plus de 300 millions de consommateurs jeunes, pour la plupart instruits et solvables. Ceci permettra à l'offre de main d'œuvre de s'accroître, facteur clé de la croissance économique. Cependant, le pays doit faire face à des défis sur les aspects sociaux et de gouvernance : une large majorité de la population ne profite pas de cette croissance, très inégalement répartie, à cause des inégalités entre les différentes castes.

En outre, boursièrement, même si l'appétit pour le risque ne cessera d'augmenter, il sera plus difficile pour les valorisations actuellement plutôt élevées des actions indiennes de surperformer davantage d'autres marchés émergents maintenant survendus et sous-évalués. Ces valorisations élevées s'expliquent par un niveau historiquement bas des bénéfices des entreprises, qui, elles, devront montrer leur résilience et délivrer une croissance régulière au cours des prochaines exercices. Leur position financière est aujourd'hui bien plus solide qu'il y a quelques années grâce au cycle de désendettement initié en 2015.

L'investissement privé a déçu sur la dernière décennie mais le taux d'utilisation industrielle est en train de monter et l'accélération de la croissance des crédits suggère que le cycle d'investissement est sur le point de tourner. La State Bank of India a récemment revu à la hausse ses prévisions de croissance du crédit en annonçant une relance des investissements. Après de nombreuses fusions et une longue campagne visant à nettoyer leurs registres de prêts, les banques publiques n'ont jamais été aussi saines et aussi bien positionnées pour satisfaire les demandes de financement en soutien à cette reprise des investisse-

ments. De gros acteurs privés enregistrent également une forte croissance du crédit. La demande de capital pour financer des nouveaux investissements est particulièrement robuste parmi les secteurs des infrastructures lourdes mais aussi numériques et dans le secteur des énergies renouvelables.

Sur ce thème, l'Inde peut devenir une alternative crédible à la Chine aussi par rapport à la production d'énergie verte. Au meeting du G20 à Bali le novembre dernier, le premier ministre Narendra Modi a promis que l'Inde générerait la moitié de son électricité à travers des sources renouvelables d'ici 2030, un premier pas vers son objectif de long terme de zéro émission nette de carbone d'ici 2070.

La transition énergétique de l'Inde dépend fortement d'une seule source d'énergie renouvelable : le soleil. Et dans ce sens l'Inde essaie de répliquer les efforts de la Chine quant à l'augmentation de ses installations solaires. Le gouvernement, dans le cadre du vaste plan de relance « Make In India » visant à stimuler la production manufacturière intérieure et par conséquent les exportations, encourage le développement d'une industrie domestique de panneaux solaires qui soit compétitive pour favoriser l'indépendance énergétique du pays. Actuellement la plupart des parcs solaires indiens achète les panneaux à la Chine, qui domine pour le moment le processus manufacturier. A travers sa campagne, le gouvernement indien aide à augmenter la capacité de fabrication, en permettant aux sociétés nationales de capturer des parts de marché.

Du côté de l'inflation, l'Inde a été moins impactée par l'explosion des cours de l'énergie, notamment parce qu'elle a pris le parti de ne pas sanctionner la Russie à la suite du conflit en Ukraine et au contraire est devenue un de ses principaux partenaires commerciaux avec des importations de pétrole de l'ordre de 1 million barils / jour. L'inflation a grimpé au premier semestre jusqu'à presque 8%, pour se stabiliser et montrer les premiers signaux de ralentissement (5.9% en décembre) grâce à la récente baisse des prix des matières premières. Les messages de la part de la Reserve Bank of India quant à la durée de son resserrement monétaire restent tout de même mitigés ce qui va maintenir les rendements obligataires plutôt volatiles.

En résumé, alors que nous avons assisté à quelques faux départs pendant la dernière décennie, aujourd'hui les éléments semblent réunis pour un cycle de croissance durable en Inde. Le pays, première démocratie au monde, selon les prévisions la troisième plus grande économie mondiale dès 2027, largement sous représentée dans les indices boursiers émergents (seulement 11% alors qu'en termes de PIB elle pèse pour 45%), constitue sous plusieurs points de vue une alternative d'investissement très attractive pour ceux qui ciblent un géant émergent à fort potentiel.

Costanza Corneri



Macroéconomie

Inflation: le pic est derrière nous ?

Etats-Unis:

- Le taux d'inflation poursuit son recul sur les derniers mois de l'année ; -2% par rapport au pic de juin à +7.1%. Hors effets cycliques, les prix semblent se stabiliser autour de 6%.
- Le recul des prix de l'énergie depuis plusieurs mois est une bonne nouvelle, notamment le prix du gaz, qui retrouve ses niveaux de début d'année. Cela devrait redonner du pouvoir d'achat et de la confiance aux ménages.
- Les indicateurs du secteur immobilier sont à des niveaux bas, c'est le secteur qui historiquement souffre le plus d'une hausse des taux d'intérêt.
- Le marché du travail reste toujours assez dynamique ; le manque structurel de main d'œuvre dans certains secteurs pourrait compenser en partie les licenciements à venir.
- La baisse de l'indicateur de l'activité manufacturière à 48.4 et celle surprise de l'activité des services à 49.6 (avec peut-être un impact dû aux intempéries de décembre), témoignent de l'efficacité de la politique monétaire de la Réserve Fédérale.

Zone Euro:

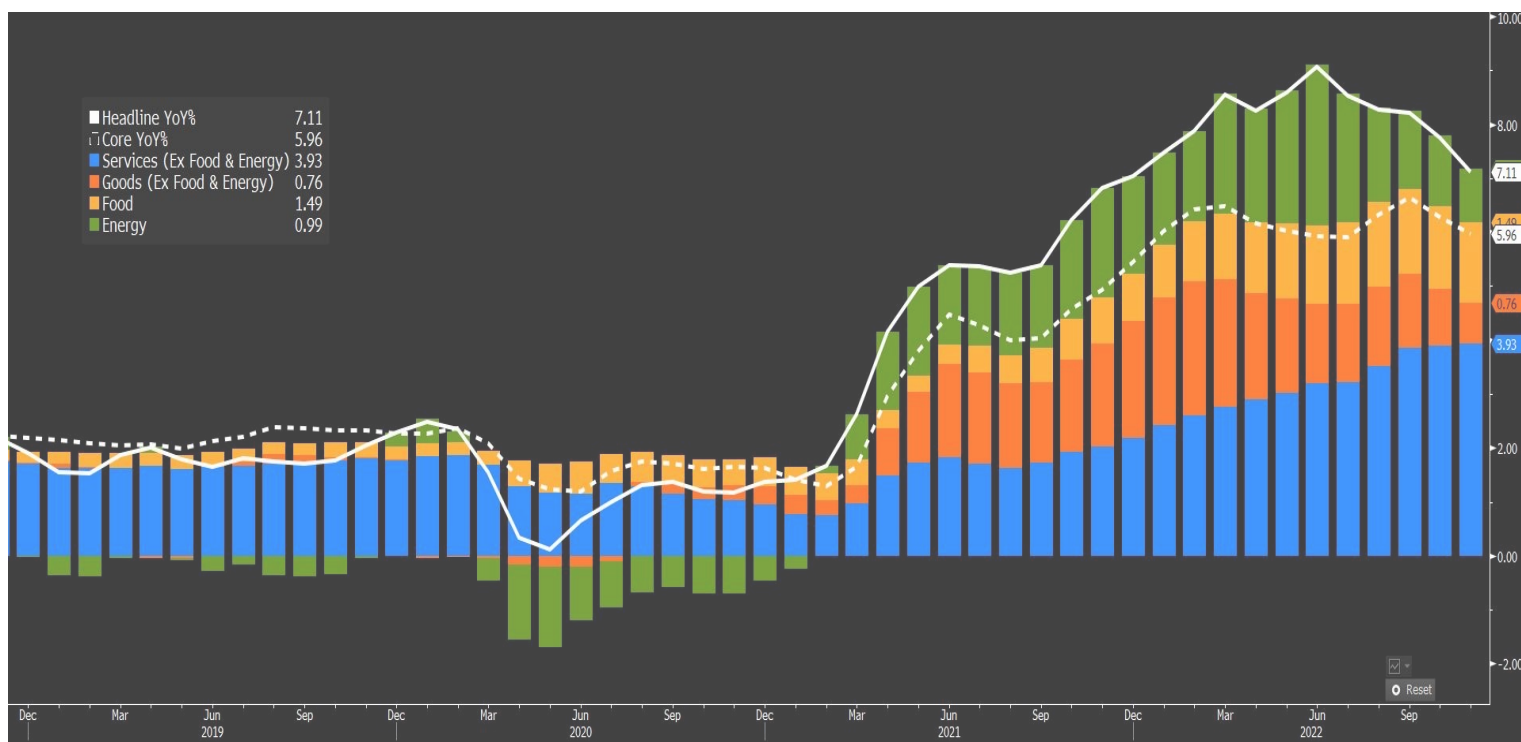
- En 2022, l'impact de la crise énergétique est responsable de plus de la moitié de la hausse des prix.
- Une bonne nouvelle cependant en cette fin d'année, avec la désinflation qui semble s'amorcer ; la progression des prix en Allemagne ressort en décembre à +8.6% et en France à +6.7%, à respectivement -2% et -0.4% des plus hauts.
- Ce qui donne pour la Zone Euro une inflation qui a atteint les +10.6% en octobre, avant de refluer à +10% le mois suivant et +9.2% en décembre.
- Les PMI des secteurs manufacturiers et des services (respectivement 47.8 et 49.8) attestent d'une récession en cours. Les résultats trimestriels et les attentes des entreprises pour 2023 nous permettront mieux d'en apprécier l'ampleur.

Chine:

- L'environnement macroéconomique chinois est différent avec une politique monétaire expansionniste au soutien de l'activité.
- 2022 aura été une nouvelle année COVID avec bon nombre de restrictions et confinements qui ont fortement perturbé l'économie.
- A l'issue du XXème congrès du parti communiste, les autorités ont décidé d'aider de façon plus importante le secteur immobilier et, sous la pression de la rue, ont abandonné la politique zéro covid.
- Les prochaines semaines pourraient être chaotiques mais la croissance devrait rebondir en 2023 et être plus forte que celle des pays du G7.

Damien Liegeois

Evolution de l'indice US CPI YoY (*) depuis 2019



(*) Cet indice représente les changements de prix de tous les biens et services achetés par les ménages américains urbains



Special Topic

La Chine post congrès: Resserrement du pouvoir et pragmatisme

Même si on le sentait venir, à l'issue du 20ème congrès du parti communiste chinois Xi Jinping a tout de même surpris tant il a resserré son emprise sur le pays. Son nom est désormais inscrit dans la constitution, il va effectuer un 3ème terme (il a ainsi mis de côté la règle non écrite de s'arrêter à deux avec un âge limite à 68 ans), et le nouveau bureau politique n'est composé que de loyaux et alliés proches.

Ce n'était plus une élection au sein du parti mais une véritable nomination ; Xi Jinping concentre désormais tous les pouvoirs. Du jamais vu depuis bien longtemps pour un dirigeant chinois.

Au lendemain de ces annonces, les marchés financiers ont assez mal pris les conclusions du congrès en voyant d'un mauvais œil cette concentration de pouvoir, qui plus est, sans annonces économiques majeures notamment sur la réouverture de l'économie.

La première bonne surprise est venue assez vite mi-novembre avec la rencontre entre le président chinois et son homologue américain. A l'occasion du sommet du G20, les deux leaders, ayant consolidé leurs pouvoirs respectifs, ont eu un long

entretien de 3h30 visant à réduire les risques de malentendus et de mauvaises communications sur les sujets sensibles. L'idée était de faire redescendre la pression avec l'acceptation des



différences et des lignes rouges mutuelles, notamment sur le dossier taiwanais. Les deux puissances ont surtout convenu d'éviter que la concurrence ne devienne confrontation. Le chemin est encore long mais la volonté mutuelle est plutôt à la désescalade.

Sur le plan économique, les autorités chinoises ont également fait preuve de pragmatisme et de rapidité d'action. Les manifestations populaires, qui ont éclaté dans plusieurs endroits contre les restrictions COVID, ont conduit dans la précipitation, le président chinois à abandonner sa politique zéro covid et à accélérer la réouverture de l'économie. Le « vivre avec le covid » est désormais la règle, ce qui conduit à une explosion des cas (et des décès), à une vaccination massive de la population plus âgée et fragile mais permettra un rebond puissant de la consommation.

Autre épine dans le pied des dirigeants chinois, le secteur immobilier, désormais « guéri » de ses excès il va être soutenu par un plan de relance notamment pour les promoteurs: aide au remboursement des dettes, nouveaux prêts bancaires, possibilité de faire des augmentations de capital, garanties gouvernementales... 16 annonces très précises afin de redonner confiance à la population sur l'investissement immobilier.

Ainsi, après un accueil assez froid des marchés sur les changements politiques, les investisseurs ont salué ces preuves de pragmatisme à l'égard des deux principaux freins à l'économie chinoise, ce qui nous laisse à penser que l'année du Lapin pourrait être meilleure que celle du Tigre.

Damien Liegeois

(suite de l'édito)

> En premier lieu, l'inflation. S'il est probable que l'on ait passé le pic comme déjà évoqué, il n'en reste pas moins une incertitude liée au chiffre final. Le ralentissement sera-t-il tel que nous allons rapidement revoir 2-3% d'inflation ? Auquel cas la Réserve Fédérale entamera de nouveau un cycle de baisse des taux, ce qui plaira aux marchés actions. Ou devons-nous au contraire nous attendre à la persistance de prix élevés, avec une inflation restant autour des 4-5% en glissement annuel ? Dans ce cas, le risque est clairement que la Fed, ne voulant pas retomber dans le spectre de l'inflation incontrôlée des années 70, retarde plus que prévu son desserrement monétaire, voire même commette l'erreur de rester restrictive trop longtemps. Ceci serait de toute évidence mal perçu par les marchés actions et pourrait donner lieu à des reculs boursiers substantiels.

> Autre point à surveiller, le risque immobilier dans certains pays. Le resserrement monétaire frappe en effet de manière plus forte les segments les plus sensibles aux taux d'intérêts. Les pays comme la Suède ayant un pourcentage élevé de prêts hypothécaires à taux variables pourraient connaître un recul important des prix des logements, ce qui pourrait s'avérer problématique en cas de magnitude trop importante.

> En Europe, beaucoup d'artisans ou de petites PME sont proches du dépôt de bilan. Si la récession à venir était trop importante et que beaucoup mettent la clé sous la porte, la casse sociale qui s'en suivrait serait sans nul doute dommageable au pouvoir d'achat, à la confiance et par là-même à la croissance.

> Nous monitorerons également de près les publications de résultats des entreprises et leur *guidance* pour 2023. Les bénéfiques par action se sont globalement montrés résilients l'année dernière en dépit de l'incertitude mondiale. Mais la récession menaçant, les pressions sur les marges sont réelles et l'affaiblissement de la demande des consommateurs probable. Il n'est donc pas à exclure une baisse prononcée des profits, du moins dans certains secteurs. Est-ce totalement intégré par le niveau actuel des marchés actions ? Difficile à dire pour le moment.

> Enfin, nous serons particulièrement attentifs aux nouveaux développements de la crise ukrainienne. A ce stade du conflit, il semble clair que Moscou prépare une opération de grande ampleur. Et les vœux respectifs de MM Poutine et Zelensky ne laissent pas place pour le moment à un quelconque espoir d'un éventuel cessez-le-feu. Chacun parle de victoire et le camp occidental fournit des armes de plus en plus sophistiquées au gouvernement de Kiev. A quel moment le président russe considèrera que l'Europe ou les Etats-Unis sont de facto des co-belligérants ? Y-a-t-il un risque à ce jour d'extension du conflit à d'autres pays ? Ce sont évidemment des points à surveiller de très près, car potentiellement source de volatilité.

Après la débâcle de 2022, les marchés actions ne sont pas surévalués et évoluent sur leur moyenne historique de long terme. Gageons que les bonnes surprises l'emporteront sur les mauvaises.

Toute l'équipe de 2PM vous présente ses meilleurs vœux pour cette nouvelle année.

Christophe Carrafang

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 5 janvier 2023. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés.