

JUILLET 2022

Editorial

Un premier semestre extraordinairement difficile sur les marchés...

Autour de 20% de baisse pour l'Eurostoxx50, le S&P500, le MSCI Emerging Markets. Pratiquement 30% de baisse sur les valeurs technologiques du Nasdaq ! Et aucun amortisseur pour atténuer cette hécatombe sur les marchés actions. Qu'il s'agisse de l'obligataire, avec une baisse de 13.91% YTD pour l'indice Bloomberg Global Aggregate Total Return, ou du métal jaune, avec un recul de 1.20% sur les 6 premiers mois de l'année. C'est finalement le billet vert qui aura constitué le seul refuge avec une appréciation de presque 8% contre euro.

Les investisseurs ont dû faire face à beaucoup de problématiques diverses et pour la plupart imprévues : guerre russo-ukrainienne, flambée de l'inflation, resserrements monétaires vigoureux, confinements massifs en Chine, accentuant les phénomènes de disruptions déjà observés l'an dernier dans certaines chaînes de production...

Tous ces sujets commencent en ce début d'été à être bien intégrés, voire compris par les opérateurs. En début d'année, l'ampleur de la poussée inflationniste et la magnitude de la réaction des banques centrales n'étaient pas claires, tant s'en faut. Et personne ne s'attendait objectivement à ce que Vladimir Poutine lance une opération de grande ampleur sur l'Ukraine, sur ce continent européen que l'on croyait en paix pour toujours. Mais la guerre est là, avec un risque d'enlèvement qui n'est pas négligeable et des conséquences importantes sur nos approvisionnements en gaz qui vont paradoxalement obliger l'Europe à accélérer la transition énergétique qu'elle avait appelée de ses vœux ces dernières années, depuis la COP21.



Les pressions inflationnistes sont toujours importantes des deux côtés de l'Atlantique, même si l'inflation de base n'est peut-être plus très loin de son pic aux Etats-Unis. Et les marchés actions, comme obligations d'ailleurs, commencent à anticiper des trajectoires de resserrement monétaire pour le moins agressives de la part des ban-

quiers centraux. Les indicateurs de sentiments sont très survendus, signe d'une psychologie de marché devenue très (trop) pessimiste, ce qui est souvent un signal tactique de retournement de marché à plus ou moins brève échéance et les excès de valorisations, sur la bourse américaine notamment, ont été complètement gommés. Le S&P500 est passé sous sa moyenne 10 ans en termes de cherté, après le pire quarter trimestre depuis 2008 (Le S&P500 a perdu ces 3 derniers mois 16.45% et le Nasdaq 22.47% !). Les configurations techniques s'améliorent et beaucoup de valeurs de croissance ont retrouvé des niveaux de supports long terme importants.

Bien sûr, il est encore possible d'assister dans les prochaines semaines à un ultime mouvement de capitulation tel qu'observé en mars 2020 lors de l'émergence du covid ou en mars 2009 au sortir de la crise des subprimes. Mais nous nous efforçons chez 2PM de tirer des leçons à chaque correction de marché. Et parmi ces leçons, nous retenons que ce sont les périodes de panique qui peuvent offrir les meilleures opportunités pour les investisseurs avertis, qui savent conserver un horizon long terme.

Une des incertitudes importantes pour ces prochains mois concerne les perspectives de l'économie américaine. L'ampleur du resserrement monétaire mené par la Réserve Fédérale pour combattre l'inflation crée le risque d'une récession, au moins technique, i.e. deux trimestres consécutifs de croissance négative. Cette récession, si elle s'avérait profonde, pourrait engendrer une baisse encore plus importante des marchés. Mais pour l'heure, notre scénario central reste celui d'un ralentissement ou d'une récession mesurée. La situation financière des ménages, toujours assis sur plus de 2 milliards de dollars d'épargne excédentaire accumulée pendant la pandémie, est plutôt bonne aux Etats-Unis, tout comme celle des entreprises d'ailleurs et devrait protéger le pays d'un ralentissement trop sévère. L'inflation de base pourrait refluer outre-Atlantique dans le courant du second semestre, mais la question centrale est de savoir dans quelle mesure exactement. Un repli clair et substantiel des chiffres d'inflation apaiserait les craintes d'un resserrement excessif de la Fed et d'une profonde récession, mais jusqu'à ce que cela devienne plus clair, les marchés devraient probablement rester volatils. Le Consumer Price Index, hors alimentation et énergie, est peut-être en train d'atteindre son pic aux Etats-Unis. La difficulté pour la Fed est que l'inflation globale pourrait encore augmenter si les sanctions inter-

	S1 2022	Q2 2022	Close 30/06/22
DOW JONES	-15.31%	-11.25%	30 775.43
S&P 500	-20.58%	-16.45%	3 785.38
FTSE 100	-2.92%	-4.61%	7 169.28
EUROST.50	-19.62%	-11.47%	3 454.86
CAC 40	-17.20%	-11.07%	5 922.86
FTSE MIB	-22.13%	-14.90%	21 293.86
MSCI EM	-18.78%	-12.36%	1 000.67
CRUDE OIL	40.62%	5.46%	105.76
GOLD	-1.20%	-6.72%	1 807.27
EUR/USD			1.0484
EUR/CHF			1.001
EUR/GBP			0.8609
EURIBOR 1M			-0.508%

nationales sur les exportations russes de pétrole entraînaient une hausse supplémentaire des prix de l'énergie. Quoiqu'il en soit, le marché des titres à revenu fixe s'attend aujourd'hui à ce que le taux des Fed funds atteigne 3.75% d'ici mi 2023, ce qui constituerait un des épisodes de resserrement monétaire les plus rapides jamais observés.

En Europe, la situation est également compliquée pour les autorités. La guerre russo-ukrainienne ne montre pour l'heure aucun signe de résolution, les pressions sur les prix sont toujours prégnantes, la BCE est sur le point d'entamer un cycle de hausse des taux courts d'ampleur inconnue avec un risque périphérique de nouveau au centre des préoccupations, nous l'avons vu ces dernières semaines avec un important élargissement de l'écart de rendement entre les papiers d'état italiens et allemands. Mais le risque le plus important est que Vladimir Poutine réponde à l'embargo de l'Union européenne sur les exportations de pétrole russe en coupant totalement l'approvisionnement en gaz vers l'Europe. Le mois dernier, Moscou avait déjà réduit de 60% ses livraisons à travers le pipeline Nordstream 1. S'il allait au-delà, il pourrait précipiter nombre de pays, au premier rang desquels l'Allemagne, en récession. La bonne nouvelle est qu'à l'instar des Etats-Unis, toutes ces incertitudes commencent à être bien intégrées, tant d'un point de vue valorisation boursière qu'au niveau des rendements observés actuellement sur le segment high yield de l'obligataire.

Pour ce qui est de la Chine, les récents confinements liés à leur étonnant politique « zéro covid » a ralenti l'économie au cours du deuxième trimestre et a continué à perturber les chaînes d'approvisionnement, contribuant à maintenir une pression supplémentaire sur les prix. Le



risque de nouveaux confinements se poursuivra jusqu'à ce que le taux de vaccination augmente ou que la production de traitements contre le covid atteigne une masse critique. Ceci posé, des éléments plutôt positifs sont en train de se mettre en place. La banque centrale chinoise a commencé à réduire ses taux d'intérêts et le gouvernement a annoncé davantage de dépenses d'infrastructures. D'autres mesures de relances budgétaires sont prévues dans les prochaines semaines, ce qui devrait aider le marché immobilier à se stabiliser. Enfin, l'optimisme augmente de jour en jour sur le fait que les mesures de répression réglementaire sur les sociétés technologiques seraient proches de la fin. La Chine, tout comme l'ensemble des pays émergents, va demeurer une composante importante de nos portefeuilles.

En résumé, les marchés ont fait preuve d'une certaine efficacité au cours des six derniers mois. La chute des bourses mondiales aura permis de retrouver des niveaux de valorisation raisonnables qui commencent doucement à être compatibles avec l'ensemble des incertitudes que nous avons évoquées. Les niveaux observés sur les rendements du segment obligataire high yield intègrent quant à eux une récession lourde, qui n'est pas pour l'heure notre scénario central. En d'autres termes, beaucoup d'éléments négatifs commencent à être intégrés dans les niveaux de marché actuels. Bien sûr, tant que l'on n'y voit pas un peu plus clair sur le front de l'inflation, il est probable que les bourses vont encore rester volatiles quelques temps. La période estivale, avec ses volumes de transaction moindres, a souvent été le siège de soubresauts de marché, parfois importants, à la hausse comme à la baisse. Mais nous restons attentifs et comme à notre habitude, en bons investisseurs long terme, nous nous efforçons d'être contrariants à bon escient et de profiter d'un éventuel mouvement de capitulation pour moyenniser nos positions. La qualité des gérants que nous mettons en portefeuille reste par ailleurs pour nous un élément crucial pour bien appréhender le futur rebond.

C. Carrafang

Grand Angle

Les cryptomonnaies, un univers encore opaque...

Le monde de la blockchain et des cryptomonnaies a fait beaucoup de chemin depuis que Satoshi Nakamoto publia le premier « white paper » du Bitcoin, au pic de la grande crise financière de 2008.

Beaucoup d'innovations ont été réalisées mais certains débats restent encore ouverts et sans solution.

Le plus important défi technologique pour les cryptos est celui appelé « the blockchain trilemma » : tout type de solution financière décentralisée, pour être vraiment en mesure de remplacer le système bancaire actuel, doit répondre à trois critères : être sécurisé - capacité à garantir l'intégrité des opérations contre des attaques malveillantes, décentralisé - accessibilité, disponibilité et transparence pour tous les participants, et extensible ou évolutif - capacité à absorber un nombre potentiellement infini d'utilisateurs sur le réseau. Malheureusement, à aujourd'hui, la plupart des cryptomonnaies sont forcées à sacrifier un des trois aspects dans l'intérêt des 2 autres. Il n'y a pas de clair gagnant parmi les différentes cryptos dans ce contexte. Le Bitcoin, par exemple, est encore très en retard avec le 3ème prérequis, celui qui lui permettrait de s'adapter à une utilisation massive de la devise.

Chaque cryptomonnaie suit des règles très spécifiques encodées dans sa propre blockchain : dans le cas du Bitcoin, une règle fixe un cap sur les réserves disponibles de la monnaie : quoi qu'il arrive il ne pourra pas y avoir plus de 21 millions de Bitcoin en circulation. Aujourd'hui nous avons déjà dépassé les 18 millions.

Avec la forte baisse généralisée des cryptos qui a effacé plus d'1 trillion de USD de valeur de l'industrie digitale pendant les dernières semaines et en particulier avec la spectaculaire quasi-faillite du stablecoin Terra via son token Luna, on s'interroge sur les avantages de l'un ou l'autre régime de taux possibles : à fluctuation libre ou à parité fixe.

La plupart des cryptomonnaies, y compris le Bitcoin, sont à fluctuation libre : leur but est justement de créer un système de paiement et un type d'investissement complètement nouveau, pas lié aux « anciens systèmes » du dollar américain ou encore de l'or. A différence des actions, des obligations, des matières premières ou encore de l'immobilier, le prix des cryptomonnaies à fluctuation libre ne peut pas être approximé en fonction de quelque valeur intrinsèque tangible, mais il est purement défini par l'effet de l'offre et de la demande. On retrouve par conséquent ce une corrélation très faible entre cette classe d'actifs et les autres. Du point de vue de la diversification,

ce type d'investissement pourrait donc trouver sa place. Si ce n'est que quand les bienfaits de la diversification sont le plus recherchés, c'est-à-dire dans les phases de repli des marchés, les cryptomonnaies se sont montrées jusqu'à présent encore plus volatiles et moins performantes que les actions. La volatilité implicite de la devise est pratiquement entièrement liée à la demande, concrètement au sentiment de marché - car par définition, elle n'est rattachée à aucun actif réel ; le sentiment de marché, à son tour, est la résultante de l'histoire dans laquelle les acteurs du marché croient le plus. Il ne faut pas s'étonner alors si des déclarations de la part des régulateurs ou même des tweets de personnages publics reconnus peuvent entraîner des répercussions massives sur les prix...

Dans l'objectif de devenir une nouvelle méthode de paiement à échelle mondiale et pour les transactions de tous les jours la stabilité des prix constitue une prérogative incontournable que ni le Bitcoin ni les autres cryptos ont su satisfaire depuis leur création.

Les cryptomonnaies qui sont à l'inverse à parité fixe ou pegged à une valeur de référence sont appelées « stable coins », mais attention, elles sont stables par rapport à leur référence, ce qui signifie qu'il faut s'attendre à une volatilité comparable à la volatilité de l'instrument de référence. Un exemple est la cryptomonnaie Tether. Ce système peut se révéler avantageux pour des personnes qui habitent des pays où l'inflation est très importante (certains pays émergents), leur pouvoir d'achat étant fortement détérioré en cas de forte inflation sur la devise de leur pays. Cela pourrait également remplacer le système bancaire pour ceux qui n'y ont pas accès mais qui possèdent un smartphone et avec des frais sur les transactions transfrontalières beaucoup plus faibles qu'avec le système traditionnel.

Cependant, ce qu'il s'est passé récemment sur la crypto Terra a ramené à l'avant-scène le besoin et l'importance pour toutes les cryptomonnaies d'être soumises à un audit cohérent et objectif. Elles doivent répondre à la même loi économique que toutes les autres classes d'actifs. Chaque projet est différent mais il faudra être en mesure de fournir un rapport sur l'exactitude et l'intégralité de l'information financière communiquée au public, quiconque il soit. Il faudra personnaliser les spécificités du processus d'audit en fonction de chacune des cryptomonnaies et présenter des normes compatibles officielles cohérentes. Tout cela est à l'ordre du jour du Financial Accounting Standards Board mais encore loin de l'implémentation.

(suite en page 4)



Macroéconomie

Inflation : La star du moment

- **Zone Euro** : L'indice des prix progresse de +7.4% fin mars à +8.6% en juin. Plus de la moitié de ces hausses de prix proviennent de la tension sur les prix énergétiques (gaz et pétrole) par suite des sanctions européennes à l'égard de la Russie. L'indice core (hors énergie et alimentation), plus contenu, s'établit à +3.7% en hausse de +0.7% sur le trimestre.
- **Etats-Unis** : Dans le même temps aux USA, l'inflation est passée à +8.6% contre +7.5% fin mars. L'impact des prix de l'énergie est important mais moindre qu'en Zone Euro ; c'est pourquoi l'indicateur core reste stable sur le trimestre mais sur des niveaux élevés à +6%.
- **Chine** : La Chine ne connaît pas les mêmes niveaux d'inflation. Certes l'indicateur des prix progresse, mais de façon maîtrisée ; de +1.2% fin 2021 à +2.1% fin mai. Les difficultés du secteur immobilier, l'impact des confinements et l'achat à bon compte de matières premières et d'énergies à la Russie gardent l'inflation sous contrôle.

Activité manufacturière : Ralentissement modéré

- Au niveau global on assiste à une stabilisation de l'activité à 52.2 contre 53 fin mars.
- Dans les pays développés le recul est plus important : -4 points sur le trimestre pour la Zone Euro à 52.1, et -3 points aux Etats-Unis à 53.
- En Chine, les indices repassent en territoire positif à 50.2 et 51.7, après deux mois de contraction.

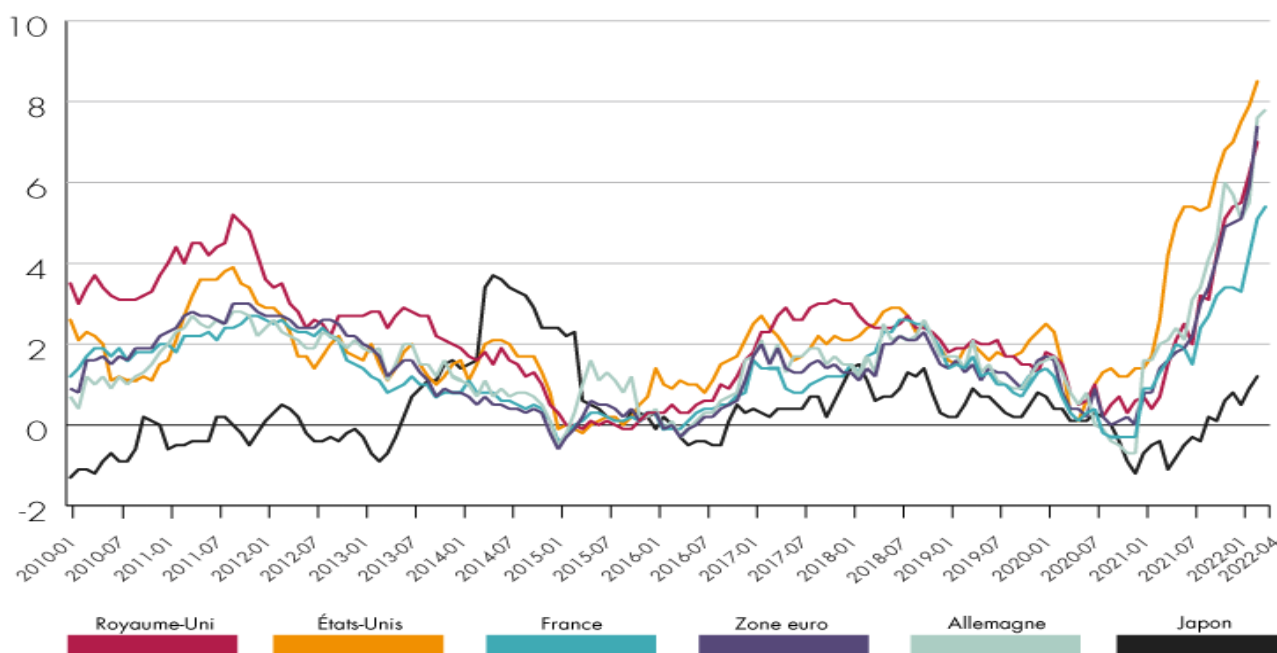
Activité des services : Divergences géographiques

- Fort rattrapage de l'activité chinoise avec la réouverture de l'économie. Les indices des services passent en deux mois de 12.8 et 18.3 à plus de 54 !
- L'autre bonne surprise provient du Japon, il faut remonter à octobre 2013 pour retrouver un indicateur à un niveau de 54 points.
- Sur le mois de juin le ralentissement de la Zone Euro est notable : -3 points sur la moyenne des trois mois précédents, l'indicateur reste toutefois en zone de croissance à 53.
- Aux Etats-Unis, le recul est moindre avec un indicateur sur des niveaux toujours corrects de 55.3 points.

D. Liegeois

INFLATION GLOBALE

EN %, EN RYTHME ANNUEL





Special Topic

Peut-on comparer la situation actuelle avec les crises pétrolières de 1973 et 1979 ?

L'histoire ne se répète pas, mais certains observateurs ne peuvent s'empêcher de comparer les crises. A ce titre, en mars 2020, il était de bon ton d'évoquer la crise de 2008 voire celle de 1929. Le pire est toujours possible mais jamais certain.

Il est vrai que les points communs sont évidents. Une crise géopolitique inattendue qui pousse les prix de l'énergie à la hausse, qui pèse sur l'inflation, qui force les banquiers centraux à relever rapidement les taux directeurs ce qui fait craindre une récession. Une même séquence donc mais les divergences sont nombreuses, à commencer par l'amplitude des mouvements.

En 1973 nous sommes déjà dans une période globale de hausses de taux et plutôt inflationniste depuis le milieu des années 60, lorsque les prix du pétrole sont soudainement multipliés par 6 (de 2 à 12\$), et de même en 1979 lorsqu'ils ont été multipliés par presque 3 pour passer de 13\$ à 35\$! La crise actuelle (en excluant les perturbations COVID) a fait passer le prix moyen d'environ 60\$ à une moyenne de 106\$ sur les trois derniers mois (mais la crise n'est peut-être pas finie). Ces niveaux élevés, contrairement aux années 70,

ne nous sont pas inconnus ; on a déjà vécu dans le passé avec des prix du pétrole autour de 100\$ (entre 2011 et 2014). Là où la situation est plus comparable, c'est sur le prix du gaz en Europe qui a connu des pics importants et qui a presque été multiplié pas 3 depuis fin 2021.

Au niveau de l'inflation le choc actuel est à peu près équivalent puisqu'en 73 on passe de 2.6% à 12% d'inflation et en 1979 de 6.5% à 15%. Dans les deux cas, il a fallu attendre presque trois ans pour retrouver des taux d'inflation pré choc.

Lors du premier choc, les taux directeurs de la Fed sont passés de 5.5% en octobre 73 à 13% au Q1 1974, avant de faire le chemin inverse rapidement car dès le début 1975 nous étions revenus sur les niveaux pré choc. En 1979 l'action des banquiers centraux a été encore plus drastique puisque les taux directeurs ont culminé à 20% début 1980. Là encore les anticipations de ce que pourrait faire la Réserve Fédérale américaine ne sont pas comparables avec la réalité des années 70.

Coté activité, la croissance a pâti de cette inflation, avec un recul du PIB de -0.5% en 1974 et -0.2% en 1975, cependant le PIB a bien mieux tenu lors de la seconde crise avec en 1979 une croissance de +3.2%, -0.3% en 1980 et +2.5% en 1981.

Et les marchés d'actions dans tout cela ? Le S&P 500 a eu une réaction opposée, en baisse en 1973 et 1974 ; -17% et -29% respectivement (également pour des considérations monétaires à la suite de l'abandon des accords de Bretton Woods) ; il a progressé fortement en 1979 +12% et +25% en 1980. Bien évidemment la composition du S&P 500 n'était pas la même avec un poids plus important des pétrolières, et des industrielles, un poids plus marginal de la santé, des financières et surtout de la technologie.

Plus globalement le monde a bien changé quant au mix énergétique. La dépendance aux énergies fossiles ne cesse de diminuer avec l'accélération de la transition énergétique, d'autant que nous sommes dans un environnement où la digitalisation apporte bien des solutions alternatives à certaines contraintes de déplacement, comme on l'a vu dans les phases de confinement Covid.

En conclusion les divergences sont nombreuses, et à moins d'un emballement géopolitique dramatique, nous vivons dans un monde où nous avons d'avantage de réponses technologiques pour faire face à ce type de crise, comparaison n'est pas forcément raison.

D. Liegeois

(Suite du Grand Angle)

Un enjeu majeur pour le futur des cryptomonnaies sera celui lié au monde du métavers, dont les plateformes encouragent déjà l'utilisation des cryptos, des jetons non fongibles (NFT) et d'autres actifs numériques. Il sera crucial d'observer comment le monde bancaire réagira en permettant peut être la conversion des monnaies traditionnelles en cryptomonnaies. A l'avenir les NFTs pourraient devenir une classe d'actifs au sein de la gestion d'actifs...

Il semble donc impératif, pour que cela puisse se produire, que des standards communs de règles soient créés - en matière de gestion des données, d'identité numérique, de suivi de transactions et de lutte contre le blanchiment d'argent - et que l'on désigne les autorités responsables de la surveillance.

A ce jour nous pouvons conclure que les cryptomonnaies restent des actifs de spéculation pour des investisseurs très enclins au risque qui ne craignent pas les mouvements de forte volatilité. Les sociétés issues de l'écosystème de la blockchain sont plus facilement assimilables à des sociétés de venture capital qu'à des entreprises cotées.

Intéressant enfin observer avec un peu de recul l'ampleur que l'infrastructure technologique nécessaire au lancement et au suivi d'une cryptomonnaie a pris au fil des années : il s'agit d'un marché qui pèse désormais plus de 60 bn USD : un monde encore peu connu du grand public qui couvre toutes les phases de la vie d'une crypto, de sa création, au processus pre et post trade, à l'aspect compliance et gestion du risque.

Plus largement, la technologie blockchain est déjà répandue à travers de nombreuses industries, comme l'internet des objets où elle permet de rajouter de la sécurité aux données échangées, ou dans le secteur de la santé pour résoudre la fragmentation des données entre les différents prestataires de services ou encore l'environnement, avec des projets verts qui aideraient et inciteraient certaines entreprises à équilibrer leur empreinte carbone et à atteindre la neutralité.

C. Corneri