

OCTOBRE 2022

Editorial

Cet été 2022 s'est révélé particulièrement délicat à appréhender pour les investisseurs et les bourses ont plus que jamais joué les montagnes russes, sans vouloir faire de mauvais jeu de mot. L'indice S&P 500 est ainsi passé de 3600 points mi-juin à 4300 points le 16 août pour redescendre à 3600 points à la fin du mois de septembre dans une symétrie quasi parfaite. Essayons d'analyser ce qu'il s'est passé afin de mieux appréhender le trimestre à venir.

Lors de notre précédente newsletter début juillet, nous avons souligné le fait que les marchés commençaient à intégrer beaucoup de mauvaises nouvelles. Nous n'avons visiblement pas été les seuls à le penser et, en dépit d'une situation géopolitique toujours tendue, le mois de juillet ainsi que les 15 premiers jours d'août auront vu se mettre en place un rebond spectaculaire sur les bourses américaines comme européennes, rebond porté par des résultats globalement bons au niveau des sociétés et par des chiffres d'inflation aux États-Unis en repli par rapport aux mois précédents et en-dessous des attentes. Ceci a permis à certains économistes d'affirmer que l'inflation core américaine avait peut-être touché son pic et a contribué durant la première partie de l'été à une certaine détente des opérateurs concernant les attentes de hausse des taux de la Fed. Conséquence immédiate : des taux longs en baisse (le rendement des emprunts d'état américains à 10 ans est passé de 3.50% mi-juin à 2.50% début août) et un net rebond boursier (le S&P 500 regagnant près de 18% entre la mi-juin et la mi-août !).

Hélas, les chiffres d'inflation ont de nouveau inquiété les investisseurs à partir de la mi-août en Europe comme aux États-Unis, le dynamisme de l'économie américaine justifiant même un discours particulièrement hawkish de la part de Jerome Powell lors du symposium de Jackson Hole du 25 au 27 août. Le président de la Réserve fédérale américaine s'est montré très clair sur la nécessité de continuer à resserrer la politique monétaire, constatant qu'il y avait un excès de demande par rapport à l'offre dans l'économie américaine, en particulier sur le marché du travail, précisant que le retour à une inflation de 2% nécessitait de mieux équilibrer la demande et l'offre et que la persistance d'une politique monétaire restrictive causerait des difficultés aux entreprises comme aux ménages. Quelques jours plus tard, à l'occasion de la conférence annuelle du CATO Institute, il réitérait le message de Jackson Hole, déclarant que la Fed se devait d'agir fermement contre l'inflation, afin d'éviter les conséquences douloureuses pour les ménages de prix qui continueraient leur escalade, comme à la fin des années 1970 et au début des années 1980. Powell a

aussi évoqué ce que Paul Volcker (président de la Fed de 1979 à 1987) et la banque centrale avaient fait pour enfin maîtriser l'inflation après plusieurs tentatives infructueuses, soulignant que « le public en était venu à considérer une inflation plus élevée comme la norme et à s'attendre à ce qu'elle continue ». De telles anticipations d'inflation élevée de la part des consommateurs entretiennent la spirale inflationniste, rendant encore plus douloureuse la lutte contre cette hausse des prix. Et la Fed avait dû, sous Paul Volcker, prendre des mesures drastiques pour ramener l'inflation dans les clous. C'est clairement ce scénario que les autorités américaines veulent aujourd'hui éviter.

En Europe, c'est le scénario le plus dur qui s'est concrétisé en ce qui concerne la BCE. Après avoir augmenté ses taux d'intérêt de 0.5% en juillet pour la première fois en dix ans, la banque centrale européenne a en effet annoncé le 8 septembre dernier un nouveau relèvement de 0.75%, une ampleur inédite. L'objectif affiché est de lutter contre l'inflation qui ne cesse de progresser dans un contexte d'envolée des prix énergétiques. L'institution s'attend désormais à une inflation de 8,1% pour 2022, contre 6,8% en juin. Et pour 2023 et 2024, la banque centrale prévoit respectivement 5,5% et 2,3%, toujours bien au-dessus de l'objectif de 2%.

Ces brusques relèvements de taux directeurs des deux côtés de l'Atlantique et la persistance de chiffres d'inflation élevés (bien qu'en léger repli par rapport à juin, voir la section macro en page 3), ont propulsé les taux longs à la hausse. Le rendement de l'US Treasury 10 ans est ainsi passé de 2.50% en date du 2 août à 4% la semaine dernière, le 27/09. Idem en Europe où le Bund Allemand est passé de 0.77% le 1er août à plus de 2.20% il y a quelques jours. Difficile avec une remontée de taux aussi brutale d'avoir des marchés boursiers en phase haussière. D'autant que la rhétorique russe de ces dernières semaines, qui s'adresse désormais à tout l'Occident et non plus à la seule Ukraine, contribue à la persistance d'un climat anxieux qui n'est pas particulièrement engageant pour les opérateurs. Ainsi, le S&P 500 reperdait-il 17% sur les six dernières semaines, portant son recul à -24.77% depuis le début de l'année (chiffres arrêtés au 30 septembre). C'est pire encore pour l'indice Nasdaq qui affiche quant à lui -32.77% sur les 9 premiers mois de l'année. L'Eurostoxx 50 recule pour sa part de plus de 12% depuis le 16 août et affiche un peu réjouissant -22.80% depuis le début de l'année.

Dès lors, à quoi faut-il s'attendre pour le trimestre à venir ? Faut-il céder au pessimisme ambiant et couper le risque dans les portefeuilles ?

	Q3 2022	YTD 2022	Close 30/09/22
DOW JONES	-6.66%	-21.94%	28 725.51
S&P 500	-5.28%	-25.20%	3 585.62
FTSE 100	-3.84%	-8.15%	6 893.81
EUROST.50	-3.96%	-24.03%	3 318.20
CAC 40	-2.71%	-21.25%	5 762.34
FTSE MIB	-3.03%	-26.13%	20 648.85
MSCI EM	-12.48%	-28.91%	875.79
CRUDE OIL	-24.84%	5.69%	79.49
GOLD	-8.11%	-9.22%	1 660.61
EUR/USD			0.9802
EUR/CHF			0.9674
EUR/GBP			0.8775
EURIBOR 1M			0.679%

Nous ne le pensons pas. Comme au mois de juillet dernier, nous faisons de nouveau le constat que beaucoup de mauvaises nouvelles semblent intégrées dans les niveaux actuels. Les valorisations des marchés actions ont ainsi littéralement fondu. Pour prendre l'exemple de l'Europe, l'Eurostoxx50 se payait la semaine dernière moins de 10 fois les bénéfices estimés pour l'année prochaine, contre 18 fois début 2021. C'est pire encore sur certains secteurs comme l'automobile qui se paye désormais 4.5 fois les bénéfices. Ou encore les bancaires avec 6.2 fois les bénéfices. De plus, il nous semble que les opérateurs commencent à prendre la mesure de l'action des banques centrales en termes d'activité. Les derniers indicateurs macro-économiques publiés accréditent plutôt la thèse d'une économie en train de ralentir, qu'il s'agisse de la baisse de l'ISM manufacturier ou des dépenses de construction pour les États-Unis ou du recul des chiffres de production et des nouvelles commandes pour l'Europe. Et cela est bon pour les taux longs, qui se sont fortement repliés sur les cinq dernières séances, faisant violemment rebondir les bourses européennes et américaines sur les premiers jours d'octobre. L'intervention de la Bank of England la semaine dernière sur les taux longs britanniques, faisant suite à l'intervention de la Bank of Japan quelques jours plus tôt sur le Yen, est également instructive. Cela signale que les banquiers centraux surveillent de près la situation économique ainsi que les éventuels excès spéculatifs récemment observés (à la hausse sur les taux longs britanniques, à la baisse sur la livre sterling et sur le yen). Et qu'ils entendent bien intervenir quand certains niveaux dangereux leur semblent atteints.

Bien sûr, nous serons très attentifs dans les jours à venir aux prochains chiffres d'inflation qui vont sortir. Nous estimons que les marchés actions ne peuvent pas durablement rebondir si les chiffres d'inflation continuent de progresser *suite en page 2*



et que les taux longs poursuivent leur progression à la hausse. Avoir passé le pic d'inflation, surtout l'inflation *core*, est crucial. Nous serons également attentifs à l'évolution de la situation en Ukraine. L'armée russe essuie des revers sur le terrain ces derniers jours, face à une armée ukrainienne largement armée par l'Occident et visiblement bien conseillée d'un point de vue tactique. Mais la conséquence est un discours des autorités russes qui se radicalise. Vladimir Poutine est monté d'un cran dans la menace et ses seconds n'hésitent plus à parler de manière tout à fait décomplexée de recours à l'arme nucléaire tactique. Est-ce de la simple rhétorique pour faire peur ? Du bluff pour amener les occidentaux à négocier ? Ou faut-il prendre cette menace très au sérieux ? Les experts de tout bord sont loin d'être d'accord sur ce point. Que fera Poutine s'il se sent acculé dans le Donbass ou s'il venait à l'esprit de l'Ukraine, fort de ses percées récentes, d'aller récupérer la Crimée ? Quoi qu'il en soit, il est évident que le recours à un missile nucléaire, même « léger », ne serait pas une bonne nouvelle pour les marchés à court terme, tant le choc psychologique serait important. Nous serons enfin attentifs à ce qu'il se passe en Chine (voir notre special topic en page 4). La deuxième puissance mondiale n'a pas beaucoup aidé la croissance mondiale ces derniers temps et les valeurs chinoises restent sous pression depuis le début de l'année. Mais nous sommes peut-être à un tournant avec le XXème congrès du parti communiste chinois qui démarre et qui pourrait mener le pays vers plus de pragmatisme dans bien des domaines.

Nous nous réjouissons de constater que face à la crise énergétique et la flambée des prix du gaz et de l'électricité par rapport à l'an dernier, beaucoup de pays européens ont pris des mesures de soutien, mettant en place des boucliers tarifaires, afin d'atténuer le choc de cette crise sur les ménages. A ce jour, pas loin de 400 milliards d'euros ont été mobilisés dans cet effort et d'autres packages pourraient être mis en place avant l'hiver. A plus long terme, la transition énergétique et la transformation de nos économies vers une production à faible émission de carbone continuent de bénéficier d'un soutien très fort. Avec la signature de la loi sur la réduction de l'inflation (Inflation Reduction Act ou IRA), les Etats-Unis ont engagé d'énormes ressources dans les énergies propres et cela pourrait constituer une opportunité séculaire en termes d'investissement tant la croissance attendue est importante sur ce secteur et ce pour de longues années. Idem pour le monde des infrastructures qui bénéficie d'investissements massifs en Europe comme aux Etats-Unis.

Dans les semaines à venir et dans ce contexte toujours incertain, nous allons rester fidèles à notre philosophie qui consiste à ne pas donner de coup de barre trop violents dans les allocations, à adopter une vision à long terme, tout en se tenant prêt le moment venu à rajouter un peu de risque dans les portefeuilles. Il n'est pas inutile de rappeler ici que chaque période de l'histoire a engendré des défis et des chocs qui ont paru insurmontables en leur temps. Ces événements, largement commentés dans la presse de l'époque avec des manchettes anxiogènes n'ont toutefois eu que peu d'importance au bout du compte pour la santé financière des entreprises et sont, pour la plupart, oubliés depuis longtemps, qu'il s'agisse de la guerre du Golfe, de la crise asiatique de 1997, du 11 septembre ou de la faillite de Lehman Brothers pour n'en citer que quelques-uns. Ce que nous enseigne l'histoire des marchés financiers de ces cinquante dernières années est que les investisseurs qui ont été prêts à regarder au-delà des chocs de court terme ont été largement récompensés par la suite. Il est même notable que les investisseurs avertis ont le plus souvent obtenu leurs meilleurs résultats en plaçant leurs actifs en période de grande incertitude, au paroxysme des mauvaises nouvelles macro-économiques et chez 2PM, nous nous efforçons d'adopter cette attitude à la fois contrariante et contre-intuitive, n'oubliant pas que dans la majeure partie des cas, les marchés haussiers naissent en période de récession et de pessimisme extrême.

Christophe Carrafang

Grand Angle

Etats-Unis, Europe : des symptômes similaires pour une crise différente...

Les Etats-Unis et la zone euro sont confrontés à une situation de crise. Les symptômes sont les mêmes : inflation et ralentissement économique. Mais les crises que les Etats-Unis et l'Europe traversent sont différentes. Et notamment, les causes de cette crise : les Etats-Unis sont confrontés à un choc de demande, et l'Europe à un choc d'offre.

> Aux Etats-Unis, la surchauffe économique a débuté à la sortie de la période covid, dopée par les aides gouvernementales envoyées aux américains. Une demande trop forte qui a entraîné des pénuries et des goulets d'étranglement provoquant une envolée des prix. Un marché du travail tendu, où les entreprises ont du mal à embaucher et sont obligées d'augmenter les salaires. Enfin, un marché de l'immobilier qui affiche des prix records.

> En Europe, on retrouve également les plans de relance post-covid des gouvernements pour venir en aide aux populations, soutenant une forte demande. Mais ce qui fait particulièrement ralentir l'économie européenne est la crise énergétique déclenchée par l'envolée des prix du gaz. Cela a débuté à l'automne 2021 avec des pénuries et des réductions d'exportations de la part de la Russie, avant de s'intensifier en février dernier avec la guerre en Ukraine.

Pour répondre à cela, les banques centrales ont dû s'employer à modifier leur politique monétaire mais avec un timing et une magnitude différente :

> En mars 2022, la Fed a démarré son processus de remontées des taux qui se poursuit de nos jours. Avec cependant un retard à l'allumage, car l'inflation « core » américaine (retraitée des prix alimentaires et de l'énergie) était déjà de 6,5% à l'époque (pour rappel, la Fed a un objectif de 2% d'inflation core). Aujourd'hui, la Fed n'hésite plus et est déterminée à tout prix à juguler l'inflation. Face à la surchauffe de l'économie américaine, elle met tout en œuvre pour ralentir l'inflation en montant les taux d'intérêt et en retirant la liquidité. La hausse des taux a un impact direct sur le coût des emprunts pour les entreprises et les consommateurs. L'immobilier représente une contribution importante dans le calcul de l'inflation. Le prix des logements et des loyers ont augmenté de plus de 30% sur ces dernières années. Depuis deux mois, les prix se stabilisent et commencent même à baisser suite à l'envolée des taux d'emprunts hypothécaires à 30Y : ils sont passés de 3.11% (en début d'année) à 6.29% récemment. Les tensions sur le marché du travail doivent disparaître car elles alimentent l'inflation salariale. Le marché de l'emploi est tendu : si l'on regarde le nombre d'offres rapporté au nombre de chômeurs, il y a deux fois plus d'offres que de chômeurs. La Fed doit faire ralentir l'économie pour détendre le marché du travail. La consommation ne faiblit pas : les Américains n'étant pas inquiets pour leurs emplois, ils continuent de consommer en utilisant l'épargne accumulée durant la crise covid, ce qui leur permet d'absorber le choc inflationniste.

(suite en page 4)



Macroéconomie

Inflation, encore et toujours...

Etats-Unis:

- L'inflation recule sur les deux derniers mois à +8.3% contre +9.1% en juin.
- Cependant, hors effets cycliques, les prix remontent entre juillet et août de +5.9% à +6.3%, avec un pic en mars de +6.5%.
- Certains prix commencent à reculer, notamment ceux liés aux perturbations de l'offre qui petit à petit s'apaisent.
- Avec la hausse des taux d'intérêts sur emprunts, le secteur immobilier commence à montrer des signes de faiblesse.
- Le marché du travail reste dynamique ; le taux de chômage remonte légèrement de 3.5% à 3.7%.
- En comparaison avec la forte croissance de 2021 (+5.7%), les évolutions du PIB des deux premiers trimestres sont négatives respectivement à -1.6% et -0.6%.

Zone Euro:

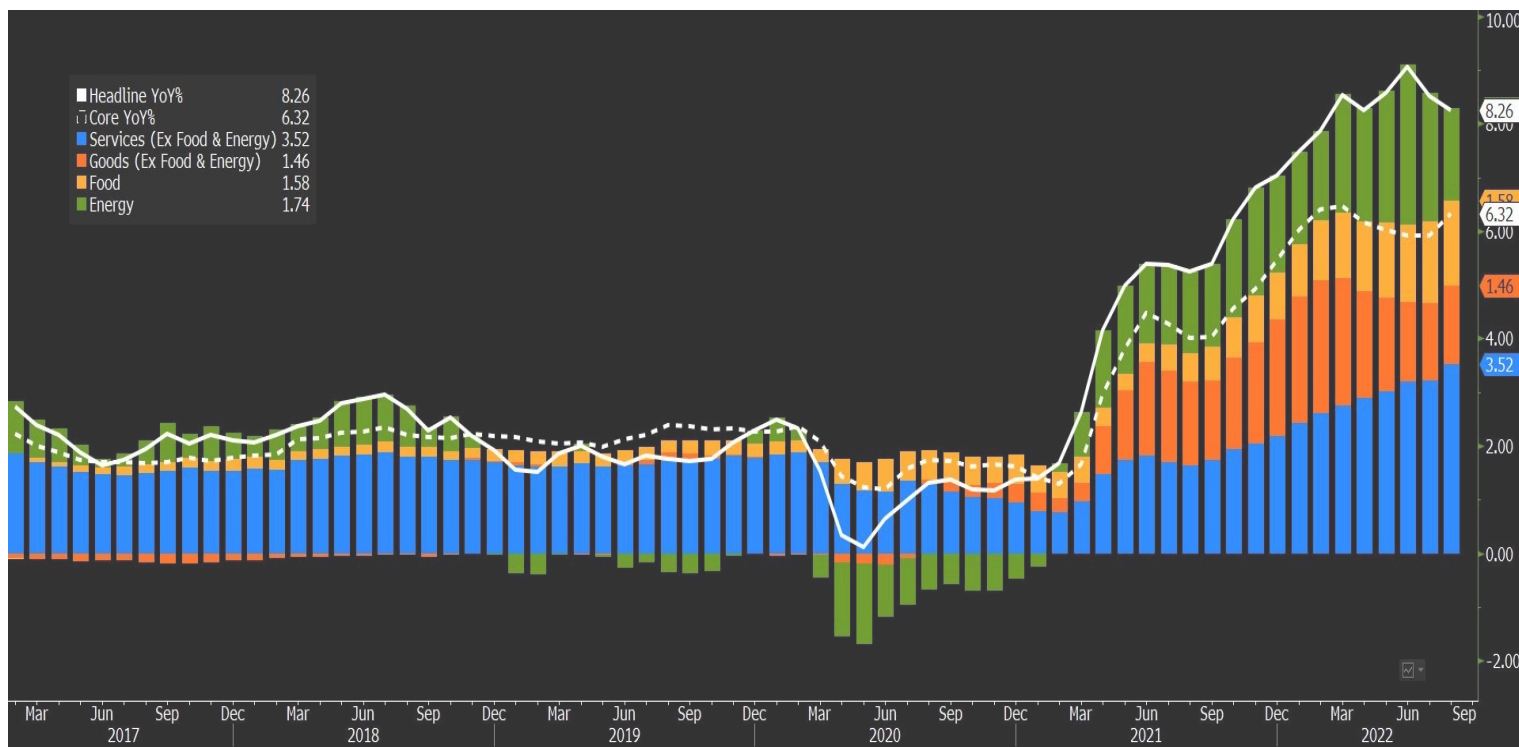
- L'impact de la crise de l'énergie en Europe est responsable de plus de la moitié de la hausse des prix.
- L'inflation atteint les +10% en septembre, hors énergie « seulement » +4.8%. Avec de gros écarts: +6.2% en France, +10.9% en Allemagne.
- L'activité manufacturière et des services ralentit depuis plusieurs mois. La crise géopolitique et les sanctions à l'encontre de la Russie affectent le continent et notamment les pays les plus dépendants des énergies russes.
- Sur la première partie de l'année l'évolution du PIB est positive mais assez anémique. Au second trimestre la croissance est de +0.8% ; +0.1% pour l'Allemagne et +0.5% pour la France.

Chine:

- L'environnement macroéconomique chinois est différent avec une politique monétaire expansionniste.
- Avec les difficultés du marché immobilier et les stop & go des restrictions covid, l'inflation reste fortement contenue, elle recule même cet été de +2.7% à +2.5%.
- Après un plus haut au-delà des 6% au printemps le taux de chômage recule à 5.3%. Le chômage des jeunes reste élevé et proche des 20%.
- Le congrès du Parti Communiste d'octobre devrait amener de nouvelles mesures de relance.
- Au second trimestre, la croissance était proche de zéro. Les économistes estiment qu'elle pourrait remonter graduellement vers les 5% d'ici à la fin de l'année.

Damien Liegeois

Evolution de l'indice US CPI YoY (*) depuis 2017



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



Special Topic

20eme congrès du Parti Communiste Chinois : Que peut-on en attendre ?

Le 16 octobre s'ouvrira le 20eme congrès du PCC, il va réunir 2296 délégués (dont 619 femmes). Tous les cinq ans, ce congrès définit les grandes orientations politiques et économiques de la Chine pour les cinq prochaines années. Ce sera le troisième congrès avec à sa tête Xi Jinping. Le premier avait ouvert la voie à une intense campagne anticorruption qui a permis à Xi d'écarter ses principaux rivaux. Le second a surtout été le théâtre de la mise en place drastique et soudaine de nombreuses réformes et régulations qui ont touché les secteurs de l'éducation, de l'immobilier, d'internet, des jeux en ligne... le tout dans un contexte de politique stricte de lutte contre les oppositions internes : Hong Kong, Xinjiang, Tibet. Quelle sera la nature du congrès qui va s'ouvrir mi-octobre ? L'ensemble des observateurs parie (et espère) une approche plus pragmatique que dogmatique sur un bon nombre de sujets, dans le but d'atteindre l'objectif de long terme cher au Président chinois à savoir la « prospérité commune ».

Différents aspects seront à scruter :

Au niveau **politique intérieure** il faut s'attendre à ce que Xi ne respecte pas la tradition des deux termes maximums pour le poste de président de la République et parte pour un troisième mandat. Il y aura aussi le remplacement du premier ministre Li Keqiang, ainsi que certains membres du Politbureau. Le nom et le pedigree de l'équipe dirigeante seront observés avec attention, et pourrait également être déterminants dans la conduite de la **politique extérieure**.

A ce sujet, les messages seront importants sur un éventuel réchauffement de la relation sino-américaine (qui depuis quelques mois a timidement commencé). A ce même titre, il semblerait que la relation avec la Russie soit passée de « l'amitié sans limites » de mars à une relation moins intense notamment depuis l'enlèvement du conflit Ukrainien. Pour la Chine, la Russie n'est pas "un allié" mais "un partenaire" ce qui constitue une nuance importante. Le sujet très sensible de Taiwan sera également un fil rouge de politique extérieure, même si la Chine répète à l'envie que c'est une problématique uniquement interne, où l'objectif de long terme ne changera pas.

Enfin, et sans doute les plus attendues seront les **annonces économiques**. Le fort ralentissement actuel lié aux difficultés du secteur immobilier et aux restrictions Covid a été paradoxalement de bon augure pour l'économie mondiale. En effet, les pressions inflationnistes et de politiques monétaires auraient été bien pires si l'économie chinoise avait été en plein « boom » ce qui aurait provoqué des tensions supplémentaires sur le prix des matières premières.

Mais alors que l'on assiste à un ralentissement économique en Europe et aux USA, et que le pic des tensions inflationnistes pourrait être derrière nous, des mesures de relance chinoise pour 2023 seront les bienvenues. Depuis le début de l'année, les autorités ont déjà mis en place des politiques de soutien, mais les *stops and go* dus aux restrictions sanitaires tout au long de l'année ont rendu ces mesures inefficaces. On attend donc conjointement trois types de décisions : un relâchement des restrictions covid, des annonces ciblées et fortes afin de relancer le secteur immobilier (25% du PIB, 50% du patrimoine des ménages) et des mesures afin de faire

baisser le taux de chômage des jeunes qui a atteint les 20%.

Trois sujets très sensibles pour l'opinion publique, en manque de confiance après deux années difficiles.

Espérons que ces annonces ramènent également la confiance sur les marchés financiers chinois particulièrement délaissés par les investisseurs depuis le début de l'année dernière.

Damien Liegeois



Xi Jinping, photo sous licence Creative Commons/ attribution: www.kremlin.ru

(Suite du Grand Angle)

> En Europe, la situation n'est pas aussi claire. C'est pour cela que la BCE hésite à entreprendre un processus de remontée de taux aussi agressif qu'aux Etats-Unis. Une hausse des taux aurait un impact sur la demande, mais aucun sur le problème d'offre d'énergie et l'augmentation des prix du gaz. Et la contribution de la composante énergie à l'inflation n'est pas des moindres : elle représente presque 50%. A l'heure actuelle, il est difficile d'avoir de la visibilité sur la résolution du conflit.

Pour cet hiver, les pays se sont adaptés, ont trouvé des solutions de substitutions au gaz russe et les stocks sont remplis à des niveaux suffisants. Quid de l'hiver prochain ? La situation peut aussi devenir délicate pour les finances de la Russie : elle pourrait se retrouver dans l'incapacité à recycler son gaz à cause de capacité de stockage réduite. « Le destin de l'Europe » dépend de la politique européenne plutôt que des banques centrales. D'un point de vue boursier, la divergence entre les politiques monétaires américaines et européennes ne se reflète pas dans les performances des indices actions : le S&P 500 recule de -24.8% et l'EuroStoxx 50 de -22.8% cette année, au 30/09/2022. Par contre, lorsque l'on regarde le marché des devises, les investisseurs ont clairement choisi leur camp. Au 30 septembre, le USD s'est apprécié de +16% contre l'euro. Ce qui est positif pour les portefeuilles, car nous avons une pondération de USD qui oscillent entre 15 à 25%.

Damien Beasse

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 5 octobre 2022. 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.