



Lettre hebdomadaire HPC n°239, Lundi 13 mars 2023

Jean-Noël VIEILLE- Chief Economist pour HPC, membre du Groupe OTCex

Retour des facteurs de risques !

Nous assistons depuis le début de l'année à une modification du comportement des investisseurs américains. Ces derniers ont ajouté un montant net de 14,4 Md\$ aux fonds d'investissement internationaux et ont retiré sur les deux derniers mois 34,1 Md\$ des fonds d'actions américaines. L'évolution des fondamentaux économiques a accru l'attrait de la diversification géographique. Cette reprise sélective s'explique par trois facteurs : un dollar plus faible, des prix de l'énergie plus bas et une nouvelle attractivité pour le thème des entreprises « sous-valorisées », qui se situent en dehors des marchés américains. Le rebond du \$ est stimulé par la révision à la hausse des anticipations des taux de la Fed et freine la compétitivité des entreprises US, donc c'est un handicap à la progression des marchés US. L'effet négatif se propage aussi au sein des actions émergentes, valeurs souvent endettées en dollar, la hausse des taux et du \$ constituant une double peine. En fin de semaine, la faillite de la banque américaine SVB et la crainte d'une possible contagion, a perturbé aussi le marché américain. L'agence américaine de garantie des dépôts, la FDIC, a annoncé avoir pris le contrôle de la banque, ce qui revient à une faillite. Soumis à des retraits importants de clients, dont beaucoup de start-ups et de fonds de capital-investissement du secteur technologique, SVB n'est pas parvenue à lever des capitaux pour renforcer son bilan comme elle l'avait annoncé mercredi. La crainte d'une crise bancaire systémique refait surface.

Au 10/03/2023					
Indices	Perf 2023	Perf 1 sem	Perf Février	Perf 2022	Perf 2021
Cac 40	11,5%	-1,7%	2,6%	-9,5%	28,9%
Eurostoxx 50	11,5%	-1,5%	1,8%	-11,7%	21,0%
DAX	10,8%	-1,0%	1,6%	-12,3%	15,8%
Dow Jones	-3,7%	-4,4%	-4,2%	-8,8%	18,7%
Nasdaq	6,4%	-4,7%	-1,1%	-33,1%	21,4%
Nikkei	7,9%	0,8%	0,4%	-9,4%	3,6%

Outre la politique monétaire de la Fed, la faiblesse économique de l'Europe pèse sur l'euro. L'élan d'optimisme qui a débuté l'année, entraîné par la chute des prix de l'énergie et la réouverture de la Chine après les restrictions liées au Covid-19, s'est estompé. L'inflation sous-jacente n'a jamais été aussi élevée et n'est plus uniquement liée aux conséquences de la hausse des prix de l'énergie. Isolément, des taux plus élevés pour freiner l'inflation peuvent aider l'euro, mais on peut aussi craindre que la banque centrale ne casse une croissance très fragile.

Stabilité des prix de l'énergie ?

La question de l'évolution des prix de l'énergie est aussi une explication de l'évolution divergente des marchés. La baisse des prix de l'énergie est plus favorable au reste du monde qu'aux Etats-Unis, car si le pétrole cher est partout un frein à la croissance, les Etats-Unis ont plus de production nationale. De nombreux marchés étrangers ont une proportion plus élevée d'industries énergivores que les États-Unis. Les prix mondiaux sont bien loin de leurs sommets

Pourquoi les marchés privilégient l'Europe ?

Un mouvement de baisse salubre.

Une croissance européenne faible !

Difficile de prévoir l'évolution des prix de l'énergie.

Le thème de la « value » toujours plébiscité

Etats-Unis : les risques d'une récession ?

Les craintes d'une erreur de politique monétaire

depuis la fin de l'année dernière et se stabilisent, et l'hiver doux de l'Europe a permis de diminuer la demande et de reconstituer les stocks. La situation de l'offre russe reste imprévisible et le rebond de la demande chinoise est forte. Les producteurs américains de schiste ne s'attendent pas à une augmentation de la production, et l'Opep ne se précipite pas non plus pour ajouter de l'offre, donc nous pourrions assister à une stabilité des prix voire à une reprise de la hausse en fonction de l'offre russe et de la demande chinoise.

Le dernier élément positif en faveur de la poursuite de la hausse des valeurs hors marché américain, est le retour en grâce de la stratégie dite « value » au détriment des valeurs de croissance. La hausse des rendements obligataires au cours des dernières semaines et la perspective « possible » d'une récession restent favorable à cette thématique. Dans un marché qui est proche de ses plus hauts, la question du niveau de valorisation est importante et par rapport aux tendances historiques, les actions internationales hors US, sont bon marché.

Des taux d'intérêt toujours plus élevés

Lors d'une audition de deux jours à Washington, le président de la Fed a déclaré que la banque centrale américaine était prête à revenir à des hausses de taux d'intérêt plus agressives, mais a souligné qu'aucune décision n'avait encore été prise. Les marchés boursiers et obligataires ont commencé à intégrer une augmentation de 0,5% en mars. Le ministère américain du Travail a fait état de 311.000 créations d'emplois en février, soit plus que les 225.000 attendus, mais aussi d'un taux de chômage en hausse, à 3,4% contre 3,6% en janvier. Le salaire moyen a progressé de 0,2% sur un mois, soit moins que les 0,3% projetés par les économistes. Ce tableau d'une économie américaine secouée par la remontée des taux d'intérêts pourrait pousser la Réserve fédérale à renoncer à cette hausse de 0,5% lors de sa prochaine réunion. Cette vision d'une Fed moins agressive qu'anticipé et le climat d'aversion au risque généralisé ont dopé les obligations, qui ont bondi, vendredi. Les rendements des bons du Trésor américain à deux ans, qui sont plus sensibles à la politique monétaire, ont baissé à 4,69%, tandis que les obligations à 10 ans se sont stabilisés à 3,99%. Les rendements des Bunds allemands à 10 ans sont revenus à 2,61%.

En 2021-22, en raison d'un cadre de politique monétaire défectueux et de la crise du Covid, la Réserve fédérale a pris beaucoup de retard dans le resserrement de la politique monétaire. Il en a résulté une poussée de l'inflation à des niveaux jamais atteints depuis 40 ans. À partir de mars 2022, la Fed a opéré un revirement spectaculaire et a relevé son taux directeur de 4,5%. Cette tentative de la Fed de gérer une « désinflation » soulève plusieurs questions. La banque centrale sera-t-elle en mesure de ramener l'inflation à son niveau cible de 2% dans un avenir rapproché? Devra-t-elle resserrer sa politique monétaire beaucoup plus qu'elle ne l'a déjà fait, et combien de temps devrait-elle maintenir des taux d'intérêt élevés? Combien cela coûtera-t-il à la Fed d'atteindre son objectif d'inflation? Comment devrait-elle équilibrer le risque de récession et la réalisation de son objectif d'inflation? La bonne nouvelle est que le pronostic pour ramener l'inflation au niveau cible de la Fed est maintenant assez favorable, on a vu récemment que l'inflation dans les services baissaient. Malgré ses erreurs antérieures, le resserrement agressif de sa politique monétaire amorcé il y a un an a permis de réancrer les attentes d'inflation à long terme au niveau de 2%. La mauvaise nouvelle est que l'atteinte de la cible d'inflation de la Fed conduira à une récession. En règle générale, un resserrement monétaire de l'ampleur de celui que nous observons aux États-Unis pour faire baisser l'inflation entraîne une hausse du chômage. Dans les circonstances actuelles qui impliquent déjà un resserrement important de la politique monétaire et une perspective de modération supplémentaire, une désinflation sans effets négatifs serait sans précédent. Le taux des fonds fédéraux devra augmenter d'environ 1% par rapport aux niveaux actuels pour ramener l'inflation à 2%, et le taux de chômage devrait

augmenter de plus de 1%. Le taux des fonds fédéraux devrait alors rester au-dessus du niveau de 5% jusqu'en 2024. Plus important, la Fed doit résister à la tentation d'assouplir sa politique monétaire, comme elle l'a parfois fait lorsqu'elle a été confrontée à un ralentissement de l'économie. Un pivotement prématuré affaiblirait la crédibilité de la Fed pour contrôler l'inflation et obligerait alors la banque centrale à relever les taux d'intérêt à des niveaux encore plus punitifs pour stabiliser l'inflation. C'est la leçon de la désinflation de 1979 à 1983 sous Paul Volcker. À partir d'octobre 1979, la Fed a relevé le taux des fonds fédéraux à 17% en mars 1980. En réponse à la récession qui en a résulté, à partir d'avril 1980, il a abaissé le taux de plus de 7%. La crédibilité de la Fed a été affaiblie, les anticipations d'inflation et l'inflation restant élevées. Pour rétablir sa crédibilité, la Fed a relevé le taux à près de 20% au début de 1981, et l'a maintenu à des niveaux élevés jusqu'au milieu de 1982. Les anticipations d'inflation ont commencé à diminuer pour atteindre environ 3% en 1983 et le taux de chômage est passé à 10,8% en 1982. Sur la base de cette analyse, l'incapacité de la Fed à agir de manière préventive en 2021 est une erreur importante. C'est la raison pour laquelle elle prend des mesures énergiques en 2023 et que les récents commentaires de Powell et d'autres responsables restent prudents. Ils ont souligné que la possibilité d'une récession à la suite d'un resserrement monétaire ne devrait pas dissuader la Fed de faire tout ce qui est nécessaire pour maîtriser l'inflation.

Retrait des fonds obligataires

Les résultats de fin 2022 mettent en avant des craintes de ralentissement moins prononcées qu'en octobre. Les entreprises montrent clairement la nécessité de monter les prix de leurs produits/services afin de compenser l'inflation qui impacte leurs coûts de fonctionnement. La demande ne semble pas fléchir pour le moment. Il faut désormais investir dans des entreprises capables de monter leur prix sans impact sur leurs volumes. Les résultats ont confirmé le « pricing power » de certaines entreprises. On devra rester attentif au niveau d'inflation, notamment salarial, toujours attendu en hausse en moyenne de 8% sur 2023. Les entreprises parlent moins de ralentissement économique, sauf sur certaines régions et des secteurs donnés comme l'immobilier américain. Les résultats globaux du Stoxx 600 ont confirmé une baisse des BPA (Bénéfices Par Action) au quatrième trimestre 2022 de -26% en excluant les secteurs de l'énergie et des financières. Avant de réinvestir sur certaines thématiques que nous avons déjà identifiées, nous attendons une baisse du marché pour mettre en place cette stratégie.

Avertissement

Cette publication n'est pas destinée aux clients particuliers ou individus privés mais est destinée exclusivement à des Clients Professionnels ou des Contreparties Eligibles au sens de la directive UE 2014/65 dite MiFID II. Elle a été préparée par HPC SA, un prestataire de service d'investissement autorisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Régulation (ACPR) sous le numéro 11478 et régulée par l'Autorité des Marchés (AMF). Elle a une vocation d'information générale et ne tient pas compte de la situation ou des objectifs financiers de ses lecteurs. Elle ne constitue pas, directement ou indirectement, une offre ou une sollicitation pour la souscription, l'achat ou la vente d'instruments financiers, ni pour tout autre type de transaction. Aussi, les informations qui y sont contenues ne devraient pas être considérées comme un conseil, une recommandation ni une recherche au sens de la directive UE 2014/65 dite MiFID II et de ses règlements délégués. Il s'agit d'une communication à caractère promotionnel d'information économique, financière et de marché.

Les informations contenues dans cette publication ont été obtenues à partir de sources réputées fiables, mais ces informations n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante de la part de HPC. En conséquence, HPC ne garantit pas leur exactitude, exhaustivité ou fiabilité, et décline dès lors toute responsabilité y afférente. Les opinions, estimations et projections exprimées dans cette publication sont celles de ses différents contributeurs à la date de diffusion de cette communication. Elles ne reflètent pas nécessairement les opinions d'HPC et peuvent être modifiées sans avis préalable. HPC n'est pas dans l'obligation de mettre à jour, modifier ou amender le contenu de cette communication ou d'informer son destinataire dans le cas où des opinions, estimations et projections émises venaient à changer ou devenaient inexacts. Toute perte financière ou autres conséquences découlant de l'utilisation des informations contenues dans cette publication relève de la responsabilité unique et exclusive de l'investisseur et HPC décline toute responsabilité en relation avec une telle perte ou autres conséquences. Les prix et la disponibilité des instruments financiers peuvent changer sans préavis.

**Retour sélectif
sur le marché
après le
mouvement
baissier actuel**