



Lettre hebdomadaire HPC n°217, Lundi 19 septembre 2022

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

A bout de souffle ... !

La semaine dernière a été marquée d'abord par une reprise des marchés financiers, puis les données de l'inflation américaine les ont fortement pénalisés, surtout aux Etats-Unis. Un chiffre plus élevé que prévu a été interprété comme un feu vert donné à la Fed pour accélérer son relèvement de taux et la diminution de son bilan. Les marchés vont désormais surveiller les perspectives de croissance économique. Avant la pandémie, le PIB mondial progressait au rythme d'environ 3,5% par an. 2020 a connu une réduction à -3% et en 2021, une forte reprise à +6%. On s'attendait pour les prochaines années à revenir sur la tendance historique, mais la guerre en Ukraine, (qui a conduit à une crise de l'énergie et à l'inflation) et le changement de politique monétaire des banques centrales font que l'on se dirige vers des chiffres de croissance plus faibles et en Europe vers une possible entrée en récession.

Au 16/09/2022

Indices	Perf 2022	Perf 1 sem	Perf Août	Perf 2021
Cac 40	-15,0%	-2,2%	-5,0%	28,9%
Eurostoxx 50	-18,6%	-2,0%	-5,1%	21,0%
DAX	-19,8%	-2,7%	-4,8%	15,8%
Dow Jones	-15,2%	-4,1%	-3,3%	18,7%
Nasdaq	-26,8%	-5,5%	-4,0%	21,4%
Nikkei	-4,3%	-2,3%	1,0%	4,9%

La Chine, historiquement un des contributeurs principaux de la croissance mondiale est fortement contrainte par sa politique sanitaire restrictive et sa crise immobilière. La croissance mondiale devrait se situer en 2022 à +2,8% et pour 2023, en dessous des 2%. L'enjeu des prochains mois sera l'évolution de l'inflation. Les banques centrales courent le risque d'être à contre-courant et de ne pouvoir lutter contre une inflation des matières premières par le biais de la hausse des taux. En revanche cette hausse va poser des questions de financement aux ménages et aux entreprises. L'autre question difficile pour les Etats est la gestion des prochains budgets et du niveau des déficits souhaités ou tolérés dans un contexte politique en Europe de plus en plus difficile. Les dernières élections en Suède ne sont pas rassurantes et les prochaines en Italie pourraient contraindre les politiques économiques en Europe et sa stabilité.

Les Etats-Unis ne pourront compenser le défaut d'approvisionnement du gaz russe

L'industrie pétrolière américaine a averti qu'elle ne pourrait pas compenser la chute des exportations russes de gaz en Europe. Le prix du baril de pétrole pourrait alors dépasser les 100 \$. Même si les marchés pétroliers se sont affaiblis ces dernières semaines, la remontée des prix devrait intervenir lorsque l'embargo de l'UE sur les ventes russes entrera pleinement en vigueur. Dans ce contexte, les industriels pétroliers américains considèrent qu'ils seront incapables d'augmenter les approvisionnements pour éviter les pénuries hivernales. Les exportations de pétrole et de gaz liquéfié des Etats-Unis ont augmenté mais sont proches d'un maximum et les industriels indiquent que la croissance de la production de brut sera inférieure aux prévisions du gouvernement d'environ 1M de barils par jour cette année. Les forages ne sont pas en

Déception sur l'inflation américaine.

Ralentissement de la croissance mondiale en 2023.

Retour de la hausse des prix du pétrole.

augmentation et d'après certains industriels, le prix du baril pourrait dépasser les 120 \$ le baril cet hiver à mesure que les approvisionnements vont se restreindre. L'Agence internationale de l'énergie a déclaré que les ventes de pétrole de la Russie, le plus grand exportateur mondial, pourraient chuter de près de 20% lorsque l'embargo de l'UE entrera pleinement en vigueur.

L'envolée de la production de schiste a fait des États-Unis le plus grand producteur de pétrole au monde, avec une production avant la pandémie atteignant 13 M b/j, soit plus de 10% de l'offre mondiale. La croissance annuelle de la production pendant les années de croissance a répondu à elle seule à l'augmentation de la demande mondiale, ce qui a permis de contenir les prix du brut au cours des dernières années. La production américaine de la semaine dernière s'est établie à seulement 12,1 millions de b/j après une baisse lorsque les prix du pétrole ont chuté durant la pandémie. De nouvelles inquiétudes concernant la faible croissance de l'offre de schiste apparaissent au moment où les producteurs pétroliers de l'Opep ne devraient pas augmenter leur production. Le cartel a d'ailleurs annoncé un plan pour réduire la production. Le nombre total de plates-formes en exploitation a stagné ces dernières semaines et la productivité par puits a chuté. Finalement, les industriels préfèrent un modèle à faible production, mais générateur de profits plus élevés. Le gouvernement américain s'est battu pendant des mois pour faire baisser les prix du brut et de l'essence, qui ont atteint un niveau record plus tôt cette année, considérant que le maintien d'un prix élevé compliquerait les élections de mi-mandat en novembre. La Maison Blanche a appelé les producteurs de schiste à augmenter l'offre, la secrétaire à l'Énergie, décrivant le pays comme étant sur un « pied de guerre ».

Déception sur l'inflation américaine

Les chiffres de l'inflation américaine ont déçu et les espoirs que la réserve fédérale ralentisse le relèvement des taux ne sont plus d'actualité. L'indice des prix à la consommation a augmenté de 0,1 % en août, au-dessus des prévisions des économistes à -0,1 %. Plus inquiétant, l'inflation sous-jacente, qui élimine les produits volatils comme l'énergie et l'alimentation, a augmenté de 0,6% pour une augmentation annuelle de 6,3%, contre 5,9% en juillet. A cette annonce, les marchés actions ont fortement baissé surtout les valeurs technologiques. Sur les marchés de la dette publique, le rendement des bons du Trésor américain à deux ans, qui est plus sensible aux anticipations de taux d'intérêt, a progressé d'environ 0,2% à 3,75%, après s'être négocié à 3,52% avant la publication des données sur l'inflation. La plupart des économistes prévoient une nouvelle hausse des taux de 0,75%, voire de 1%, ce qui porterait le taux des fonds fédéraux à une fourchette cible de 3% à 3,50%. Les données de l'inflation, la hausse des salaires et un marché du travail tendu signifient que la Fed n'ira pas dans le sens d'un atterrissage en douceur.

Le président américain Joe Biden et ses conseillers économiques espéraient une réduction du chiffre de l'inflation, qui aurait validé sa loi sur la réduction de l'inflation récemment adoptée, un ensemble de politiques en matière de soins de santé et de climat. La hausse de l'inflation est survenue malgré la chute des prix de l'essence au cours des derniers mois. Plus tôt cet été, ils ont dépassé un record de 5\$ le gallon. La moyenne nationale actuelle est de 3,70\$. Au cours des dernières semaines, les décideurs de la Fed ont réaffirmé leur engagement à maîtriser l'inflation et ont mis en garde contre les risques associés à la persistance des pressions sur les prix. Ne pas réussir à faire baisser l'inflation et laisser les attentes de futures hausses de prix s'envoler, est susceptible, selon la Fed, de signifier plus de problèmes économiques plus tard. Les décideurs politiques craignent que la tendance à la baisse des prix de l'essence ne soit pas durable, surtout si les prix de l'énergie grimpent plus tard cette année. La secrétaire au Trésor, Janet Yellen, a mis en garde contre cette possibilité, citant des inquiétudes concernant une pénurie généralisée à travers l'Europe en raison de l'embargo européen.

**Une inflation
sous-jacente US
à 6,3%.**

Les raisons de la baisse des valorisations

Un marché boursier de moins en moins attractif.

Depuis le début de l'année, les marchés boursiers ont chuté entre 15 et 30%, entraînant une baisse des valorisations. Ainsi aux Etats-Unis, le ratio cours/bénéfice à terme du S&P 500 est passé de 22 à 18. Les estimations de bénéfices futurs devant baisser, ce ratio devrait remonter ou plus probablement les cours vont à nouveau baisser. Le marché reste dangereux car les valorisations sont celles du niveau de la fin de 2019. L'environnement était alors très différent. L'inflation mesurée par l'IPC était de 2 % contre 8% aujourd'hui. Les taux sur dix ans étaient de 2% et non de 3,5%. Les taux courts étaient au plancher et maintenant la courbe est inversée. Tous ces éléments devraient plaider en faveur d'un multiple de marché plus faible qu'en 2019. L'inflation, avec la volatilité et l'incertitude qui l'accompagnent, devrait aussi comprimer les multiples. La baisse de la valorisation a été inégalement répartie. Si l'on examine les entreprises du S&P 500 qui ont connu la plus forte baisse de leurs ratios P/E cette année, la liste est dominée par les sociétés cycliques (groupes énergétiques, fabricants de puces) qui suivent leur modèle normal de fin de cycle et les entreprises technologiques (Netflix, Tesla) qui étaient à des niveaux de valorisation trop élevés. Les investisseurs sont aussi confrontés à des valorisations élevées, selon les normes historiques, dans des secteurs tels que la vente au détail et les biens de consommation. Walmart et Coca-Cola sont aussi chers qu'ils l'étaient l'année dernière. Si l'environnement économique devient difficile, le monde financier change aussi : les obligations sont exposées à des taux en hausse, l'inflation érode la valeur des liquidités et il existe maintenant d'autres alternatives de placement puisque le bon du Trésor à trois mois paie plus de 3%. Pour toutes ces raisons, le marché actuel n'est plus particulièrement attrayant.

Le conseil du cabinet. La situation des marchés se complexifie. Les chiffres de l'inflation américaine en août ne laissent pas présager d'inversion de tendance de la part des banques centrales. Dans ce contexte de hausse de taux, le ralentissement de la croissance va s'accélérer surtout en Europe. Nous attendons une publication mauvaise des résultats des entreprises lors du troisième trimestre. Cela pourrait conduire à une baisse des marchés conséquente à court terme. Le groupe américain Fedex, indicateur de l'activité US, a averti ainsi vendredi qu'il n'atteindrait pas ses objectifs, il a perdu 21% de sa valeur en une journée. Prudence. Belmondo aurait ainsi pu dire « c'est dégueulasse » et Jean Seberg de répondre c'est quoi dégueulasse ?

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.