

PURE CAPITAL

LA FIN D'UNE ÉPOQUE

NOMBREUX SONT LES INVESTISSEURS À NE PAS AVOIR PRIS L'EXACTE MESURE DU CHANGEMENT DE PARADIGME QUI A FRAPPÉ DE PLEIN FOUET LES MARCHÉS FINANCIERS EN 2022.

Le retour brutal de l'inflation a accompagné la sortie de la crise sanitaire, provoqué par des politiques monétaires et budgétaires ultra accommodantes alors que l'offre était fortement entravée (tensions dans les chaînes d'approvisionnement et marchés de l'emploi tendus). La guerre en Ukraine et ses conséquences sur les matières premières et les marchés énergétiques ont ensuite aggravé les tensions sur les prix. Les principaux argentiers de la planète ont dû effectuer un virage à 180°, inquiets, à juste titre, de laisser les anticipations des agents économiques déraiper pour de bon. Face aux risques de diffusion incontrôlée de l'inflation dans l'ensemble de l'économie, et après des mois de déni et de tergiversation, la Réserve fédérale américaine (Fed) a finalement décrété un tour de vis dont l'ampleur nous ramène à la période d'avant la crise des *subprimes* de 2008, qui vit le point de départ d'une des plus longues périodes de soutien monétaire à l'économie et à la valorisation des actifs financiers (en dehors de quelques vaines tentatives de normalisation des conditions financières vite avortées devant le danger de dislocation des marchés). Durant la période 2011-2021, les taux d'intérêt réels à dix ans en dollars (après inflation attendue sur la même période) ont oscillé autour de zéro. Maintenus en territoire négatif, autour de -1 %, durant l'épisode Covid, grâce au programme d'achats de titres de la part de la Fed, ils ont nourri l'inflation des prix des actifs financiers et alimenté les bulles de valorisation dans les secteurs les plus favorisés par la crise sanitaire (cloud, e-commerce, cryptoactifs, entreprises de la transition énergétique...), dans les marchés obligataires (écrasement des primes de risque reflétés dans les écarts de taux), et dans de nombreuses classes d'actifs illiquides (*private equity*, immobilier...).

Les actifs obligataires et les actions de croissance les plus chèrement valorisés ont finalement vu leur valorisation se dégonfler en 2022. En effet, le resserrement des politiques monétaires (assèchement des liquidités sur les marchés) et l'abandon des stratégies non conventionnelles de pilotage de la partie longue des courbes de taux d'intérêt ont provoqué une hausse brutale des taux d'intérêt réels (+250 points de base sur les douze derniers mois aux États-Unis). Cette hausse remet la question des valorisations au cœur des préoccupations des investisseurs.

Le choc inflationniste et le retour des banques centrales à davantage d'orthodoxie monétaire fragilisent les gestions d'actifs qui négligent les



calculs de rendement attendu. Ils signent le retour de la gestion dite "value" (accent mis sur la recherche d'actifs faiblement et injustement valorisés), des méthodes traditionnelles d'actualisation des *cash-flows*, et de la gestion active de portefeuille. Ils renforcent l'attrait des obligations dans les gestions à risque équilibré, en particulier dans les segments souverains et *investment grade* (faible risque de défaut) trop longtemps manipulés par les banques centrales. Plus fondamentalement, ils redonnent aux notions de prix de marché et de prime de risque toute leur valeur en tant qu'informations primordiales à destination des investisseurs.

L'ère des taux négatifs a entretenu l'illusion que les banquiers centraux seraient toujours du côté des investisseurs (le fameux *put* de la Réserve fédérale), au risque de compromettre sérieusement leur crédibilité. Elle a réduit l'efficacité de l'allocation de l'épargne mondiale. Cette longue parenthèse ouverte par la crise financière de 2008 est sur le point d'être fermée. À l'avenir, il ne suffira plus d'investir dans les secteurs réputés porteurs, en faisant fi des questions de valorisation, pour être assuré de dégager des rendements attrayants. Nous assistons au retour salutaire des fondamentaux dans la gestion des actifs financiers.

Dominique Marchese
Head of Equities & Fund Manager