

4 AVRIL 2022

NOTE MENSUELLE - ACTIONS

Par Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

LES MARCHÉS FONT PREUVE D'UNE RÉSISTANCE INATTENDUE

Le fort redressement des marchés d'actions depuis l'invasion russe de l'Ukraine (24 février) a de quoi surprendre les plus aguerris des investisseurs. Les principaux indices boursiers dépassent même leur niveau d'avant le déclenchement des hostilités. Les pertes enregistrées depuis le début de l'année (4 à 6% selon le cas) paraissent bien légères au regard de l'extrême gravité des événements géopolitiques. S'ajoutent à cette guerre la perspective d'une sortie plus rapide que prévu des politiques monétaires ultra-accommodantes dans le cadre de pressions inflationnistes plus connues depuis le début des années 80 et d'une réelle surchauffe de l'activité américaine, et pour finir les risques de nouvelles tensions dans les chaînes d'approvisionnement mondiales alors que la Chine connaît une vague inquiétante de contaminations au variant Omicron (confinements imposés dans plusieurs grandes villes avec toutefois la volonté de Pékin de mieux préserver la production industrielle et les activités portuaires, contrairement à l'hiver 2020). Les indicateurs d'appétit pour le risque et les valorisations montrent que **les scénarios extrêmes ne sont pas pris en compte par les marchés**. Les niveaux de volatilité restent bien modestes par rapport au pic enregistré au printemps 2020 (1ère vague de la pandémie de SARS-CoV-2). Une éventuelle extension du conflit dans le temps et l'espace, une forte hausse des taux d'intérêt en dollar, et pour finir un retour de la crise sanitaire ne sont nullement reflétés dans les prix de marché. Que la valorisation des actions soit grosso modo celle d'avant le début de la guerre, d'avant la nette aggravation des pressions inflationnistes (rapport cours sur bénéfices 2022 du MSCI All Country World Index égal à 17), autrement dit qu'elle nie pour de bon le risque accru de stagflation (fort ralentissement économique couplé à une inflation galopante) ne peut que traduire le grand malaise des investisseurs lorsqu'il s'agit de donner un prix à des risques qu'ils ont le plus grand mal à appréhender, et d'intégrer un éventuel changement majeur de paradigme. **Comment valoriser les primes de risque alors que nous quittons pour de bon les rivages d'une ère de paix et de désinflation qui fut la toile de fond des marchés durant plusieurs décennies ?** La perspective d'une sortie de la « mondialisation heureuse » et l'hostilité grandissante des démocraties à l'encontre de l'Occident démocrate et libéral sont-elles imprudemment négligées par les investisseurs ?

LA GUERRE EN EUROPE

Six semaines d'un conflit particulièrement meurtrier en Ukraine se sont déjà écoulées, avec ses lourdes conséquences sur les prix de l'énergie, des métaux et des produits alimentaires, ainsi que sur les chaînes d'approvisionnement des industries européennes, plus particulièrement des entreprises allemandes (l'indice IFO du climat des affaires est proche du seuil d'alerte d'une récession). L'Europe doit faire face au défi d'une nouvelle vague migratoire sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale (plus de quatre millions d'Ukrainiens ont quitté leur pays depuis le 23 février). Les gouvernements du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord tremblent à l'idée de nouvelles émeutes de la faim pouvant conduire à des chocs politiques comparables au « Printemps arabe » des années 2010 (envolée des prix du blé et risques élevés de pénuries de produits agricoles et d'engrais azotés puisque, par exemple, le tiers des exportations mondiales de blé provient de Russie, d'Ukraine et de Biélorussie). Les **conséquences économiques** sont encore difficiles à mesurer avec précision : beaucoup dépendra de la durée du conflit, des modalités d'une redéfinition des équilibres géopolitiques après la guerre, et de l'évolution des prix de l'énergie et des matières premières qui accentuent fortement les pressions inflationnistes issues de la crise de la Covid-19. La perte de pouvoir d'achat des ménages dont les revenus ne progressent pas aussi vite que l'inflation est considérable (-3,5% dans les pays de l'OCDE selon

Natixis). Les premières estimations sont évidemment alarmantes. Les révisions de prévisions pour la zone euro pointent vers une perte de croissance du produit intérieur brut (PIB) d'environ 1,5% pour l'année en cours : la croissance en volume de l'activité attendue initialement en progression d'au moins 4% (sortie de crise Covid) ne devrait plus atteindre que 2,5% environ (après +5,3% en 2021). Cette prévision peut sembler rassurante puisqu'elle n'annonce pas de récession en 2022. Elle est en réalité trompeuse car l'acquis de croissance enregistré à fin 2021 se montait déjà à 2%. Autrement dit, **le consensus des économistes pointe vers une croissance pratiquement atone dans la zone euro pour le reste de l'année !** Nous insistons sur ce point : il s'agit bien d'une révision significative à la baisse des attentes qui ne parient pourtant pas sur une aggravation de la crise provoquée par une éventuelle escalade du conflit. Les révisions du consensus pour la croissance mondiale sont d'ailleurs plus modérées (autour de 0,5% à la baisse), mais nous ne sommes sans doute qu'au début du processus de révision (consensus mondial à +4% pour 2022, alors que les économistes des Cahiers Verts de l'Economie ne tablent déjà plus que sur 3% de croissance réelle du PIB). La croissance américaine plus robuste avoisinerait 3% (prix de l'énergie nettement moins élevés qu'en Europe, activité industrielle moins pénalisée par la guerre en Ukraine) tandis que la Chine serait portée par sa propre dynamique (politiques monétaire

et budgétaire plus expansives dans un contexte sanitaire incertain, signes de stabilisation des prix de l'immobilier neuf).

Du côté du consensus des bénéfiques, la situation est plutôt rassurante car les attentes du début d'année, avant le déclenchement du conflit, étaient trop prudentes dans un contexte de sortie de crise Covid et de reprise généralisée de l'activité (cf. nos lettres mensuelles précédentes). Ainsi, malgré la guerre et le choc inflationniste, les consensus se sont plutôt ajustés à la hausse avec des attentes de progression d'environ 9% pour les bénéfiques 2022 des entreprises des indices STOXX Europe 600 et S&P 500. Jusqu'à présent, de façon générale, les entreprises ont plutôt bien encaissé l'envolée de leurs coûts de production grâce à leur *pricing power*, leurs gains de productivité, et pour certaines d'entre elles, des politiques de couverture efficaces sur les marchés de l'énergie. Il est évidemment plus facile de protéger ses marges dans un contexte de demande forte, de carnets de commandes bien garnis, et de pénuries généralisées qui amènent les clients finaux à privilégier l'accessibilité aux matières premières et produits intermédiaires au détriment de leurs prix d'achat. **Si**

la croissance mondiale reste supérieure à 3,5% en 2022, les révisions à la baisse des estimations bénéficiaires resteront contenues. Il n'en serait plus de même si le scénario de stagflation s'installe pour de bon.

Signalons enfin que si les indices boursiers ont bien retrouvé et même dépassé leur niveau d'avant le début de l'invasion de l'Ukraine, **la dispersion des performances sectorielles est considérable.** Les valeurs bancaires et les constructeurs/équipementiers automobiles de l'indice STOXX Europe 600 perdent encore plusieurs dizaines de pourcents depuis le 23 février alors que les titres miniers, les producteurs de gaz et de pétrole, les entreprises de l'industrie de la défense (auparavant décriées dans le cadre des gestions qualifiées de socialement responsables, et longtemps menacées d'ostracisme par le projet européen de taxonomie), les valeurs pharmaceutiques (moins sensibles au PIB) et les titres technologiques (qui avaient auparavant souffert de la hausse des taux d'intérêt et de la correction de l'indice Nasdaq) sont les grands « gagnants » du drame qui frappe l'Ukraine.

RENFORCEMENT DE LA SOUVERAINETÉ EUROPÉENNE : VERS UNE ÉCONOMIE DE GUERRE ?

Nous avons déjà décrit les conséquences les plus visibles du conflit dans notre note mensuelle du mois de mars. Nous insistons ici sur ses implications en Europe, la région la plus impactée à court terme par la guerre compte tenu de sa dépendance à l'énergie et aux matières premières russes.

Ce nouveau choc accélère la prise de conscience de l'Union européenne quant à la nécessité absolue d'assurer sa souveraineté dans des secteurs stratégiques trop longtemps ignorés. La crise sanitaire avait très rapidement démontré la trop forte dépendance de l'Europe à quelques fournisseurs d'équipements médicaux et de principes actifs indispensables à la fabrication de médicaments pourtant essentiels. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement ont ensuite considérablement renforcé les politiques de relocalisation de productions jugées stratégiques (notamment dans les semi-conducteurs et les matériels pour les énergies renouvelables). Pour finir, le retour de la guerre sur notre continent, dont un belligérant ne cache pas sa haine de l'Occident libéral et cherche par tous les moyens hybrides à affaiblir nos démocraties, **contraint les Européens à repenser leurs politiques énergétique, agricole, industrielle et militaire.**

Consciente qu'elle ne pourra tout demander à l'Otan pour sa sécurité - le retour des États-Unis en Europe après l'abandon du Moyen-Orient et le choix du pivot asiatique est-il crédible et durable ? - et qu'elle doit absolument œuvrer pour son indépendance énergétique et sa souveraineté numérique, **l'Union européenne se prépare à un effort gigantesque d'investissements dans les prochaines années qui justifiera des politiques budgétaire et monétaire bienveillantes**, ce dernier point étant capital. C'est le message délivré par Bruxelles dans le cadre de son ambitieux programme « REPowerEU » d'indépendance à l'égard des énergies fossiles russes qui complète le plan intitulé « Fit for 55 » de réduction des émissions de CO₂ de 55% par rapport à 1990 d'ici à 2030. Ce nouveau plan adopté dans l'urgence et qui joue sur différents leviers (économies d'énergie, développement des énergies renouvelables et de l'hydrogène vert, diversification des sources d'approvisionnement en gaz naturel qui s'ajoutera à celle en métaux stratégiques indispensables aux

transitions numérique et énergétique, électrification accélérée de l'économie) démontre que **l'Union européenne est encore capable de prendre des décisions courageuses à vingt-sept**, consciente de ses fragilités accumulées par des décennies d'impérities politiques. L'Union n'est plus seulement un projet économique dès lors où elle est prête à assumer son rôle de puissance politique mondiale garantie par un renforcement de sa dissuasion militaire. Certains observateurs n'hésitent pas à parler d'économie de guerre lorsque les pouvoirs publics cherchent à mobiliser et à optimiser l'utilisation de toutes les ressources disponibles (notamment l'épargne privée) dans le cadre d'un considérable effort de guerre. Certes, l'Union européenne n'est pas en guerre, mais on peut affirmer qu'elle n'est plus en paix.

Les conséquences à court terme du conflit et des sanctions imposées à la Russie justifient, dans le chef des investisseurs, la plus grande prudence à l'égard des économies européennes. Nous pensons toutefois qu'**après la guerre, les initiatives de l'EU doperaient la croissance potentielle du Vieux Continent qui ne manque pas d'atouts.** Des politiques publiques résolument expansionnistes ne pourront s'accommoder d'une politique monétaire restrictive de la part de la Banque centrale européenne (BCE). **Les taux d'intérêt réels en euro pourraient finalement rester durablement négatifs afin de pouvoir financer l'effort budgétaire des États** (une aubaine pour les actifs risqués et plus particulièrement les actions). Même si son discours fut récemment plus offensif au sujet de la lutte contre l'inflation, la BCE devrait tenir compte de l'absence jusqu'à présent d'effets de second tour. L'inflation en Europe reste essentiellement le résultat d'un choc d'offre, il n'y a pas d'accélération à la hausse des salaires (du moins pas en 2022, mais cela pourrait changer l'an prochain si l'inflation reste très supérieure à 2%), de surchauffe de la demande finale, ni de dérapage des anticipations d'inflation à plus long terme. La perte de pouvoir d'achat des ménages liée aux pressions inflationnistes joue naturellement un rôle de modérateur de la demande, ce qui pourrait s'observer assez rapidement dans le secteur immobilier résidentiel fortement touché par la hausse des prix des matériaux de construction. La situation est plus problématique aux États-Unis.

FACE À L'INFLATION, LA RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE NE BAISSÉ PAS LA GARDE

La Réserve fédérale a décidé de relever d'un quart de point (0,25%) son principal taux directeur et envisage de le porter à 1,75%-2% d'ici fin décembre, contre 0,25%-0,5% actuellement. Le taux des Fed funds pourrait même atteindre 2,75% d'ici fin 2023, ce qui serait compatible avec une politique monétaire légèrement restrictive. Selon la Réserve fédérale, qui prévoit également de réduire la taille de son bilan sans préciser toutefois les modalités, l'économie américaine est suffisamment solide pour absorber un tel resserrement monétaire jugé nécessaire pour lutter contre les pressions inflationnistes qui ne concernent plus seulement les secteurs les plus impactés par la crise sanitaire.

On est loin du discours sur le caractère transitoire de l'inflation provoquée par un choc d'offre (goulets d'étranglement dans les chaînes logistiques) et qui s'est finalement fracassé sur le mur des réalités. L'économie américaine est bien en surchauffe, le dernier programme de relance de l'Administration démocrate de Joe Biden fut sans doute le plan de trop.

La perspective de relèvement des taux directeurs de la Réserve fédérale a pour le moment peu d'impact sur la partie longue de la courbe des taux en dollar qui demeure étonnamment calme, **ce qui explique d'ailleurs la très bonne résistance des actions américaines** et notamment des valeurs technologiques très sensibles à la hausse du coût du capital. Le taux à dix ans navigue dans une fourchette de 2,35 à 2,5%, les anticipations d'inflation à long terme ne dérapent pas, ce qui témoigne de la forte crédibilité d'une banque centrale qui ne s'inquiète pas des répercussions de son discours sur les marchés financiers et le secteur immobilier. La courbe des taux est à présent très plate entre les maturités deux ans et trente ans avec même une légère inversion qu'il ne faudrait toutefois pas interpréter comme annonciatrice d'une contraction future de l'activité économique. Les récessions des dernières années n'ont jamais été directement provoquées par la Fed qui devrait garder une bonne dose de flexibilité selon l'évolution des prix et de la croissance américaine.

CONCLUSION

La guerre en Ukraine accentue les tendances déjà observées durant la crise de la Covid-19 et qui remettent sérieusement en cause la toile de fonds qui fut celle des économies et des marchés financiers depuis la disparition de l'Union soviétique. **La mondialisation est menacée** par un retour des frontières et des politiques souverainistes, et se voit fragilisée par l'affaiblissement du leadership américain. Les relocalisations de secteurs jugés stratégiques annoncent la fracturation des chaînes de valeur, la perte d'efficacité de l'économie mondiale (moindre usage des avantages comparatifs dans le commerce international) et finalement davantage d'inflation structurelle. Dans le même temps, **en Europe, une vague d'investissements sans précédent dans le numérique, la défense, la transition énergétique et de nombreux secteurs stratégiques**, qui dopent l'activité et la croissance potentielle, accompagnera l'effort de transformation de l'économie qui exigera des **politiques budgétaire et monétaire bienveillantes**. Les taux d'intérêt nominaux devraient ainsi

A ce stade, nous ne jugeons pas que la politique de la Fed soit une réelle menace pour la stabilité des indices boursiers. Il faudra toutefois surveiller l'évolution des taux longs en dollar puisque la cherté des actions américaines les rend particulièrement vulnérables à une éventuelle hausse du coût du capital.

Mais les actions ne sont pas seulement dépendantes des conditions de liquidité et donc des taux d'intérêt et de la politique monétaire. La dynamique des profits est évidemment essentielle. La plus grande prudence de la Réserve fédérale, qui prévoit une croissance du PIB de 2,8% en 2022 (contre 4% en décembre), conséquence d'une inflation beaucoup plus forte qu'escompté (prix à la consommation en février +7,9% sur un an, son plus niveau depuis quarante ans), devrait logiquement amener les investisseurs à modérer leurs attentes dans les prochains mois. Dans une économie dont les deux tiers de la richesse reposent sur la consommation, le comportement des ménages reste un paramètre fondamental. **L'évolution des salaires** (+5,6% en mars en variation annuelle), au-delà des gains de productivité, est également **une question cruciale dans un pays où le partage de la valeur ajoutée fut clairement en faveur des actionnaires** durant les deux dernières décennies. La baisse du taux de participation, le phénomène de grande démission (cf. nos notes mensuelles précédentes), la démographie (difficulté de remplacer les départs à la retraite), le développement du syndicalisme dans des entreprises telles qu'Amazon pourraient bien annoncer un renversement du rapport de force entre les salariés et les entreprises dont les marges flirtent toujours avec leurs niveaux records. **Un dérapage des salaires** dans une économie où de nombreux secteurs peinent à recruter et où l'inflation rogne significativement le pouvoir d'achat des ménages **ne serait pas une bonne nouvelle pour les actions américaines**. Cependant, **à plus court terme**, dans le chaos de la guerre en Europe, **la bourse de New York continue de jouer son rôle de « marché refuge »** pour les investisseurs internationaux qui apprécient certainement son éloignement géographique du théâtre des opérations militaires.

rester inférieurs à l'inflation, ce qui signifie des taux d'intérêt réels durablement négatifs favorables à la valorisation des actifs.

A plus court terme, les marchés seront dominés par l'évolution du conflit. Plus la guerre s'enlise, plus ses effets sur les prix de l'énergie, des métaux et des produits alimentaires seront durables, plus les effets sur l'économie mondiale seront désastreux (stagflation) ; et pour finir, plus la pression sera forte pour revaloriser les salaires (le cauchemar des banquiers centraux car, dans leur lutte contre l'inflation, ils sont contraints par le niveau élevé des dettes). Le niveau général des marchés boursiers ne reflète en rien les risques d'escalade et de stagflation, et encore moins la perspective d'un changement radical de paradigme (scénario de « démondialisation »). Dans cet océan d'incertitudes, l'investisseur veillera à **maintenir une diversification géographique et sectorielle optimale**.

DISCLAIMER

Le contenu ci-dessus a été produit et est diffusé par Pure Capital S.A. Il est donné à titre informatif uniquement et a pour objectif de présenter les activités de gestion de la société Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») ainsi que de donner des informations au sujet de ses stratégies d'investissement. Les informations ou données (incluant les textes et les supports photo) reprises dans ce document sont protégées par le droit d'auteur et toute reproduction ou distribution de celles-ci à des tiers, entièrement ou partiellement, sans l'approbation préalable de Pure Capital, est interdite.

Pure Capital se réserve, à tout moment, le droit de modifier ou changer les données contenues dans ce document sans communication préalable.

Ce document ne doit en aucun cas être assimilé à une offre en vue d'acquiescer/vendre un instrument financier ou à une quelconque activité de démarchage ou de sollicitation à l'achat ou à la vente de d'instruments financiers ou d'investissement. Toutes les informations publiées ici ne sont fournies qu'à titre informatif et ne constituent en aucun cas des conseils en investissement. Néanmoins, aucune garantie ne peut être donnée sur leur exactitude ou exhaustivité. Ces informations n'ont pas été préparées conformément aux exigences légales favorisant l'indépendance de la recherche en investissements, et devraient dès lors être considérées comme une communication marketing. Bien que ce contenu ne soit soumis à aucune interdiction d'utilisation avant sa diffusion (par exemple, pour exécuter des ordres), Pure Capital ne cherche pas à en tirer profit.

Pour plus de détails concernant les produits d'investissement, les documents de vente officiels (le Document d'Information Clé pour l'Investisseur, le prospectus, le rapport semestriel et le rapport annuel) sont disponibles gratuitement sur simple demande auprès de Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») (tél. : +352 26 39 86) ou par consultation du site internet www.purecapital.eu.

Les informations reprises dans ce document sont fournies de bonne foi et ne sauraient engager la responsabilité de Pure Capital.

Il ne peut y avoir aucune garantie que des objectifs d'investissement seront obtenus. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les performances peuvent varier au fil du temps. La valeur nette d'inventaire du portefeuille dépend des tendances du marché. Tout fonds d'investissement est donc soumis aux fluctuations des marchés et l'investisseur pourrait ne récupérer qu'un montant inférieur à celui qu'il a investi.

Des frais de conservation annuels, ou droits de garde, peuvent être prélevés par votre teneur de compte. Ils varient d'un établissement à l'autre. Pour les connaître, veuillez-vous en informer.

Ce document vous est fourni à la condition qu'il ne constituera pas une base primaire à des investissements. Tout investissement devrait être le fruit d'une décision suffisamment éclairée et avertie.