

04/07/2022

Sommaire

- > Performances des indices (en %)
- > Point macro

« Nous avons le plaisir de vous faire parvenir la dernière livraison de notre Lettre trimestrielle. Elle vient ponctuer un trimestre marqué par une forte baisse des indices boursiers inquiets des risques macroéconomiques, en particulier l'inflation.

Nous vous souhaitons d'excellentes vacances et vous donnons rendez-vous le 21 septembre pour notre soirée Invader au MiMa. »

Les équipes de la Banque Transatlantique Belgium

► PERFORMANCES DES INDICES (EN %)

En date du 30/06/2022	BEL 20	CAC 40	EuroStoxx 50	S&P500 (en \$)	Msci World (en €)	Nikkei (en ¥)
I mois	-5,45	-8,44	-8,82	-8,39	-6,61	-3,25
3 mois	-11,46	-11,07	-11,47	-16,45	-11,84	-5,13
Depuis le 01/01/2022	-14,57	-17,20	-19,62	-20,58	-14,43	-8,33
1 An	-10,76	-8,99	-14,99	-11,92	-4,62	-8,33
3 Ans	3,79	6,93	-0,54	28,68	26,65	24,05
5 Ans	-2,94	15,67	0,38	56,20	44,65	31,74

Source Bloomberg

► POINT MACRO

Le risque macroéconomique pèse sur les marchés

Les indices boursiers ont continué leur chute au cours du deuxième trimestre (voir tableau des performances). En cause : la dégradation rapide de l'environnement macro-économique. Les pressions inflationnistes (hausse des prix de l'énergie, de l'alimentation et des salaires), que le marché espérait transitoires, semblent inscrites dans la durée. Nul doute que la guerre en Ukraine n'a fait qu'accentuer un contexte économique qui nécessitait, déjà avant le début du conflit, un resserrement monétaire.

Vers la fin des taux négatifs

Après avoir atteint de nouveaux sommets, **les taux d'inflation des pays développés ne montrent toujours pas de signes d'apaisement**, renforçant le risque de désancrage des anticipations d'inflation et de **spirales inflation/salaires nuisibles à la compétitivité** et, à moyen terme, à la croissance. Les investisseurs ont dans ces conditions violemment réagi à la publication des chiffres d'inflation aux États-Unis. Ces derniers n'ont montré aucun point d'inflexion en juin : 8,6% en glissement annuel contre 8,3% attendu par le marché. Suite à cette publication, **les marchés boursiers et obligataires ont connu leur pire évolution depuis plusieurs trimestres.**

Le pic d'inflation mondial ne pourra probablement pas être atteint avant que les tensions sur les chaînes d'approvisionnement se réduisent significativement et que les entreprises aient répercuté les hausses de coûts subies. D'ici là, **le spectre d'une inflation à deux chiffres** – déjà atteintes dans certains pays comme l'Espagne – continuera à obliger les autorités monétaires à **resserrer vigoureusement et rapidement leurs taux directeurs**. Ce mouvement s'est d'ailleurs généralisé parmi les pays développés. La Banque nationale suisse, généralement prudente, a aussi créé la surprise en juin en démarrant un resserrement pour faire face à la progression de l'inflation.

Pilotage compliqué en Europe

Aux États-Unis, la Réserve fédérale relèvera probablement son taux directeur à chacune de ses réunions d'ici le début 2023 en continuant sur un rythme rapide (après +75bp en juin), avec +75pb attendus en juillet. Pour la Banque centrale européenne, l'exercice est plus complexe du fait du **risque de fragmentation financière entre les pays de la zone euro**. Le retour rapide des taux de rémunération des dépôts vers 1,75% au deuxième trimestre 2023 (avec des hausses pour démarrer de 25 puis 50 pb en juillet et septembre) reste conditionné à la mise en œuvre d'un outil qui vise à contenir la hausse des spreads des pays périphériques (écart entre les taux des pays du sud de l'Europe et celui de l'Allemagne) qui peuvent, si rien n'est fait, rappeler la crise de l'euro de la décennie précédente.

En Europe comme aux États-Unis, le discours « hawkish » (politique restrictive) des banques centrales contribue à la remontée des taux réels (voir graphique). L'excès d'inflation obligera à poursuivre le resserrement monétaire en territoire restrictif. De plus, les émissions de dette des États constitueront un autre catalyseur haussier majeur des taux pour les prochains mois alors que les banques centrales ne seront plus présentes pour l'absorber.

Les investisseurs doivent dès lors apprendre à vivre avec des taux à la hausse, changement pénalisant pour les détenteurs d'obligations, mais aussi pour le marché actions qui s'était habitué à un environnement de taux bas.

Le retour du risque de récession ?

Dans ce contexte difficile, les risques sur la croissance ont pris de l'ampleur au cours du mois de juin avec l'enlisement du conflit en Ukraine, la normalisation difficile de l'offre (y compris de l'énergie avec des ruptures d'approvisionnement possible), des pressions inflationnistes qui continuent à se renforcer et, enfin, le durcissement des conditions financières par les banques centrales.

L'amplitude du ralentissement dans les pays occidentaux constitue une incertitude à ce stade. Tandis que les investisseurs envisageaient un scénario de « soft landing » au printemps, ils commencent à présent à envisager l'hypothèse d'un hard landing de l'économie mondiale. L'intensité de la crise actuelle restera selon nous dépendante de facteurs comme l'approvisionnement en énergie (accès au gaz russe pour les États européens ?) ou le risque d'une reprise de l'épidémie de Covid.

Taux réels à la hausse aux États-Unis.
Source : Bloomberg.



Quelles alternatives aux actions ?

L'environnement économique appelle donc à une certaine prudence sur les marchés financiers à court terme. Sans un signe de stabilisation de l'inflation, les banques centrales ne relâcheront pas leur discours « hawkish » et il est probable que la tendance sur les marchés restera indécise pendant l'été. Nous restons donc prudents à l'égard des rallyes sur les marchés actions, qui seront probablement de courte durée tant que des signes – même modestes – d'amélioration fondamentale n'apparaîtront pas.

Les publications des résultats des entreprises du deuxième trimestre (au cours du mois de juillet) seront particulièrement scrutées par les investisseurs qui essayeront de juger ce qui a déjà été intégré par les marchés. Les attentes des analystes ne reflètent actuellement pas la détérioration de l'activité. Le consensus des analystes prévoit toujours 9% de croissance des bénéfices aux États-Unis et 12% en Europe pour 2022 ce qui peut sembler ambitieux. Les titres qui seront jugés encore trop chers par les investisseurs et dont les résultats seraient décevants, risquent d'être à nouveau sanctionnés.

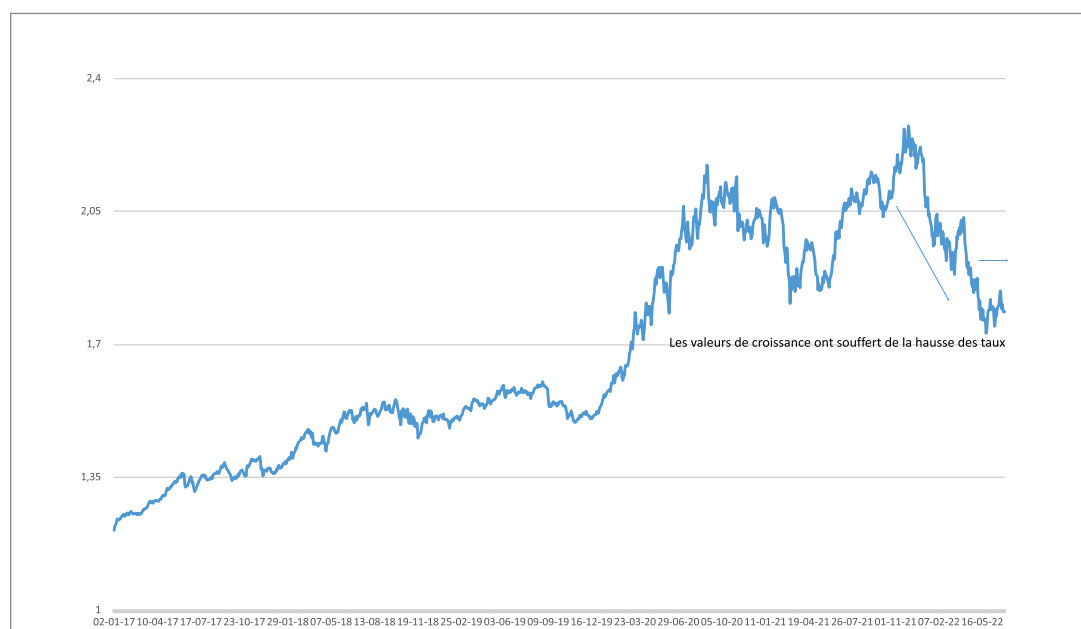
Nous avons au cours des derniers mois réduit notre exposition aux actions, en particulier en nous recentrant sur les composantes qui nous semblent plus solides pour traverser la crise actuelle. Même si l'effet TINA (« There is no alternative »), souvent retenu pour justifier l'appétit pour les actions, est déforcé par la hausse des taux réels, nous continuons de penser qu'il existe des opportunités au sein de cette classe d'actifs. Les obligations, quant à elles, resteront sous pression tant que les taux d'intérêt sont à la hausse.

Être très sélectif

Avec les perspectives de croissance économique en détérioration et la dynamique moins forte de la hausse des taux d'intérêt, nous pensons que les actions américaines de qualité resteront plus résilientes. Depuis le début de l'année, nous avons pu constater la piètre performance des valeurs de croissance et donc du marché américain. Le value, c'est-à-dire les actifs pour lesquels l'écart entre prix et valeur est le plus faible, s'est d'ailleurs mieux comporté. Avec la hausse rapide des taux d'intérêt, les investisseurs ont préféré privilégier les actifs dont le cours est proche de sa valeur intrinsèque. À l'inverse, les titres jugés chers comme la technologie ont été fortement pénalisés. Les valorisations de ces titres sont toutefois à présent revenues à des niveaux plus raisonnables. De plus, le dollar connaît de loin la meilleure performance depuis le début de l'année, porté par le resserrement monétaire rapide de la Fed et l'aversion au risque (conflit, sanitaire, récession). À court terme, les risques restent haussiers du fait de l'action précipitée de la Fed, mais également de facteurs d'incertitudes importants comme le cycle mondial.

Nous restons aussi favorables aux actifs boursiers chinois où la situation est en cours d'amélioration rapide. Si l'économie de la Chine reste dépendante de la circulation du virus en l'absence de vaccination efficace, les restrictions devraient s'avérer moins fortes et moins longues alors que les autorités apprennent à mieux contrôler le virus. L'impact économique devrait s'atténuer au fil du temps, ce qui permettra aux indicateurs d'activité chinois de rebondir, d'autant que le gouvernement a nettement renforcé le soutien budgétaire et monétaire. Il pourrait même l'être encore davantage à l'approche du Congrès du Parti communiste qui se tiendra à l'automne. Le niveau de valorisation des actions chinoises, particulièrement attrayant, contraste enfin avec celui des pays occidentaux.

Evolution des valeurs de croissance vs. value aux États-Unis (Ratio S&P growth / S&P value)



Les cryptos-monnaies en difficulté

Prise dans la tempête mondiale de l'inflation et la hausse des taux de la Fed, **l'année 2022 a été ponctuée par l'éclatement de la bulle des cryptos-monnaies**. Cette classe d'actif a connu une période faste post-pandémique portant sa capitalisation totale, au 9 novembre 2021, à près de 3 000 milliards de dollars dont 53% composés uniquement de bitcoins. **Ce qui peut désormais s'appeler un krach a fait disparaître en l'espace de 8 mois plus des deux-tiers de la valeur totale du marché des cryptos**, la faisant passer sous le trillion de dollars. Au 18 juin, le bitcoin s'échangeait à 17.600 dollars, un niveau 70% inférieur à son plus haut. Pire encore, Ether a chuté de plus de 80%, Cardano et Solana de 85%. Enfin, le Dogecoin, qui converge vers zéro, a perdu plus de 90 % de sa valeur depuis qu'Elon Musk en a fait la louange en mai 2021.

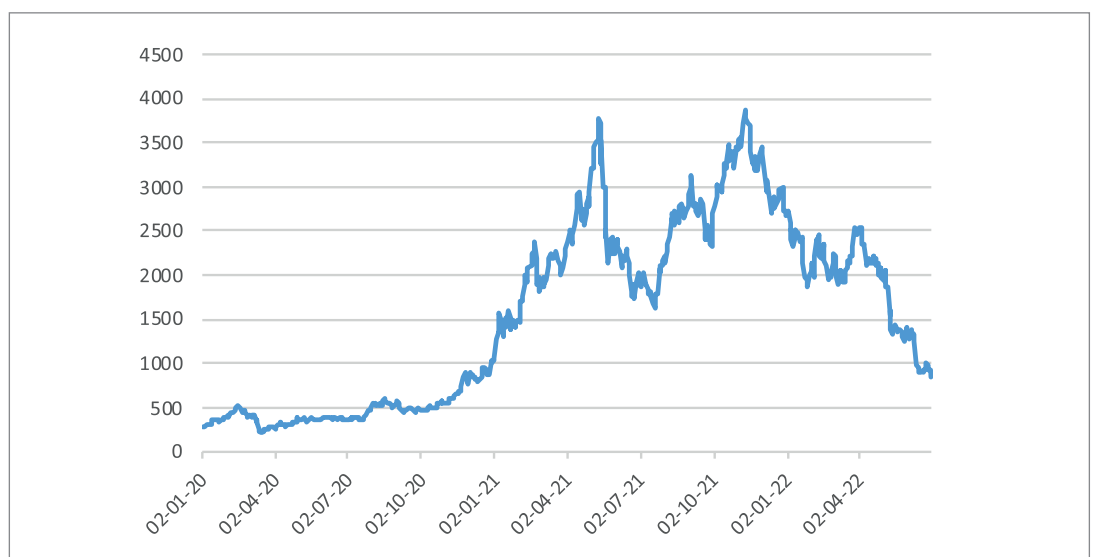
De désillusion en désillusion

Principale cause de la déroute des cryptos : la liquidité. Celle-ci s'affaiblit en particulier lors de phases de correction. A titre d'exemple, seuls 127 milliards de dollars de bitcoins circulent sur les marchés, soit 14% des bitcoins créés. Or, **le manque de liquidité d'un actif le rend plus fragile en cas de retournement**. Dans un contexte de hausses de taux, les valorisations des actifs les plus spéculatifs ont drastiquement diminué. Et à ce titre, **le bitcoin s'est révélé être davantage corrélé au secteur technologique qu'à l'inflation**. La déroute de l'univers provoqué par le nouveau paradigme macro-économique a entraîné dans son sillage plusieurs acteurs de la sphère : fonds spéculatifs (hedge fund), prêteurs de cryptos ou plateformes de trading de cryptos qui ont dû recourir à des mesures exceptionnelles pour faire face à la crise, suscitant l'inquiétude des investisseurs et entraînant une spirale baissière toujours difficile à enrayer aujourd'hui.

L'estocade portée par les cryptos TerraUSD et Luna

Digne d'un thriller policier, **la crise du Terra s'est manifestée avec une rapidité et une intensité sans pareille** qui a vu la crypto Luna perdre 99% de sa valeur en l'espace de quelques jours. A l'origine, TerraUSD (UST) et Luna étaient des cryptos-monnaies adossées à la blockchain Terra afin de garantir la parité avec le dollar. Celle-ci était assurée via un mécanisme d'achat/vente du Luna : lorsque l'UST valait plus de 1 USD, des Lunas étaient détruits pour augmenter l'offre d'UST. À l'inverse, lorsque l'UST valait moins de 1 USD, des Lunas étaient achetés grâce à la réduction de l'offre d'UST. Un mécanisme qui fonctionnait et attirait les traders en cryptos qui considéraient ces « stablecoins » comme des liquidités. Début 2022, ces deux cryptos ont même atteint respectivement 30 et 19 milliards de dollars. Ce mécanisme s'est enrayé : le 9 mai, les réserves de liquidités se seraient asséchées après que l'UST a commencé à se négocier légèrement sous la parité avec le dollar. Dans le même temps, **certains acteurs de marché ont parié sur la baisse du Luna, faisant chuter son cours presque instantanément** tant la liquidité était faible. Pour soutenir l'UST, 1,5 milliard de dollars du Trésor de Terra ont été utilisés et davantage de Luna ont été émis. Mais il était trop tard, **la panique Terra a entraîné un « bank run 3.0 »** entraînant tous les acteurs de l'écosystème Terra dans la déroute ainsi que l'ensemble du marché des cryptos.

Indice Bloomberg Galaxy Crypto
Index - Capitalisation totale du marché
des cryptos depuis le 01/01/20.
Source : Bloomberg



BANQUE TRANSATLANTIQUE BELGIUM