



MACRO

## Contexte macro-économique

Par Jules Stevens, Senior Portfolio Manager

### Volatilité

Tout le monde souhaite entrer en bourse à un niveau bas, prendre des bénéfices à un certain sommet, pour ensuite racheter à un niveau plus bas. Et ainsi de suite... Bien sûr, ce n'est pas possible.

Le court terme en bourse est imprévisible. Si des téraoctets de commentaires sont publiés chaque jour, ils n'offrent pas d'enseignements concluants : personne ne peut dire avec certitude ce qui se passera le lendemain sur les marchés boursiers. L'économie n'est pas une science exacte et la dynamique économique est déterminée par d'innombrables facteurs. Sur le long terme, on peut, toutefois, affirmer avec un certain degré de certitude que les actions offrent les meilleurs rendements en comparaison aux obligations ou aux livrets d'épargne. Depuis sa création en 1927, un investissement dans le S&P a généré un rendement total de 9,61 % par an alors qu'un investissement en obligations d'Etat a produit environ 4 % et qu'une obligation d'épargne a offert 2 %. Ajustez ces chiffres en fonction de l'inflation et vous obtiendrez respectivement 7,61 %, 2 % et 0 %. Et pour connaître votre rendement net final, vous devrez encore déduire les frais et les taxes.

Le S&P 500 américain progresse donc structurellement avec l'économie américaine en moyenne de 9,61 % par an depuis 1927. Mais il y a des années où les rendements sont, par exemple, à des niveaux de + 30 % mais aussi de - 25 %. D'un point de vue historique, tous les résultats compris entre 50 % et - 50 % par an ont déjà eu lieu. Si vous aviez toléré une telle volatilité tant dans les bons que dans les mauvais moments, alors vous auriez obtenu en moyenne ce « +9,61 % brut par an » depuis 1927.

### Inflation

Dans une économie où la banque centrale mène une politique de monnaie forte, la lutte contre l'inflation est essentielle. **En effet, l'inflation est un tueur silencieux mais impitoyable de la croissance économique.**

L'inflation augmente les prix des biens et des services sans en augmenter fondamentalement la valeur. Si l'inflation est de 10 %, le prix d'un pain passe de 2,50 euros à 2,75 euros un an plus tard. A revenu constant, le consommateur verra donc son pouvoir d'achat diminuer. Il ne réduira pourtant pas sa consommation de nourriture ni d'autres produits essentiels, mais il économisera sur des dépenses moins utiles telles que l'achat d'une nouvelle voiture, les voyages, etc.

Et s'il n'existe aucune mesure de compensation des revenus, ces dépenses dites cycliques diminueront et étoufferont la croissance économique. En outre, les détenteurs d'argent liquide verront également le pouvoir d'achat de leurs économies durement gagnées diminuer. Cet effet de richesse négatif ronge la consommation future. Ces deux phénomènes paralysent donc le cycle économique ... sans relâche.



Christine Lagarde, présidente de la BCE

Jusqu'à la mi-2021, cette hausse des prix était considérée comme transitoire par la Fed et par la BCE, mais cela s'est avéré être une lourde erreur de calcul.

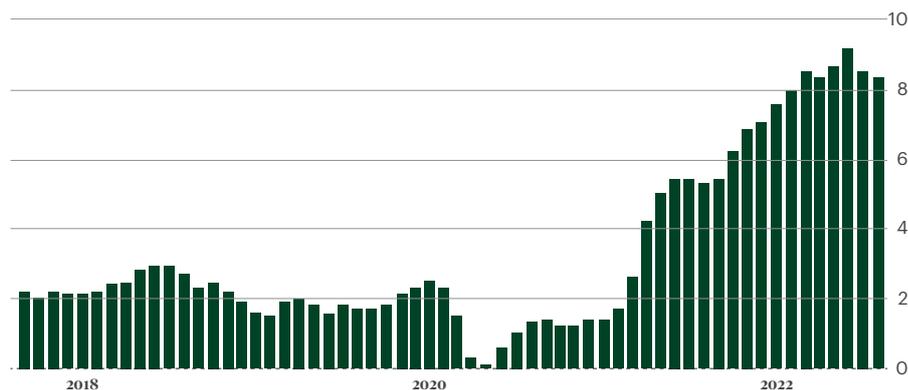
## Effets de premier et de second ordre de l'inflation

Après le lancement réussi de la campagne de vaccination contre le Covid-19, le cycle économique a pu se rétablir rapidement. Grâce aux incitants monétaires des banques centrales et aux stimulants sur les revenus de la part des gouvernements, les entreprises et les ménages ont rapidement repris leurs habitudes d'investissement et de consommation d'avant la pandémie. Et même plus que ça. Conséquence : une pénurie de capacité pour répondre à cette demande, d'où une hausse sensible des prix. C'est ce qu'on appelle l'effet de première frappe.

Jusqu'à la mi-2021, cette hausse des prix était considérée comme transitoire par la Fed et par la BCE, mais cela s'est avéré être une lourde erreur de calcul. Les effets de premier ordre, beaucoup trop importants, n'ont pas été absorbés volontairement par les entreprises et les ménages, mais se sont répercutés sur l'économie. Conséquence : des effets de second ordre, où les entreprises ont répercuté et continuent de répercuter l'augmentation du coût des intrants, et des ménages qui, à juste titre, ont exigé des revenus plus élevés pour compenser leur perte de pouvoir d'achat. Cela crée des spirales inflationnistes qui perturbent le marché, surtout lorsque l'on fait face à des taux d'inflation de 10 %. **Le coût de l'augmentation de l'inflation doit donc être bien payé par quelqu'un.** Les familles n'ont initialement aucun moyen de compenser leur perte de pouvoir d'achat autrement que par une augmentation des salaires. La facture sera donc en grande partie supportée par les entreprises, qui devront assumer la hausse des salaires mais pourront la compenser par des prix de vente plus élevés. Mais il est impératif de ne pas laisser cette spirale d'effets de second ordre se transformer en effets de troisième, voire de quatrième ordre ou même plus. D'où l'importance cruciale pour les banques centrales de freiner la forte dynamique économique à l'origine des hausses de prix et de réduire le pouvoir de fixation des prix des ménages et des entreprises sur les revendications salariales et les prix de vente.

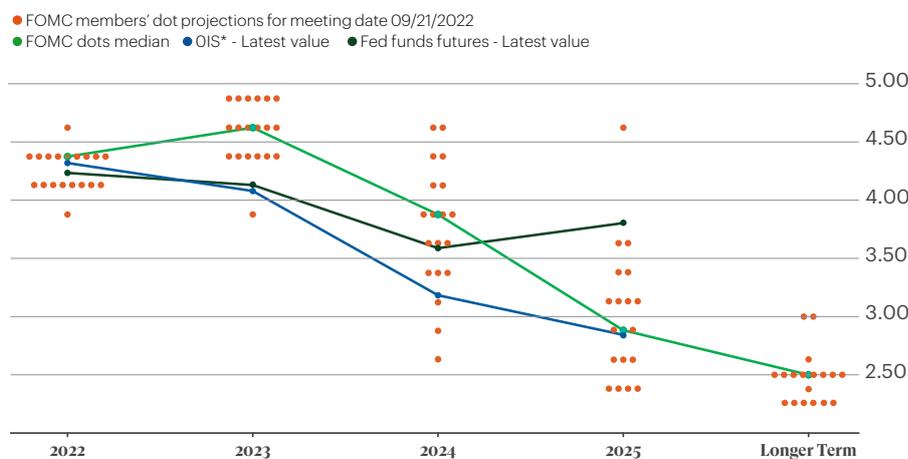
## Graphique 1: CPI américain 2018 - à ce jour (chiffres mensuels sur base annuelle)

Source : Tradingeconomics, 21/9/2022



## Graphique 2: The Fed's New Dot Plot

Source : Bloomberg, 22/9/2022



\* Overnight Index Swap

## Atterrissage en douceur ou en force ?

Si l'inflation diminue au cours de ce refroidissement économique et ce, sans récession économique, on parle d'atterrissage en douceur. Si, en revanche, il s'accompagne d'une récession, on parle d'atterrissage brutal. Notez que nous ne pouvons atterrir qu'à un niveau d'inflation d'environ 2% - tel est l'objectif, à la fois, de la FED et de la BCE. En août, le CPI américain était encore de 8,3 % sur base annuelle, mais en baisse. Il semble avoir dépassé un pic ces derniers mois. En juin, le CPI s'élevait encore à 9,1 % et en juillet à 8,5 %. D'ailleurs, avec deux trimestres consécutifs de croissance économique négative, l'économie américaine est par définition déjà en récession. Au cours du premier trimestre 2022, l'économie américaine a enregistré une croissance négative de -1,5 % sur base annuelle. Au deuxième trimestre, la dynamique négative s'est affaiblie pour atteindre -0,6 % sur base annuelle.

Donc, à proprement parler, nous devrions qualifier d' "atterrissage brutal" la situation cyclique actuelle. Mais les chiffres sont légers. Et le taux d'emploi n'est pas loin de son maximum. Le taux de chômage n'est encore que de 3,5 % après deux trimestres de croissance négative. Et ce phénomène n'est pas compatible avec une récession ou un "atterrissage brutal".

Peut-être devrions-nous donc parler aujourd'hui d'un "atterrissage moyennement dur" si l'on veut absolument mettre une étiquette ? Comme beaucoup de choses dans la vie, il n'y a pas de réponses toutes faites. L'économie est du ressort des sciences humaines : une analyse économique complexe ne peut être définie de manière stricte. Et elle n'en est certainement pas le remède.

## 1970-80 revisité ?

Avec une inflation qui atteint des niveaux jamais vus depuis 1980, il est tentant pour

### Graphique 3 : prix du gaz en Europe & aux USA

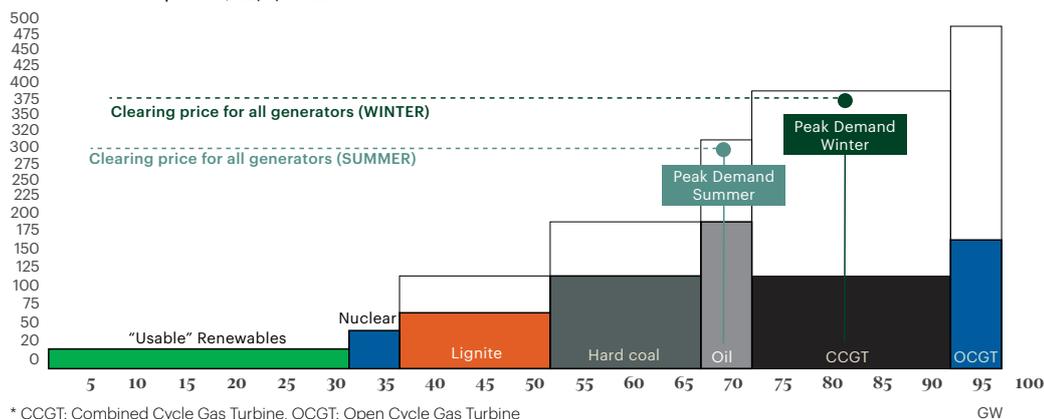
Source : Bloomberg, 22/9/2022



\* Les Pays-Bas sont considérés comme la référence en matière de prix du gaz en Europe.

### Graphique 4 : Capacité GW vs Coût marginal EUR/MWh en Allemagne – Q4'21 vs Q4'22

Source : 7C Solarparken, 22/9/2022



\* CCGT: Combined Cycle Gas Turbine, OCGT: Open Cycle Gas Turbine

Aujourd'hui, les banques centrales sont mieux informées : après une hésitation au début de 2021 parce qu'elles pensaient que la poussée d'inflation serait transitoire, elles ont compris leur erreur à la mi-2021 et sont passées à une politique monétaire plus restrictive.

les penseurs intuitifs de projeter le contexte économique désastreux de cette période sur celui d'aujourd'hui. Dans ce cas, nous serions dans une situation difficile.

Les analystes qui ont un raisonnement déductif s'appuient sur des faits et des recettes prouvées. Et les deux sont très différents aujourd'hui de ce qu'ils étaient il y a 40 ans. Dans les faits, l'économie américaine est dans un état beaucoup plus robuste qu'à l'époque : baisse du chômage, nouvelle économie, perspectives néolibérales chez les travailleurs et les employeurs, stabilité géopolitique accrue - mais malheureusement pas totale.

Nous avons également fait des progrès en matière d'évolution des recettes qui ont fait leurs preuves. Les banques centrales réalisent désormais qu'elles doivent intervenir à temps pour contrer la spirale inflationniste. Ce n'était pas le cas en 1970-80. S'attaquer à la poussée inflationniste de la crise pétrolière de 1973 par des hausses de taux d'intérêt semblait absurde : l'économie souffrait déjà tellement des prix élevés du pétrole - alors pourquoi augmenter à nouveau les taux d'intérêt ?

**Aujourd'hui, les banques centrales sont mieux informées : après une hésitation au début de 2021 parce qu'elles pensaient que la poussée**

**d'inflation serait transitoire, elles ont compris leur erreur à la mi-2021 et sont passées à une politique monétaire plus restrictive.**

Actuellement, la fourchette des taux directeurs américains est de 3 % à 3,25 %, mais elle devrait encore augmenter pour atteindre 4,25 % à 4,50 % d'ici 2023. Personne ne sait avec certitude jusqu'où les taux d'intérêt vont encore monter, mais il ne fait aucun doute pour nous que les banques centrales récolteront des succès dans leur lutte contre l'inflation. Nous ne sommes pas les seuls à faire cette analyse. En témoigne le niveau relativement bas des taux d'intérêt à long terme : les obligations d'Etat américaines à 10 ans offrent aujourd'hui des taux d'intérêt de seulement 3,55 %. Le marché s'attend donc à un retour à des niveaux d'inflation de +/- 2 %.

Il est donc très probable que les taux directeurs augmentent un peu pour atteindre 4,25 % ou 4,50 % dans un premier temps, puis baissent à nouveau lorsque les pressions inflationnistes se seront atténuées. Ce cycle de resserrement et d'assouplissement monétaire devrait se dérouler au cours des 24 prochains mois. Pour l'instant, nous considérons que l'impact sur le cycle économique est limité et nous investissons - comme toujours - avec un horizon de placement qui va bien au-delà de 2 ans.

Une attention disproportionnée est accordée à l'évolution des taux d'intérêt à l'extrémité courte de la courbe. Les taux d'intérêt atteindront-ils un sommet à 4 % ou 4,5 % ? La prochaine hausse des taux d'intérêt sera-t-elle de 0,50 % ou de 0,75 % ? À notre avis, ces questions sont moins pertinentes. Les analystes qui utilisent une méthode DCF pour actualiser les futurs flux de capitaux d'un investissement n'utiliseront pas un taux d'intérêt de 4,5 % mais bien un taux de 3,55 %. **Le taux d'intérêt à long terme est le bon paramètre à utiliser dans l'équation, pas le taux à court terme.**

## Ukraine

La guerre en Ukraine entraîne des problèmes supplémentaires pour l'économie européenne en particulier, et notamment via la hausse des prix de l'énergie. Ceux-ci poussent l'inflation à des niveaux encore plus élevés qu'aux Etats-Unis, car les prix du gaz sont beaucoup plus élevés en Europe occidentale. En Europe, ils ont augmenté de 1.558 % par rapport au niveau d'il y a deux ans, et de 259 % aux Etats-Unis.

À court terme, toutefois, le problème semble être sous contrôle. Les réserves de gaz en Europe occidentale nous permettront de passer l'hiver prochain.

Ensuite, l'aide doit provenir des fournisseurs de gaz non russes et d'une réduction de la consommation. Ce n'est pas impossible, mais ce ne sera pas non plus une partie de plaisir. Cela reste un point crucial d'incertitude.

Sur le marché de l'électricité, le prix est déterminé par le coût marginal du dernier MWh fourni.

En été, le pic de consommation d'électricité en Allemagne est d'environ 70 gigawatts. En hiver, 80 gigawatts. En été, la pleine capacité des énergies renouvelables, du nucléaire, des centrales au lignite et au charbon et du pétrole suffit à répondre à la demande. Le coût marginal du MWh d'électricité produit par le pétrole est d'environ 300 euros. Pour répondre à la demande en hiver, les centrales électriques au gaz doivent être encore plus activées : leur coût est aujourd'hui de 375 euros pour un MWh. Mais tous les producteurs d'électricité, y compris les producteurs d'énergie renouvelable à faible coût, reçoivent ainsi 375 euros par MWh en hiver. Si vous vous imaginiez jusqu'où pourraient aller les bénéfices excédentaires des centrales électriques non alimentées au gaz, en voici la réponse.

## Conclusion

Les investisseurs en actions doivent aujourd'hui faire face à beaucoup d'incertitudes. Les causes sont connues : Ukraine et hausse des taux d'intérêt en raison d'un taux d'inflation beaucoup trop élevé. Cette situation s'est répétée tellement souvent par le passé : Covid-19 en mars 2020, mauvaise communication sur la stratégie des taux d'intérêt en décembre 2018, Brexit en juin 2016, crise de la dette grecque en 2012, la Grande Récession en 2009 (the Global Financial Crisis), etc.

A chaque fois, nous avons conclu rétrospective-

ment que nous n'avions pas vu venir la tempête, et qu'anticiper une nouvelle baisse pour ensuite entrer à un niveau plus bas était une tâche impossible et donc un effort inutile.

**On dit parfois qu'il existe deux types d'investisseurs actifs sur le marché boursier : (1) ceux qui ne peuvent pas prévoir le court terme et (2) ceux qui ne savent pas qu'ils ne peuvent pas prévoir le court terme.**

**Nous appartenons, bien entendu, à la première catégorie.**

C'est pourquoi, nous investissons dans des actions de qualité qui ne sont pas (1) irrémédiablement endommagées par l'alternance des crises. L'investissement en actions reste donc une question (2) de patience et (3) de diversification.

En ce qui concerne spécifiquement le point (1), nous n'investissons pas dans les industries à forte intensité énergétique, ni en Ukraine. Nous continuons donc à investir dans (2) et (3) principalement aux Etats-Unis, où la crise énergétique est beaucoup moins aiguë : les Etats-Unis sont auto-suffisants en gaz naturel et en pétrole.

Mais, quant à savoir, quand les perspectives en matière d'inflation et d'approvisionnement énergétique européen s'éclairciront avec certitude, il ne sera pas possible d'en prévoir le timing exact. Et quand on le saura avec certitude, il sera trop tard. Rétrospectivement, les périodes d'incertitude - comme celles qui se sont produites après le Brexit, la Covid-19, décembre 2018, la crise de la dette européenne, etc.- se sont avérées être des opportunités d'achat relativement bonnes. Dans l'ensemble, nous recommandons d'investir dans des sociétés de qualité avec un horizon d'investissement d'au moins 10 ans.

**1. Dans 10 ans, nous aurons oublié depuis longtemps les problèmes actuels.**

**2. D'ici là, la valeur de plusieurs marchés boursiers aura pratiquement doublé à nouveau.**

**3. Mais d'autres problèmes surgiront sans doute à nouveau. 1, 2 et 3 ne changeront probablement jamais. •**



STEVENS &  
DE MUNTER

**LUXEMBOURG**

120, Boulevard de la Pétrusse  
L-2330 Luxembourg  
Tel (+352) 453929-1  
Fax (+352) 26440143

**BELGIQUE**

142, Avenue Franklin Roosevelt  
B-1050 Bruxelles  
Tel (+32) 2 230 32 27  
Fax (+32) 2 646 69 31

TVA LU18162363 - BE0861.975.652  
R.C. Luxembourg B 56002  
info@sdm.lu www.sdm.lu

**DESIGN & PRODUCTION** vinix.agency

**LE POINT FINANCIER**

Copyright © 2022 Stevens & De Munter. All rights reserved.

**Disclaimer.** Ce document est une publication de la société Stevens & De Munter, société réglementée par la CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) au Grand-Duché de Luxembourg. Cette publication ne peut être considérée comme une proposition d'investissement. Il s'agit d'un document informatif n'engageant en aucun cas la société. La société Stevens & De Munter ne garantit pas que les instruments financiers utilisés dans ce document vous correspondent. Toutes transactions financières réalisées par vos soins tenant compte des informations financières délivrées dans cette brochure sont exécutées à votre entière responsabilité. Investir dans certains instruments financiers (comme les actions) peut induire certains risques importants. Avant l'exécution de toute transaction, l'investisseur doit disposer d'un niveau de connaissance et d'expérience nécessaire à la compréhension des risques liés à l'utilisation de certains instruments financiers. Dans certains cas, ces risques peuvent conduire à la diminution temporaire voire la perte de tout ou partie du capital investi. Les collaborateurs de la société Stevens & De Munter peuvent vous aider dans la diversification des instruments financiers. Les éventuels rendements qui pourraient figurer dans la présente brochure sont établis sur base du passé. Ceux-ci ne constituent, en aucune manière, une garantie pour le futur. Nous ne sommes, également, aucunement en mesure de garantir que les scénarios attendus et les niveaux de risques explicités dans la brochure ne prendront forme dans la réalité. Ceux-ci doivent uniquement être utilisés comme indicateur informatif. L'ensemble des données qualitatives et quantitatives dans cette brochure sont à considérer comme indicateur et sont également susceptibles d'évoluer dans le temps. Les fluctuations des devises peuvent également influencer les résultats et les rendements affichés. Les informations établies dans cette brochure par l'auteur des articles sont éditées à une date précise. Bien que les analyses émanent de sources fiables, nous ne pouvons garantir de manière absolue l'authenticité, le caractère complet et la mise à jour parfaite des données utilisées. La société Stevens & De Munter ne peut, en aucun cas, être tenue responsable du caractère incorrect ou incomplet des données utilisées dans la présente brochure. Aucun article figurant dans cette brochure ne peut, sans l'autorisation écrite et formelle de la société Stevens & De Munter être reproduite ou publiée à quelque fin que ce soit. Cette publication est soumise aux lois luxembourgeoises sur les publications financières.