



Lettre hebdomadaire HPC n°181, lundi 22 novembre 2021

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

Quel scénario anticiper pour 2022 ?

Les principales Bourses européennes continuent à évoluer positivement en cette fin d'année, profitant très récemment d'une baisse des cours du pétrole. Les craintes persistantes liées à l'inflation et aux difficultés d'approvisionnement ne sont pas prises en compte par les marchés financiers. La baisse des cours du pétrole s'explique par l'appel lancé par l'administration américaine à plusieurs autres grands pays producteurs pour puiser dans les stocks stratégiques.

Vers une stabilisation des prix du pétrole.

| Au 19/11/2021 | | | | |
|----------------------|---------------------|------------------|---------------------|------------------|
| Indices | Perf semaine | Perf 2021 | Perf Octobre | Perf 2020 |
| Cac 40 | 0,3% | 28,1% | 9,1% | -7,1% |
| Eurostoxx 50 | -0,3% | 22,6% | 7,6% | -5,1% |
| DAX | 0,4% | 17,8% | 5,9% | 3,5% |
| Dow Jones | -1,4% | 16,3% | 5,2% | 7,2% |
| Nasdaq | 1,2% | 24,6% | 11,1% | 43,6% |
| Nikkei | 0,5% | 8,4% | 1,0% | 16,0% |

L'euro a atteint son plus bas niveau en 16 mois, le marché estimant que la Banque centrale européenne maintiendra sa politique accommodante alors que l'inflation généralisée incitera les décideurs américains et britanniques à augmenter plus rapidement les taux d'intérêt. Le résultat a été une forte baisse de l'euro par rapport au dollar, le marché se positionnant pour une divergence entre la Fed et la BCE. L'euro est ainsi tombé en dessous de 1,13 \$, son niveau le plus faible depuis juillet de l'année dernière.

Maintien d'un dollar fort.

Les prix à la consommation de la zone euro ont accéléré, avec des gains annuels atteignant 4,1% en octobre, mais les investisseurs ont des attentes plus modérées de l'inflation à plus long terme. Christine Lagarde a confirmé que les paris sur les hausses de taux de la BCE en 2022 ne sont pas conformes aux orientations de la banque centrale, affirmant aussi très récemment qu'un resserrement de la politique monétaire ferait plus de mal que de bien. Les marchés ont compris que les banques centrales n'évolueront donc pas toutes au même rythme. Au cours des dernières semaines, les attentes de hausse des taux de la BoE, ainsi que de la Banque d'Australie et de la Banque du Canada, ont déclenché des pressions vendeuses sur les marchés obligataires mondiaux, les investisseurs pariant que d'autres banques centrales réagiraient de la même façon aux pressions inflationnistes. La BCE devrait faire preuve de prudence dans le resserrement de sa politique afin de ne déclencher aucune augmentation des coûts d'emprunt pour les membres plus endettés de la zone euro comme l'Italie.

Faut-il craindre les données sur l'inflation ?

Les craintes actuelles de stagflation sont exagérées, même si la normalisation de l'inflation sera lente. La hausse du prix de l'énergie, fortement responsable de la progression actuelle de l'inflation, est en grande partie due à un choc de demande dans un contexte d'offre limitée. Dans les années 1970 et 1980, la flambée des prix du pétrole a été causée par un choc d'offre négatif. Il n'y a pas encore aujourd'hui de transmission de cette hausse de l'inflation vers les

salaires, l'indexation automatique des salaires sur l'inflation ayant été abandonnée dans les années 1980. Les besoins énergétiques ont aussi été réduits de moitié depuis les années 80, cette hausse pèse donc moins sur l'ensemble de l'économie. Par ailleurs, les gains de productivité progressent si bien que les coûts unitaires de main-d'œuvre sont restés contenus. À court terme, la flambée des prix de l'énergie pourrait réduire l'activité en Europe et en Asie en raison des fermetures dans certaines industries. Cela agira comme un stabilisateur automatique, réduisant l'inflation et diminuant à terme les prix de l'énergie. L'hypothèse d'une récession qui résulterait de cette problématique semble peu probable (épargne confortable, marges élevées, reconstitution des stocks, soutien budgétaire toujours important). La croissance américaine reste quant à elle robuste malgré une décélération logique, ce qui va soutenir la croissance mondiale. La politique monétaire ne constitue pas non plus un risque majeur. La Fed devrait arrêter son QE mi-2022 et la BCE arrêtera le PEPP en mars mais la politique monétaire va rester accommodante et surtout en cas de nouvel affaiblissement éventuel, elle sera toujours mise au service de l'économie. Les principales banques centrales vont donc rester flexibles.

Pas de risques de récession.

Retour sur certaines questions de valorisation

Au cours des dernières semaines, Tesla, une entreprise de moins de 50 Md\$ de revenus qui n'est devenue que récemment rentable (2020), a rejoint la liste restreinte des capitalisations boursières dépassant 1000 Md\$. Rivian, une entreprise d'équipements automobiles sans revenus et avec de grosses pertes, a atteint une capitalisation boursière dépassant les 100 Md\$. D'un côté, les sceptiques qui utilisent des ratios d'évaluation classiques, telles que les ratios cours sur bénéfice et les multiples de revenus, affirment que ces entreprises technologiques sont surévaluées, preuve alors que le marché est en situation de bulle. De l'autre côté, les partisans de ces actions ripostent en considérant que les méthodes classiques d'évaluation ne sont pas opérantes pour évaluer des entreprises en croissance. Pour comprendre pourquoi il existe une divergence de vues sur la façon dont les acteurs du marché perçoivent les entreprises axées sur la croissance, il est instructif d'examiner ce qu'elles ont en commun. Tout d'abord, ces entreprises s'adressent à un énorme marché potentiel, parfois avec raison et parfois fantasque. Tesla tire la plupart de ses revenus de l'automobile, mais cela n'a pas empêché les haussiers d'affirmer que l'entreprise peut étendre sa portée à la conduite automatisée et au secteur de l'énergie. Rivian, dans son prospectus, a estimé un marché adressable total de 8,3 Md\$ pour ses produits, un nombre plus de trois fois supérieur aux 2,3 Md\$ que tous les constructeurs automobiles ont généré en tant que revenus en 2020.

Deuxièmement, la plupart de ces entreprises ont des faibles marges, voire négatives, mais la majeure partie de leurs dépenses reflète des investissements dans la croissance future. Troisièmement, alors que ces entreprises couvrent un large spectre en termes d'activités, de l'automobile (Rivian) au fitness (Peloton) en passant par l'hôtellerie (Airbnb), elles prétendent toutes être des entreprises technologiques, affirmant que leurs business model leur permettront de gagner des parts de marché, des marges bénéficiaires élevées et une faible intensité capitalistique qui caractérisent les groupes technologiques les plus performants. Il est logique que pour ces entreprises, les mesures de valorisation axées sur les revenus et les bénéfices déclarés au cours de l'exercice le plus récent, donnent l'impression que ces sociétés sont surévaluées, même si elles ne le sont pas. Une solution consiste à créer des scénarii qui vont refléter les avantages concurrentiels et les convertir en prévision de revenus, de marges bénéficiaires et de besoins de réinvestissement pour estimer la valeur. La question sera alors celle de la cohérence et de la rationalité de ces prévisions en évitant d'imaginer des contes de fées. Le prix attaché à une entreprise de croissance peut donc être très différent de la valeur,

L'achat de valeur de croissance peut constituer une opportunité.

avec une convergence lente ou pas du tout. Dès lors, des petites annonces peuvent avoir des impacts disproportionnés sur les cours des actions, car l'effet de « l'histoire » étouffe l'impact financier. C'était le cas il y a quelques semaines lorsque Hertz a prévu d'acheter 100 000 voitures Tesla, un nombre ridicule pour une entreprise dont le prix est basé sur l'hypothèse qu'elle vendra plus de 10 millions de voitures dans une décennie, mais cela a suscité une augmentation de plus de 100 Md\$ de capitalisation boursière de Tesla.

Encore un léger potentiel haussier !

Sur les actions, le rapport risque/rendement s'est détérioré avec la hausse récente. Les rendements vont être plus modérés en 2022 mais peuvent rester positifs avec une volatilité élevée. Les multiples de valorisation devraient se comprimer davantage et les bénéfiques croître moins vite. Nous attendons en Europe sur 2022, des hausses comprises entre 5 et 10% pour les marchés actions. Structurellement, il faut rester positionné sur des thématiques résilientes (transition écologique ; transition numérique et cybersécurité ; pouvoir de fixation des prix, etc.) dans un contexte de taux réels toujours très bas. Les taux longs devraient augmenter légèrement en 2022 sous l'effet d'une légère hausse des taux réels. La courbe des taux devrait ainsi s'aplatir progressivement en se translatant vers le haut aux États-Unis et rester assez stable en Europe. Le potentiel de hausse du crédit semble limité dans un contexte de hausse des taux et de spreads fortement comprimés. Il faut aussi préférer le risque de crédit au risque de duration, on préférera être longs High Yield vs Investment Grade.

Parmi les risques à surveiller (hors risques géopolitiques) : une crise énergétique de longue durée ; un ralentissement plus marqué que prévu en Chine en raison d'un désendettement forcé des entreprises ; une possible résurgence pandémique pendant l'hiver ; une confrontation partisane féroce au Congrès américain au sujet du plafond de la dette. Nous nous inscrivons dans une logique plus prudente, mais il faut rester investi. Ce dernier mois peut être marqué par un « window dressing » de fin d'année des portefeuilles : on reproduit en décembre les tendances de l'année, d'où la poursuite d'un mouvement haussier.

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.

**Vers une
hausse 2022
entre 5 et
10%.**