

## LE POINT DE VUE DU CONSEILLER

OCTOBRE 2022

Chers investisseurs,

Les marchés ne connaissent qu'une seule direction pour l'instant : la baisse. Il faut dire que le « cocktail » est amer avec l'inflation, la crise énergétique, les hausses de taux d'intérêt et les craintes de récession à venir. Alors que la dynamique à la hausse de l'inflation s'était récemment quelque peu affaiblie, l'Allemagne a annoncé un chiffre alarmant de 10% d'inflation en rythme annuel.

Malheureusement, il est peu probable que la BCE puisse contenir l'inflation dans un proche avenir et ce, malgré ses premières interventions. L'écart de taux d'intérêt entre l'euro et le dollar est à nouveau un problème concret pour les entreprises en Europe. Les taux d'intérêts élevés attirent les capitaux. Les emprunts d'État américains à deux ans, par exemple, rapportent environ deux fois plus que les emprunts fédéraux allemands à maturité identique. La situation est similaire pour les obligations d'État à long terme. Le taux de change de l'euro/dollar reflète le caractère dramatique de la fuite des capitaux : l'euro se négocie en dessous de la parité et est même tombé en septembre à son plus bas niveau depuis 20 ans.

La thèse souvent énoncée selon laquelle une monnaie faible aide les économies orientées vers l'exportation n'est plus valable dans la situation actuelle. Certes, les bons chiffres du deuxième trimestre furent souvent dus à des effets de change positifs mais il ne devrait rien en rester en termes réels à moyen terme. En effet, les exportations allemandes se composent à près de 40% de biens intermédiaires qui eux sont importés à un coût de plus en plus élevé en raison de la faiblesse de l'euro auquel s'ajoute la hausse des prix de l'énergie. En fin de compte, cette inflation importée augmente d'autant plus la tension déjà subie sur les coûts et, par extrapolation, l'inflation générale ce qui met sous pression (encore plus) les banques centrales.

Le fait que la hausse des taux d'intérêt puisse déboucher sur un atterrissage en douceur (*soft landing*) plutôt que sur une récession dure (*hard landing*) semble une vision optimiste, compte tenu de la guerre entre la Russie et l'Ukraine et de l'explosion des prix de l'énergie qui s'en est suivie. Aujourd'hui, la situation s'aggrave encore. Les banques centrales, en particulier la BCE, se retrouvent contraintes et apparemment prêtes à prendre de nouvelles mesures de durcissement. La hausse des taux d'intérêt est un poison pour l'économie : certains économistes s'attendent même à la pire récession de l'histoire de l'après-guerre !

Les prix élevés de l'énergie sont assurément une contrainte supplémentaire pour les entreprises européennes, et pas seulement en termes de coûts directs. En effet, il n'est plus du tout certain que l'offre de gaz soit suffisante, en termes de volume, pour l'Europe cet hiver, et les solutions de substitution sont coûteuses.

Dans les secteurs industriels à forte consommation d'énergie, il devient difficile de rester rentable si aucune issue n'est en vue à moyen terme et des risques de délocalisations sont à craindre dans le pire des cas - par exemple aux États-Unis, où l'énergie est encore relativement abondante.

Sur le plan fondamental, la menace est encore plus grande d'autant que les sociétés européennes entament la période des résultats pour le 3ème trimestre fin octobre et cet imbroglio politico-économique se manifesterà sans aucun doute dans les perspectives pour la fin de l'année. Certains dirigeants ont déjà préparé leurs actionnaires à cette nouvelle donne lors de la présentation des résultats semestriels, aussi peut-on espérer que ces anticipations soient déjà en parti dans le cours de leurs titres. Cependant, il serait surprenant que les résultats du troisième trimestre permettent aux indices d'inverser la tendance de fond actuelle.

D'un point de vue graphique, nous sommes pour l'instant prisonniers de la tendance baissière, mais survenus à court terme. Un mouvement technique inverse pourrait donc avoir lieu. Cependant, à moyen terme, les investisseurs devraient encore subir des pressions à la baisse.

Dans ce contexte peu enthousiasmant il faut le reconnaître, nos fonds souffrent. Il faut cependant garder à l'esprit que nos entreprises ont d'excellents bilans (le portefeuille de PGA est cash net en moyenne), sont majoritairement des entreprises de services donc peu gourmandes en énergie et bénéficient d'un excellent *pricing power*.

La bourse peut rester insensible à ces atouts pendant plusieurs mois, mais à long terme elle rend toujours justice aux belles entreprises. C'est cet horizon de temps qu'il faut garder actuellement en tête. Il faut aussi se rappeler que l'argent gagné en bourse est en premier lieu un dédommagement pour la souffrance, en attendant les profits.

« No pain, No gain » comme l'affirment les anglo-saxons.

Armin ZINSER

