

## LE POINT DE VUE DU GERANT

JANVIER 2023

L'année 2022 aura été marquée par une baisse quasi-généralisée du prix des actifs. Les investissements obligataires ont chuté à la suite de la remontée des taux d'intérêts, le compartiment des obligations d'entreprises Investment Grade américaines chutant par exemple de 18% en dollars. L'indice S&P500 des actions américaines a de son côté baissé de 19.4% en dollars. L'année 2023 qui démarre s'inscrira-t-elle dans la continuité de 2022?

Historiquement, il est rare que les grands indices boursiers enchainent plusieurs années de baisse. Cela ne s'est produit qu'à 4 reprises au cours des 100 dernières années sur le marché des actions américaines. La première fois (1929/1930/1931/1932) correspond à la « grande dépression » liée à la crise financière de 1929. La seconde fois (1939/1940/1941) correspond au début de la seconde guerre mondiale. La troisième fois (1973/1974) correspond au premier choc pétrolier et la dernière (2000/2001/2002) au dégonflement de la bulle internet. Il est donc rare que la bourse baisse deux années consécutives et même la crise de Lehmann n'a pas donné lieu à un tel scénario.

Si ce scénario semble insolite, il faut toutefois prendre en compte que la situation actuelle a des similitudes avec les cas évoqués ci-dessus. Tout d'abord, la valorisation des actifs fin 2021 rappelait les extrêmes de fin 1999, en particulier sur certaines valeurs du Nasdaq. Ensuite, l'envolée des prix du gaz en 2022, et tout particulièrement en Europe est similaire à la hausse des prix du pétrole des années 70. Enfin la guerre en Ukraine fait planer le risque d'une extension du conflit comme nous le rappellent les tensions liées à Taïwan ou avec la Corée du Nord.

Historiquement, la Fed a mis en place un put implicite, mécanisme par lequel elle intervient lorsque la baisse des marchés devient trop importante. Avec une chute de 20% en 2022, cela militerait pour une fin prochaine de la baisse. Cependant, la FED a clairement indiqué que cette fois, sa priorité est de combattre l'inflation et qu'elle maintiendra ses taux élevés tant que l'inflation ne sera pas revenue vers 2%. Cela relègue ainsi le put implicite au second plan.

Par ailleurs, les banques centrales ont entamé un processus de Quantitative Tightening afin de réduire la taille de leur bilan. Le bilan de la Fed a augmenté de 5000 milliards de dollars depuis 2020 pour atteindre 9000 milliards de dollars en mars 2022. Il a depuis commencé à baisser et se situe désormais vers 8500 milliards de dollars. Le risque de ce retrait de liquidités coordonné des banques centrales est que cela entraîne une crise de liquidité ou de solvabilité qui mette à mal un état ou un acteur majeur de l'économie. Cela engendrerait un stress sur les marchés financiers et pourrait en fait être le catalyseur du changement de politique des banques centrales.

Une autre source de soutien au marché action va également se réduire. Historiquement, les sociétés américaines avaient pour habitude de racheter leurs actions. Si parfois elles le faisaient en utilisant leur trésorerie, de nombreuses sociétés finançaient le rachat d'actions via de la dette en profitant des taux bas. Or l'administration Biden a mis en place une taxe de 1% sur le rachat d'actions. Une société qui pouvait encore début 2022 s'endetter à presque 0% pour financer du rachat d'actions doit désormais le faire à plus de 5% (1% de taxe à laquelle s'ajoute un financement à un taux supérieur à 4%).

On gardera donc en tête que les marchés vont devoir affronter de nombreux vents contraires en 2023 et que cela ne sera pas facile d'éviter un cinquième scénario historique de baisse des marchés pendant 2 années consécutives.

Gérant  
David DEHACHE

