

## Retour sur le mois de février : l'inflation et les taux à nouveau sur le devant de la scène !

Après un mois de janvier exceptionnel (+5% à +10% sur les actions et -30 à -40 pb sur les taux LT), février a été moins lisible puisque les marchés actions européens continuent leur progression (+1,9%) tandis que le S&P 500 recule de -2,6% dans un contexte de nouvelles tensions sur les taux souverains 10 ans (+30 à +40 pb). D'ailleurs les taux français et allemands dépassent leurs plus hauts de fin 2022 avec 3,15% et 2,67%.

Nous soulignons fin janvier que « les anticipations actuelles qui combinent le maintien d'une croissance correcte, le retour à une inflation proche de 2% et la fin des hausses de taux CT mi-2023 apparaissent comme un scénario très optimiste ».

Il semble qu'en février, les investisseurs aient changé d'avis. Ils s'inquiètent à nouveau d'une inflation qui resterait durablement élevée avec comme conséquence des banques centrales contraintes de poursuivre les hausses de taux CT au-delà de mi-2023.

La publication des 1ers chiffres de l'inflation début mars ne fait que confirmer les craintes. En effet, l'inflation retraitée des éléments les plus volatiles (alimentation et énergie) affiche un plus haut à 5,60% tandis que l'inflation totale ressort encore à +8,5% ! Difficile pour une banque centrale comme la BCE de justifier la fin du mouvement de hausse des taux dans ces conditions, d'autant plus que la situation économique de la zone euro fait preuve d'une belle résistance (indicateurs de confiance en amélioration).

Nous retrouvons une situation similaire aux US avec une croissance économique dynamique malgré l'apparition de signaux alarmants liés à des taux d'intérêt déjà très élevés. A titre d'exemple, nous pourrions citer la plus forte baisse des ventes de logements neufs jamais enregistrée aux US sur 1 an (-36%) qui pourrait s'expliquer par des taux d'emprunts immobiliers à 30 ans au-delà de 7% ! Il est donc nécessaire de ne pas sous-estimer l'impact de la hausse des taux sur l'économie à moyen terme.

### Performances des principales classes d'actifs

Performances au 28/02/2023	Cours	Début de mois	3 mois	YTD	12 mois	2022	2021	2020	2019	
<b>Taux Souverains</b>										
Taux 10A US	28/2	3,92	+39p	+21p	+4p	+208p	+237p	+59p	-100p	-77p
Taux 10A Allemagne	28/2	2,67	+35p	+68p	+13p	+251p	+272p	+39p	-39p	-43p
Taux 10A France	28/2	3,15	+37p	+69p	+8p	+250p	+287p	+55p	-46p	-59p
Taux 10A Italie	28/2	4,53	+37p	+61p	-11p	+276p	+347p	+63p	-87p	-133p
Taux 10A Espagne	28/2	3,63	+32p	+66p	+2p	+248p	+304p	+53p	-43p	-94p
iBoxx € Eurozone 1-3	28/2	162,4	-0,6%	-1,0%	-0,2%	-4,6%	-4,8%	-0,7%	+0,0%	+0,3%
iBoxx € Eurozone 3-5	28/2	188,4	-1,4%	-2,2%	-0,3%	-9,0%	-10,0%	-1,2%	+1,3%	+1,9%
iBoxx € Eurozone 5-7	28/2	214,9	-1,9%	-3,0%	-0,0%	-12,3%	-14,3%	-1,8%	+2,8%	+4,2%
<b>Taux Corporates</b>										
Taux US BBB+ 7-10 ans	28/2	5,91	+54p	+9p	+1p	+241p	+316p	+65p	-118p	-157p
Taux Europe BBB+ 7-10 ans	28/2	4,55	+35p	+27p	-10p	+256p	+355p	+38p	-51p	-117p
iBoxx € Corporates 1 - 3	28/2	187,5	-0,5%	+0,1%	+0,3%	-3,8%	-5,2%	+0,0%	+0,7%	+1,4%
iBoxx € Corporates 5 - 7	28/2	228,4	-1,8%	-0,9%	+0,9%	-11,2%	-16,0%	-0,8%	+2,9%	+7,7%
lboxx€HY core cum cross 5-10 LC	28/2	106,7	-1,1%	+0,5%	+2,2%	-10,1%	-17,7%	-0,8%	-0,8%	+8,6%
<b>Actions</b>										
Eurostoxx 50 NR	28/2	9 619,1	+1,9%	+8,0%	+12,0%	+10,8%	-9,5%	-3,2%	+28,2%	-12,0%
Eurostoxx NR	28/2	975,0	+1,9%	+8,0%	+11,4%	+7,0%	-12,3%	+0,2%	+26,1%	-12,7%
Eurostoxx	28/2	456,0	+1,9%	+7,8%	+11,2%	+4,5%	-14,4%	-1,6%	+23,0%	-14,8%
Eurostoxx Small NR	28/2	643,8	+2,9%	+9,0%	+11,6%	-0,3%	-15,5%	+8,3%	+26,2%	-13,2%
S&P 500 Index Fixed	28/2	3 970,2	-2,6%	+0,2%	+3,4%	-9,2%	-19,4%	+16,3%	+28,9%	-6,2%
Nasdaq	28/2	1 699,7	-1,0%	+3,8%	+9,6%	-16,2%	+21,9%	+44,5%	+36,2%	-3,2%
Nikkei 225	28/2	27 445,6	+0,4%	-2,5%	+5,2%	+3,5%	-9,4%	+16,0%	+18,2%	-12,1%
China Shanghai SE A	28/2	3 437,8	+0,7%	+6,5%	+6,2%	-5,0%	-15,1%	+13,9%	+22,4%	-24,6%
Bovespa (BR)	28/2	105 711,1	-7,5%	-2,8%	-3,7%	-7,3%	+4,7%	+2,9%	+31,6%	+15,0%
<b>Métaux Précieux</b>										
Gold (NYM\$/ozt)	28/2	1 824,6	-5,2%	+4,5%	+0,6%	-4,5%	+0,4%	-4,3%	+24,6%	+18,4%
Silver (NYM\$/ozt)	28/2	955,2	-5,6%	-6,1%	-11,0%	-8,0%	+11,3%	-10,3%	+10,7%	+22,1%
<b>Matièresières</b>										
Crude Oil (NYM\$/bbl)	28/2	77,1	-2,3%	-0,2%	-4,0%	-19,5%	+6,7%	+55,0%	-20,5%	+34,5%
Brent Crude (IFEU \$/bbl)	28/2	83,9	+0,6%	+0,5%	+1,3%	-18,6%	+7,2%	+50,8%	-24,4%	+34,0%
Copper (LME Cash \$)	28/2	8 843,4	-2,6%	+11,0%	+5,5%	-11,3%	-13,5%	+25,1%	+25,9%	+3,2%
Aluminum (LME Cash)	28/2	2 300,0	-9,2%	-0,7%	-2,6%	-33,3%	-15,9%	+41,9%	+9,9%	-3,7%
Iron Ore 62% CN TSI	28/2	124,1	+0,6%	+33,3%	+11,5%	-12,6%	-1,1%	-27,8%	+70,3%	+32,3%
<b>Devises</b>										
EUR - US\$	28/2	1,06	-2,2%	+1,3%	-0,6%	-5,7%	-7,1%	+8,8%	-1,8%	-4,8%
EUR - YEN	28/2	144,46	+2,5%	+1,8%	+2,6%	+11,1%	+3,7%	+2,4%	-2,7%	-7,3%
EUR - CNY	28/2	7,36	+0,2%	-0,2%	-0,8%	+3,6%	-9,4%	+3,0%	-0,4%	+0,4%
EUR - BRL	28/2	5,54	+0,3%	+1,0%	-1,7%	-4,5%	-0,3%	+36,3%	-5,6%	+11,2%
EUR - RUB	28/2	79,58	+5,0%	+21,3%	+2,1%	-14,5%	-5,7%	+30,9%	+1,9%	+14,7%
Performances au 28/02/2023	Cours	Début de mois	3 mois	YTD	12 mois	2022	2021	2020	2019	

**Notre analyse Macro / Marchés : le niveau des taux LT pose problème pour les marchés actions**

La résistance des économies US et européenne surprend toujours un peu plus et elle entretient l'idée que les banques centrales doivent poursuivre le resserrement monétaire pour juguler une inflation sans commune mesure avec les objectifs (2%).

Cependant, nous nous interrogeons sur la spécificité du cycle économique actuel. La période du Covid a conduit à une épargne exceptionnelle des ménages et des entreprises au détriment d'un nouvel endettement des Etats. Puis la guerre en Ukraine a été une nouvelle raison d'augmenter encore le soutien des Etats sans contrepartie fiscale. Dans le même temps, les banques centrales doivent ralentir l'activité pour «casser» une inflation qui s'emballe.

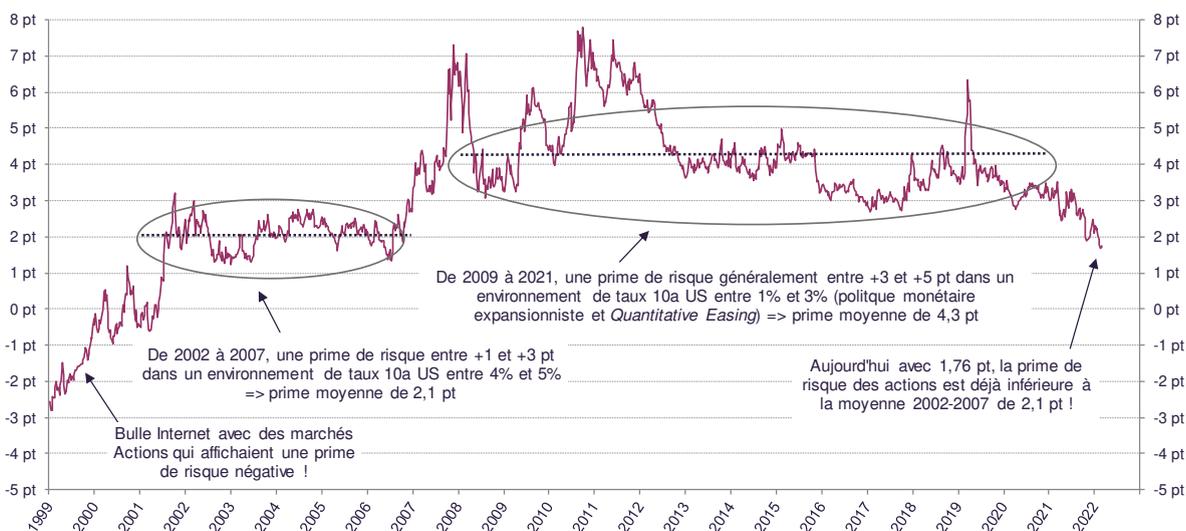
Si nous n'observons pas d'impact des hausses de taux sur l'activité ce qui incite à de nouvelles hausses, il se pourrait que la consommation de l'épargne accumulée diffère simplement dans le temps le ralentissement économique. Par conséquent, le risque s'accroît que les banques centrales aillent au-delà du nécessaire au 2<sup>nd</sup> semestre 2023 et nous devons rappeler que certaines économies supporteront difficilement la conjugaison de taux LT trop élevés (> 4%) et d'une dette/PIB > 120% (US, Italie, UK...).

Il nous apparaît donc que si les marchés financiers se satisfont d'une meilleure croissance économique à CT, les risques s'accroissent à M/LT sachant qu'après 15 ans de politique expansionniste, les banques centrales (BCE et Fed) jouent leurs crédibilités dans la lutte actuelle contre l'inflation.

Avant tout, au-delà de l'impact potentiel sur l'économie, la hausse des taux LT est un facteur clef pour l'évaluation des marchés actions. Or, nous constatons que la prime de risque des actions (écart entre le PE forward 12 mois et les taux souverain 10 ans) aux US est très faible à 1,76 pt (PE de 17,6x soit un rendement potentiel de  $1/17,6 = 5,68\%$  moins taux 10 ans à  $3,92\% = 1,76$  pt).

Comme l'indique le graphique ci-dessous, nous devons remonter aux années 2002-07 pour avoir une valorisation relative aussi élevée du marché actions vs taux, soit une si faible prime de risque. Si cela correspond bien à une période de taux LT de l'ordre de 4%, il sera difficile au S&P 500 d'absorber une nouvelle hausse de taux LT et/ou un fort ralentissement macro fin 2023. Nous n'observons pas une telle situation en Europe avec l'Eurostoxx mais il est toujours compliqué pour nos marchés de résister à une correction aux US.

**Evolution de la prime de risque du S&P 500 depuis 1999 (inverse PE 12 mois moins taux souverain 10 ans)**



**Focus patrimonial : jamais depuis plus de 10 ans les liquidités n'ont été autant rémunérées !**

Pour lutter contre l'inflation, la Banque centrale européenne a relevé ses taux de -0,5% à 3% en moins de 12 mois ! Autrement exprimé, un placement jugé sans risque et à court terme (dépôt à vue, SICAV monétaire...) qui « coûtait » -0,5% mi-2022, rapporte aujourd'hui 3% et certainement plus de 3,5% au 2<sup>nd</sup> semestre 2023.

Dans ce contexte inconnu depuis 14 ans (!), les liquidités doivent donc être investies sans perdre de temps. Le vieil adage « le temps, c'est de l'argent » retrouve tout son sens. Des solutions comme le Livret A ou le LDDS affichent une rémunération à 3% aujourd'hui sans risque et sans contrainte d'immobilisation des capitaux.

Par conséquent, il devient impératif de repenser son allocation d'actifs sachant qu'accroître la rémunération de ses encours n'est plus forcément synonyme de prises de risques supplémentaires.

Au-delà des livrets d'épargne, plafonnés en montants, de nombreuses solutions existent pour profiter du contexte actuel sans forcément immobiliser ses actifs pour des durées longues.

N'hésitez pas à nous contacter sur ces sujets afin de vous présenter les meilleures solutions au regard de votre problématique spécifique.

**Signataire des**



**Vos interlocuteurs chez Philippe Hottinguer Gestion**



**M.-A. LAFFONT**  
Président



**Guillaume DOLLEY**  
Responsable Patrimonial



**Bruno GODEFROY**  
Directeur  
de la Gestion Privée



**Judith VANHOENACKER**  
Gérante Privée



**Olivier VANHUYSE**  
Gérant Privé