

PERFORMANCES 2022
ACTIONS

MSCI Monde	-17.0%
S&P 500	-14.7%
Nasdaq	-22.6%
Stoxx 600	-13.7%
SPI	-14.8%
Nikkei	-0.9%
Chine	-17.1%
MSCI Emergents	-21.2%

OBLIGATIONS

CHF Corp	-7.7%
US Govt	-10.7%
US Corp	-15.0%
US HY	-10.2%
EUR Gvt	-16.9%
EUR Corp	-13.3%
EUR HY	-10.4%

DEVISES

USD index	+12.7%
EURUSD	-10.3%
EURCHF	-6.1%
USDCHF	+4.8%
USDJPY	+24.1%
EM FX	-4.4%

MATIERES PREMIERES

Or	-5.7%
Argent	-17.8%
Pétrole	+19.3%
Cuivre	-20.4%
CRB index	+22.3%

Sous pression

Le secteur manufacturier souffre

La production manufacturière mondiale s'est à nouveau contractée en août, selon l'indicateur des directeurs d'achats, le JPMorgan Global Manufacturing PMI, alors que certains éléments indiquent que les conditions pourraient se détériorer davantage dans les mois à venir. Les nouvelles commandes ont diminué pour le deuxième mois consécutif. Le PMI atteint son plus bas niveau en 26 mois et montre un nouvel affaiblissement de la dynamique de l'industrie mondiale, du fait d'une forte hausse de l'inflation mondiale tirée par l'énergie. L'indice est tombé juste au-dessus de la barre neutre des 50 séparant l'expansion du ralentissement économique. Il convient de le comparer à un niveau de 56,5 lors des premiers mois de l'année.

J.P.Morgan Global Manufacturing PMI™

sa, >50 = improvement since previous month



Source : JPMorgan, S&P Global

Cette décélération économique est confirmée par des indicateurs agrégés d'activité à haute fréquence. Le bien connu GDPNow de la Fed d'Atlanta est un indicateur non officiel qui fournit une estimation de la croissance du PIB basée sur la même méthodologie que celle utilisée par le Bureau of Economic Analysis aux États-Unis. Le GDPNow estime une croissance au T3 2022 de +1,4% au 7 septembre en forte baisse par rapport à +2,6% au 1er septembre.

Lumières dans l'obscurité

En dépit des détériorations, on peut extraire de bons points.

Bien que les problèmes d'approvisionnement fassent toujours les gros titres - comme l'interruption de l'approvisionnement en gaz russe en Europe, les tensions sur le marché du travail, la politique chinoise face au Covid - les déséquilibres globaux d'offre et de demande de biens s'estompent. Il s'agit d'un point positif. Les délais de livraison se sont améliorés pour atteindre un point haut en 22 mois, indiquant une amélioration sur ce front. Pendant ce temps, les prix des intrants et des sortants ont poursuivi leur chute depuis les sommets

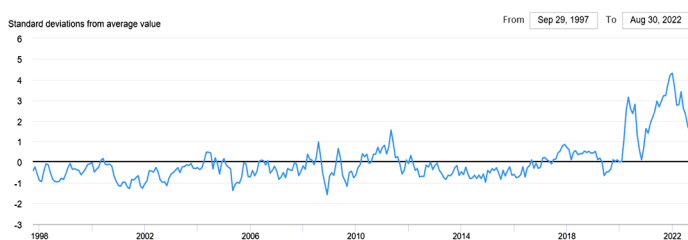
atteints en avril de cette année pour revenir aux niveaux de fin 2020. Cette détente est liée au tassement observé sur les marchés mondiaux des matières premières ces derniers mois, malgré les risques persistants sur les marchés de l'énergie.

Dans une large mesure, cela est aussi dû à un affaiblissement de la demande.

Les coûts d'expédition des marchandises dans des conteneurs de 40 pieds de Shanghai à Los Angeles ont chuté d'un pic à 12'000\$ fin 2021 à environ 6'000\$ - soit une baisse stupéfiante de 50 % en 6 mois. Le prix se situaient en moyenne autour de 1'500 \$ jusqu'en 2020, lorsque le mot pandémie est apparu pour la 1^{ère} fois en Chine.

Alors qu'il y a eu une baisse notable des coûts des conteneurs transportant des biens de consommation, il y a eu une baisse encore plus marquée des prix du fret pour le transport de marchandises en vrac. Le Baltic Dry Index, un composite de 3 sous-indices couvrant des navires de différentes tailles qui transportent des marchandises telles que le charbon, le minerai de fer et les céréales, a chuté d'environ 80%, passant d'un point haut supérieur à 5'500 points à la fin de l'année dernière à 1'000, son niveau le plus bas depuis juin 2020.

Indice de pression de la chaîne d'approvisionnement mondiale



Source : Fed de New York

Déconnexion

Le président Jay Powell a réitéré le mois dernier l'engagement de la Fed à freiner la croissance rapide des prix, affirmant que la banque centrale américaine devra maintenir des taux élevés jusqu'à ce que le travail soit accompli. Dans l'environnement géopolitique tendu actuel, la Chine - le 2^{ème} détenteur de bons du Trésor américain derrière le Japon - a vendu pour 94 milliards de dollars de bons du Trésor américain depuis le début de l'année à la fin juillet, selon les données fournies par le département du Trésor américain.



Source : Bloomberg

Une Fed restrictive et un désinvestissement massif d'un partenaire de long terme ont ramené les taux vers leurs plus hauts annuels. Le taux US à 2 ans a dépassé les 3,5% pour la 1^{ère} fois depuis novembre 2007. La partie courte de la courbe a déjà bien intégré la trajectoire de politique monétaire tracée par les projections économiques de la Fed, les Fed Funds atteignant près de 4% à la mi-2023. Les membres de la Fed restent réticents à confirmer une hausse de taux de 75pbs pour la réunion de septembre, la décision dépendra de la totalité des données entrantes. Le marché l'a déjà pleinement intégré.

La mise à jour des projections économiques en septembre devrait fournir de nouvelles informations sur les attentes en matière de politique monétaire. Le comité devrait réaffirmer son engagement à continuer de relever les taux directeurs bien au-dessus du niveau neutre et à maintenir la politique restrictive dans un avenir prévisible tant que l'inflation ne se sera pas rapprochée de son objectif de 2%.

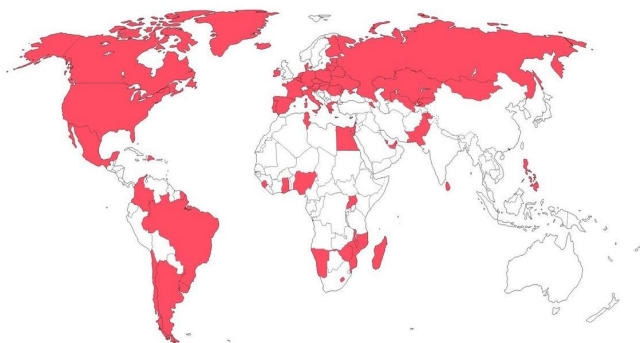
- Les obligations montrent leur plus grande déconnexion face au cycle économique de l'histoire
- Avec des taux proches des pics annuels, nous semblons à nouveau à la croisée des chemins. Les taux ont-ils atteint des sommets ? ou s'agit-il d'un changement de paradigme vers des rendements encore plus élevés ? là est la question. Bien que les risques à court terme militent pour plus de volatilité, cela pourrait s'avérer être une bonne opportunité d'achat de long terme

Obligations. La BCE annonce une hausse de taux record

Dans un contexte d'inflation persistante et élevée, la Banque centrale européenne a procédé, comme attendu, à la plus forte hausse de taux depuis la création de l'Union en relevant son taux directeur de 75pbs à 0,75%. Elle a rejoint le club des 40 banques centrales ayant déjà relevé leurs taux de 75pbs ou plus.

La BCE a également mentionné que l'inflation demeure beaucoup trop élevée et que de nouvelles hausses de taux seront nécessaires. Elle a considérablement revu à la hausse ses prévisions d'inflation à 8,1% en 2022, 5,5% en 2023 et 2,3% en 2024. Cela est conforme au consensus du marché pour 2022 et 2024, mais nettement supérieur (4,8 %) pour 2023. La BCE a finalement reconnu un tassement de la croissance. L'économie de la zone euro devrait stagner entre la fin 2022 et le début 2023. Plus largement, elle a abaissé ses projections de croissance à 3,1% pour 2022, à seulement 0,9% pour 2023 et à 1,9% pour 2024.

■ Hiked rates by 75 basis points or more in one move this year

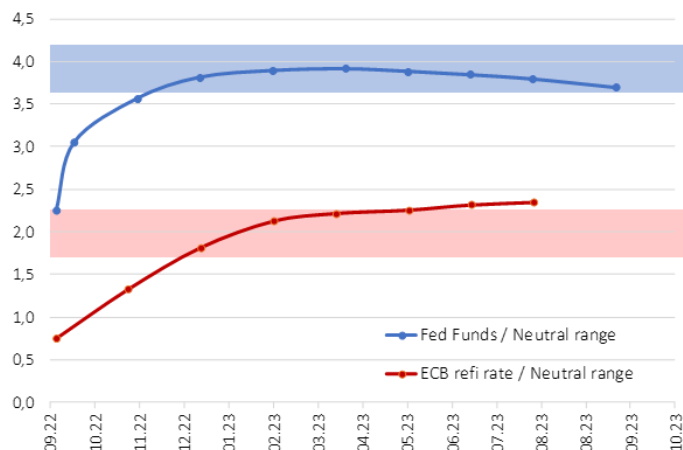


Source : Bloomberg

Au cours des prochaines réunions, la BCE devrait encore relever ses taux pour freiner la demande et se prémunir contre le risque d'une hausse persistante des anticipations d'inflation. Même si le plongeon en récession de la zone euro se précise, la BCE profitera de l'acquis de croissance accumulée au S1 lui permettant de relever ses taux jusqu'à la fin de l'année. Elle devrait annoncer une nouvelle hausse de 75pbs fin octobre, plus une nouvelle de 50pbs en décembre, portant son taux directeur à 2,0% d'ici la fin de l'année.

Comme la BCE l'a reconnu, la dynamique économique devrait fortement ralentir au S2. Des enquêtes récentes suggèrent un ralentissement de la croissance et une probable récession de la zone euro dans les mois à venir. Pour le mois d'août, les indices PMI manufacturier et des services de la zone euro étaient tous deux inférieurs au niveau minimum pour ne pas tomber dans une période de contraction économique. Le risque d'une récession de la zone euro débutant d'ici la fin de l'année reste d'actualité, ce qui devrait également signifier la fin du cycle de resserrement de la BCE. Ainsi, elle devrait garder ses taux inchangés en 2023.

Le marché anticipe déjà des taux directeurs sont territoire restrictif



En ce qui concerne les réinvestissements des programmes d'achat d'actifs, la BCE a l'intention de poursuivre le réinvestissement du produit des obligations arrivant à échéance dans le cadre du programme d'achat d'actifs pendant une période prolongée, et de continuer à réinvestir le produit du programme d'achat d'urgence en cas de pandémie au moins jusqu'à la fin de 2024.

- *Même si la BCE est toujours beaucoup complaisante quant à la croissance (+0,9%) en 2023, la question demeure de savoir si elle serait vraiment disposée à poursuivre un resserrement aussi agressif que prévu si la récession devenait réalité. Relever les taux à l'approche d'une récession est une chose, les relever pendant une récession en est une autre*
- *Le spread italien restera défendu par la Banque. Il ne semble pas y avoir eu de discussion approfondie sur le resserrement quantitatif lors de cette réunion. Les obligations d'Etat italiennes sont attractives*

Les producteurs d'électricité, présentent-ils un risque systémique comme *Lehman Brothers* l'avait été pour la finance ?

La réponse est oui, en théorie. En pratique, c'est *too big to fail*. Le risque serait un arrêt du commerce européen de l'énergie, ce qui évidemment paraît impossible, et un effondrement de l'économie, entraînant le secteur bancaire. Les gouvernements européens sont donc en train d'intervenir pour éviter un blocage dans les marchés de l'énergie et éviter une faillite en chaîne des producteurs d'électricité. Avec l'explosion des prix de l'électricité, soit 6x avec les prix spot et 10-13x avec les prix à terme (début 2023), les appels de marge sur les contrats futures mettent

sous pression les producteurs d'électricité, un risque potentiel d'au moins €1'500 milliards selon le producteur de pétrole et de gaz norvégien Equinor.

Les appels de marge surviennent lorsque l'écart entre les prix de l'électricité "au comptant" et le niveau auquel les entreprises de services publics ont vendu leur production à terme devient trop important, ce qui les oblige à déposer la marge pour prouver qu'elles peuvent livrer dans le cas improbable d'une défaillance. Pour protéger leurs ventes, les producteurs d'électricité vendent des contrats futures avant de vendre l'électricité physique spot. Mais aujourd'hui les banques sont inquiètes, car les producteurs d'électricité devront racheter leurs contrats à l'échéance à un prix beaucoup plus élevé. D'où la forte hausse des appels de marge qui mettent à mal les liquidités à court terme des sociétés, malgré les importants profits qu'elles dégagent. Donc, il ne faut pas confondre les importants profits qui seront engrangés cette année, même avec une taxe sur les super profits, et les besoins immédiats de liquidités pour les appels de marge.

La semaine dernière, la Suède et la Finlande ont lancé un appel d'urgence pour soutenir financièrement les producteurs d'électricité. La Suède a annoncé un plan de soutien de €33 milliards. La Grande-Bretagne a mis en place des garanties de crédit pour £40 milliards. La Banque centrale d'Angleterre est prête à apporter les liquidités nécessaires aux producteurs d'électricité. La Suisse a garanti une ligne de crédit d'Axpo pour CHF 4 milliards.

Selon les commentaires de Simonetta Sommaruga, la Suisse va réfléchir sur le bien-fondé de la libéralisation du secteur électrique et remettre en question une partie des investissements à l'étranger nécessaires à l'importation d'électricité durant l'hiver. Selon la conseillère fédérale, ces investissements devraient être utilisés en Suisse pour l'indépendance énergétique et pour accélérer le développement des énergies décarbonées (solaire, éolien, hydroélectrique et nucléaire). Le Conseil fédéral a averti d'un hiver potentiellement difficile, qui repose en grande partie de l'importation d'électricité : 57% de la production helvétique provient des centrales hydrauliques, et contre-intuitivement cette production est au plus bas durant l'hiver.

Les politiques européens vont devoir également 1) plafonner les prix de l'électricité, pas seulement pour

soulager les ménages, mais aussi pour enlever la pression et la volatilité sur le marché de l'électricité et soulager la trésorerie des producteurs d'électricité, et 2) changer le fonctionnement du marché européen de l'électricité, dont le prix est déterminé par le coût marginal de la dernière centrale à gaz.

Tout le monde n'est pas à la même enseigne. Les producteurs de gaz et les producteurs d'électricité par les énergies décarbonées devraient dégager d'importants profits, malgré les taxes sur leurs super profits, alors que les producteurs d'électricité dépendants du gaz vont souffrir, avec des risques de défaillance. Le marché a été dérégulé : il y a d'un côté le marché régulé et d'un autre le marché libre. Dans le marché libre, de nombreux fournisseurs d'électricité sont soit partis soit en faillite. Pas sûr que les Etats les aident.

L'Europe doit faire vite, car la Russie a annoncé qu'elle stopperait toutes ses exportations vers l'Europe de pétrole, gaz, charbon et autres huiles de chauffage dès que les Occidentaux mettront en place un plafonnement sur le prix du pétrole russe. Les Etats-Unis et l'Europe veulent instaurer ce plafonnement avant fin 2022.

En 2022, le secteur Producteurs d'électricité a enregistré une des meilleures performances sectorielles, ce qui est normal avec le cycle économique dans lequel nous sommes. En période de ralentissement économique, les secteurs défensifs (santé, consommation de base et services publics) surperforment. Après une récente correction, les actions des producteurs européens se sont reprises avec les mesures de soutien étatique - garanties sur les lignes de crédit vis-à-vis des appels de marge - et projet de plafonnement des prix du pétrole russe.

Indices Monde Global, Producteurs d'électricité US et Europe



Source : Bloomberg

- *On peut écarter un risque d'effondrement du marché européen de l'électricité, too big/dangerous to fail*
- *Les 3 priorités des gouvernements européens : 1) garantir la pérennité financière des producteurs d'électricité (court terme), 2) plafonner les prix de l'électricité (court terme) et 3) réformer structurellement le fonctionnement du marché européen de l'électricité (moyen-long terme)*
- *Surpondération des producteurs d'électricité*
- *A l'achat : les grands groupes, RWE (valorisation €50), Iberdrola (€12.5), Centrica (GBP 100), et les plus petits, Encavis (€26), Solaria (€30), Neoen (€50) et SSE (GBP 2000)*
- *Acheter la thématique Transition énergétique*



Contact for Switzerland

Rue François-Bonivard 12 ♦ 1201 Genève
t +41 22 906 81 81

Chemin du Midi 8 ♦ 1260 Nyon
t +41 22 906 81 50

Rue du Centre Sportif 22 ♦ 1936 Verbier

Schauplatzgasse 9 ♦ 3011 Berne
t +41 58 404 29 41

Rue Pré-Fleuri 5 ♦ 1950 Sion
t +41 27 329 00 30

Seidengasse 13 ♦ 8001 Zurich
t +41 43 322 15 80

info@pleion.ch ♦ www.pleion.ch

Contact for Luxembourg

2A rue Jean Origer ♦ L-2269 Luxembourg
t +352 262 532 0

info@bcblux.lu ♦ www.bcblux.lu

Contact for Monaco

11 avenue de la Costa ♦ 98000 Monaco
t +377 92 00 25 00

contact@pleion.mc ♦ www.pleion.mc

Contact for Mauritius

Suite 301 ♦ Grand Baie Business Quarter
Chemin Vingt Pieds ♦ Grand Bay 30529
Republic of Mauritius
t +230 263 46 46

info@pleion.mu ♦ www.pleion.mu

Disclaimer - Ce document est uniquement à titre d'information et ne peut en aucun cas être utilisé ou considéré comme une offre ou une incitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers. Bien que toutes les informations et opinions contenues dans ce document ont été compilés à partir de sources jugées fiables et dignes de foi, aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. L'analyse contenue dans ce document s'appuie sur de nombreuses hypothèses et différentes hypothèses peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Ce document a été préparé uniquement pour les investisseurs professionnels, qui sont censés prendre leurs propres décisions d'investissement sans se fier indûment à son contenu. Ce document ne peut pas être reproduit, distribué ou publié sans autorisation préalable de PLEION SA.