

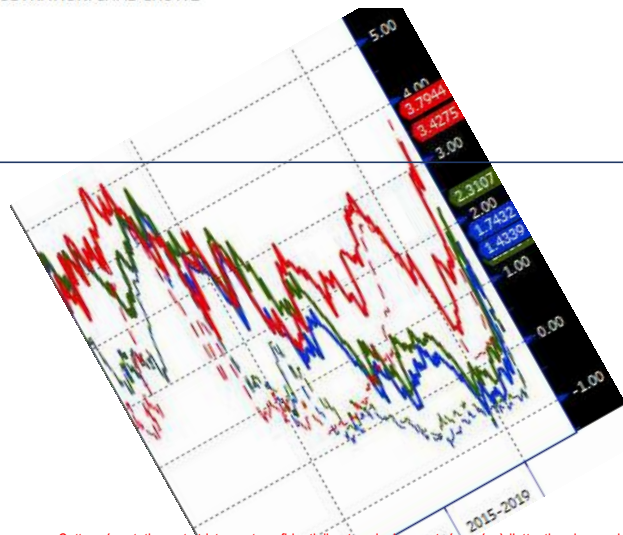


ILLUSTRATION: CHAD CROWE



**L'inflation au cœur des préoccupations,
mais la BCE a tranché.
L'institution est « presque certaine que
les phénomènes actuels d'inflation sont
transitoires »
(C. Lagarde, 11/2021)**

L'inflation ? Quelle inflation ?



Analyse macrofinancière trimestrielle 4^{ème} trimestre 2022



Cette présentation est strictement confidentielle et exclusivement réservée à l'attention de son destinataire. Une attention particulière a été portée quant à la nature claire, exacte et non trompeuse des informations fournies dans le présent document. Toutes les performances, résultats, chiffres et autres présentés dans ce document, ainsi que l'ensemble des informations qu'il contient sont de source interne ou spécifiée, et sont susceptibles de comprendre des erreurs, des omissions et des approximations. Les résultats qui peuvent être présentés ne constituent par ailleurs aucunement une indication sur la performance future d'un placement financier. Elle ne peut être transmise à quiconque, que ce soit en totalité ou même en partie. Elle est par ailleurs réservée à des individus ou des entreprises ayant une certaine expertise dans le domaine de la finance, avertis et connaisseurs des risques inhérents aux investissements financiers sur les marchés de capitaux. Les données chiffrées, commentaires et analyses présentés reflètent le sentiment de LM INVEST FRANCE sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. La valeur de tout placement peut aussi bien diminuer qu'augmenter. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Il appartient à chaque investisseur de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations qui lui ont été fournies, à sa propre analyse des risques, en s'entourant, au besoin, de l'avis de tous les conseils spécialisés en la matière. LM INVEST FRANCE est une société immatriculée en tant que CIF auprès de l'ORIAS (www.orias.fr) sous le numéro 18004577. Membre de la CNCIF, association agréée par l'AMF. Ce document est la propriété de LM INVEST FRANCE. Toute utilisation de ce document non conforme à sa destination, toute diffusion totale ou partielle à des tiers est interdite, sauf accord exprès de LM INVEST FRANCE. La responsabilité de LM INVEST FRANCE, de ses filiales ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation, d'une diffusion totale ou partielle de ce document non conforme à sa destination. Toute reproduction totale ou partielle de ce document, des logos, des marques ou de tout élément figurant sur ce document est interdite sans autorisation préalable de LM INVEST FRANCE. De même, tout droit de traduction, d'adaptation et de reproduction partielle ou totale est interdit sans son consentement. La responsabilité de LM INVEST FRANCE, de ses filiales ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation de ce document non conforme à sa destination.

Conclusions

Contexte favorable à la détention d'actifs risqués

Conclusions

Contexte favorable à la détention d'actifs risqués

1 – Niveau de risque de mégastructure des marchés

Ce niveau est objectivement faible. La note avait été radicalement abaissée lors du précédent point, mais cela avait été fait préventivement et s'avère en réalité inexact. Des points de vigilance demeurent, naturellement, au premier titre desquels les spreads France (230bp) et Italie (57bp) / Allemagne sur les taux souverains.

07/06/22	1.0	20/09/22	2.0	Variation	+100%	/5	2.0
----------	-----	----------	-----	-----------	-------	----	-----

2 – Contexte économique et monétaire global

Le contexte économique global n'est pas si mauvais. Quant aux politiques monétaires menées par les banques centrales, qui peut s'en étonner ou s'en émouvoir ?

07/06/22	32/100	20/09/22	46/100	Variation	+44%	/5	2.5
----------	--------	----------	--------	-----------	------	----	-----

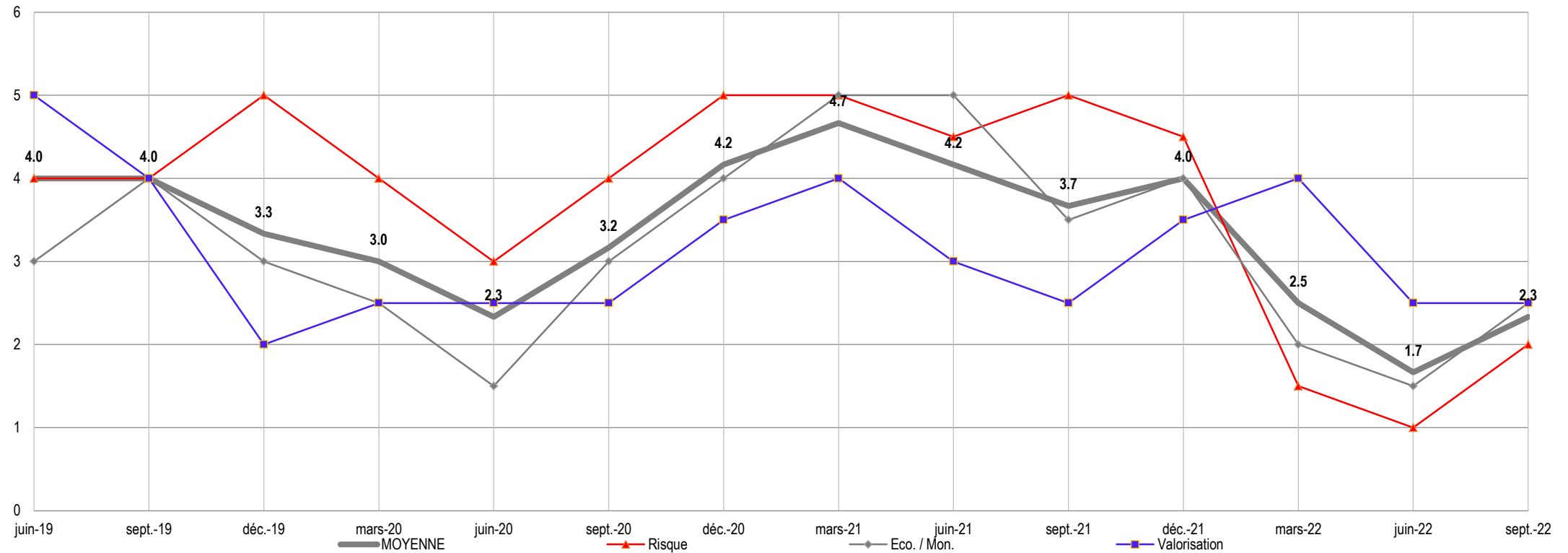
3 – Intégrations dans les prix des actifs

A l'exception de quelques ajustements, la note de valorisation est globalement inchangée. Globalement, les marchés actions ne sont pas bien cher, et les obligations restent un mauvais placement car les taux réels poursuivent leur baisse.

07/06/22	2,5	20/09/22	2,5	Variation	+0%	/5	2.5
----------	-----	----------	-----	-----------	-----	----	-----

Evolution des notations

Evolution graphique sur une base trimestrielle



Dates des CSGF	28/05/19	10/09/19	29/11/19	10/03/20	02/06/20	08/09/20	01/12/20	09/03/21	01/06/21	07/09/21	30/11/21	08/03/22	07/06/22	20/09/22
TOTAL	4.0	4.0	3.3	3.0	2.3	3.2	4.0	4.7	4.2	3.7	4.0	2.5	1.7	2.3
Risque	4.0	4.0	5.0	4.0	3.0	4.0	5.0	5.0	4.5	5.0	4.5	1.5	1.0	2.0
Eco. / Mon.	3.0	4.0	3.0	2.5	1.5	3.0	4.0	5.0	5.0	3.5	4.0	2.0	1.5	2.5
Valorisation	5.0	4.0	2.0	2.5	2.5	2.5	3.5	4.0	3.0	2.5	3.5	4.0	2.5	2.5
Eurostoxx 50	3,349	3,499	3,704	2,910	3,159	3,267	3,525	3,786	4,072	4,225	4,063	3,505	3,422	

Environnement caractérisé, stratégies d'investissement lisibles

Exemple de stratégie marchés cotés

Objectif Doubler l'investissement dans les 5 ans (15% TRI) en appliquant à des actifs cotés en bourse une démarche de *private equity* basée sur :

1. Un travail de valorisation.
2. Une connaissance intime des sociétés.
3. Le temps long.

Stratégie

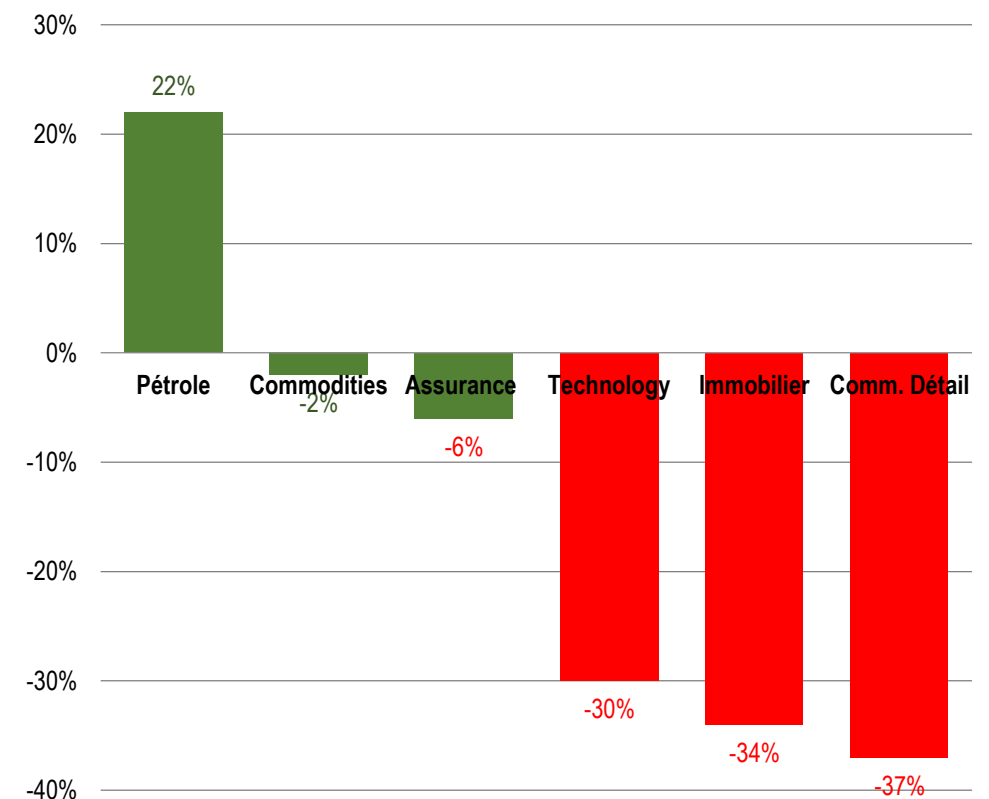
1. **Approche « Rendement » / « Gain en capital »** Stratégie initialement surpondérée sur l'actif le plus rentable puis dividendes réalloués sur une base trimestrielle en fonction de l'espérance de gain.
2. **Approche « entrepreneurs »** Dans beaucoup de cas, investissement aux côtés de familles.
3. **Approche thématique ou « P/E »** pour « Private Equity » Les dossier sont sélectionnés pour une raison spécifique indépendante des marchés ou dans le cadre d'une thématique.

Principes des fonctionnement

1. **Le groupe homogène** Les porteurs forment un groupe, investissent en même temps sur un dossier, avec un même horizon de temps, long, très long.
2. **Le coupon** Chaque position qui a atteint son objectif (x2) donne lieu à la distribution des gains sous forme d'un coupon trimestriel.
3. **La sortie** Le véhicule est liquidé lorsqu'il n'y a plus de positions investies et plus d'idées à mettre en œuvre.

Indice Stoxx 600 Europe - Top / Bottom 3 secteurs au 15/09/22

Données sur l'année au 15/09/22, sources Bloomberg, LMIF



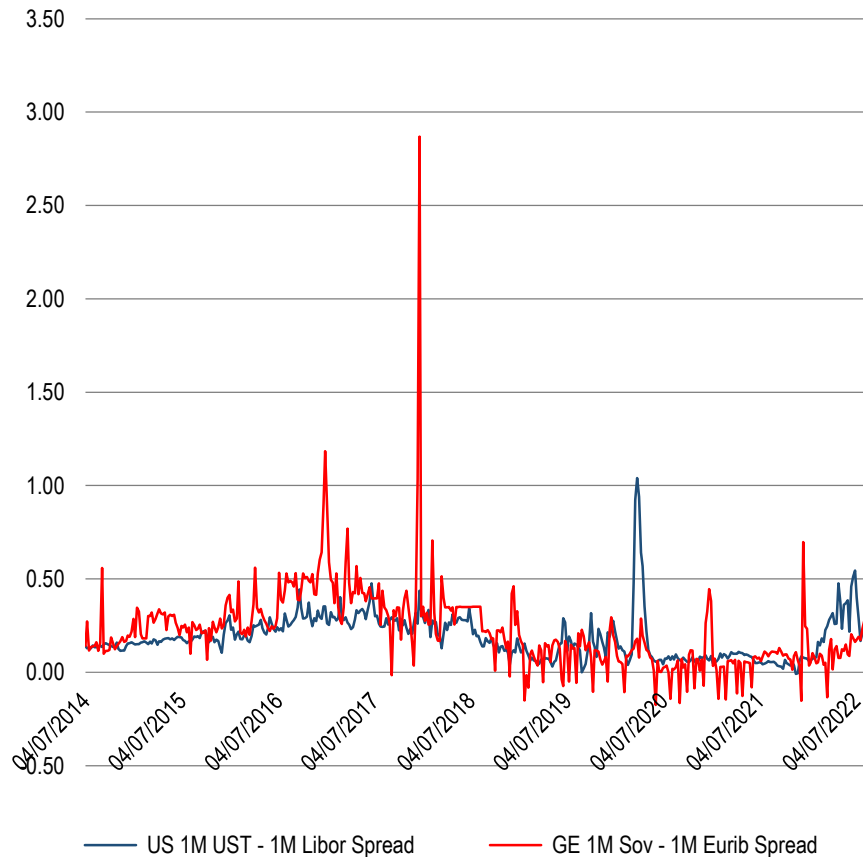
1 – Niveau de risque de mégastructure des marchés

Evaluation objective du risque de mégastructure des marchés

Il n'y a pas de risque systémique avéré

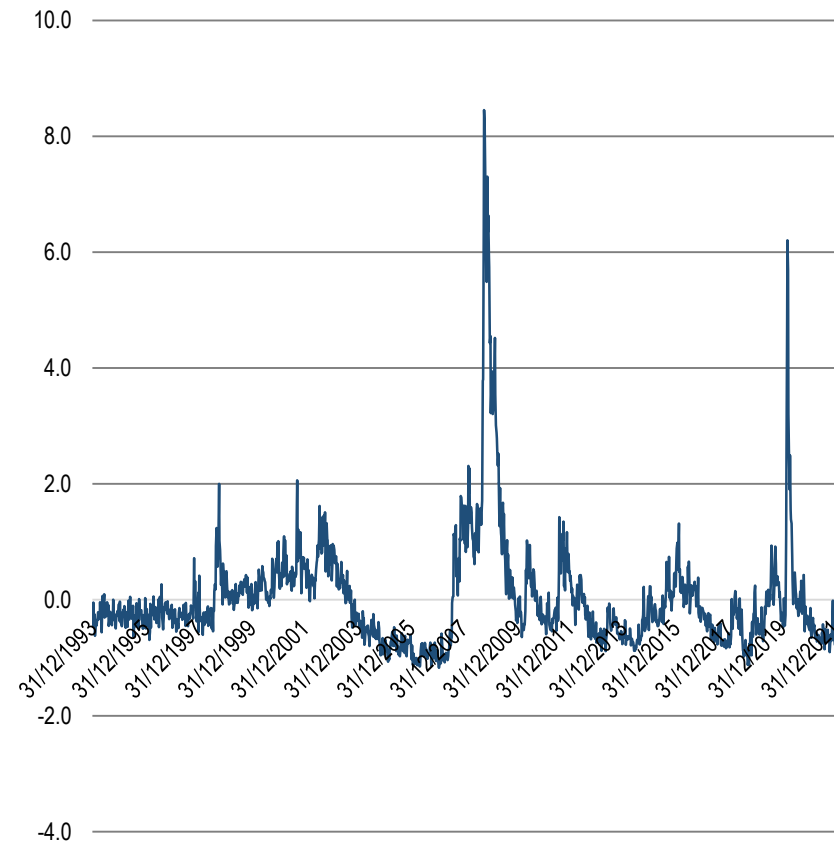
Spreads taux interbancaires à 1 mois

Données hebdomadaires au 02/09/22, sources Bloomberg, LMIF



St. Louis Fed Financial Stress Index [STLFSI]

Données hebdomadaires au 05/09/22, source <https://fred.stlouisfed.org/series/STLFSI3>

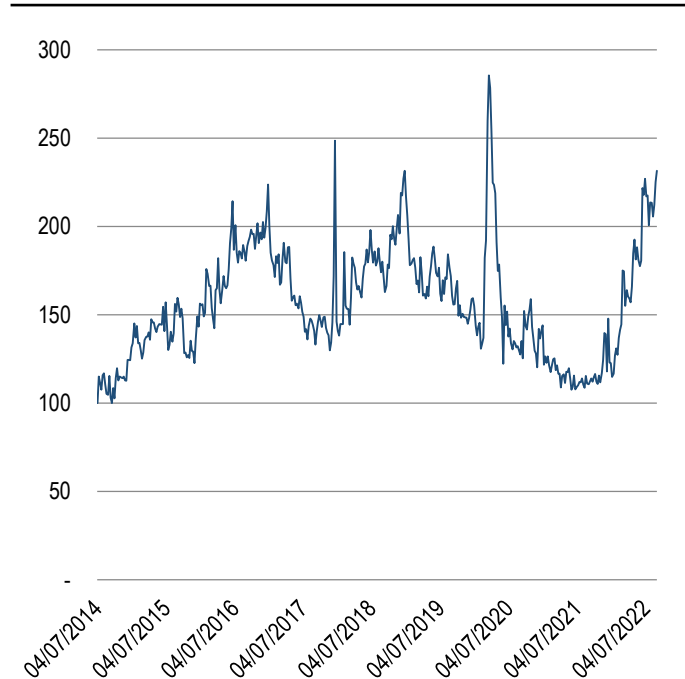


Indicateur de prise en compte du risque

Les investisseurs ont nettement pris en compte les éléments négatifs

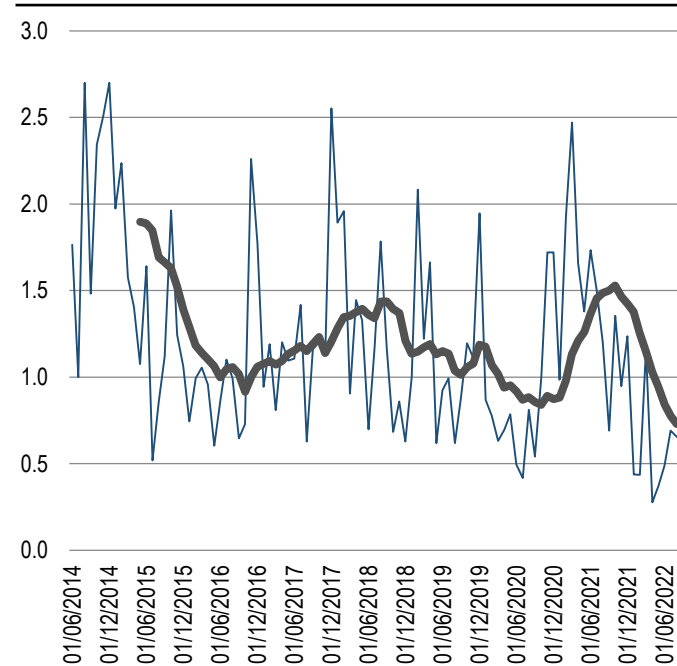
Indicateur LMIF de prise en compte du risque

Données hebdomadaires au 02/09/22, sources Bloomberg, LMIF



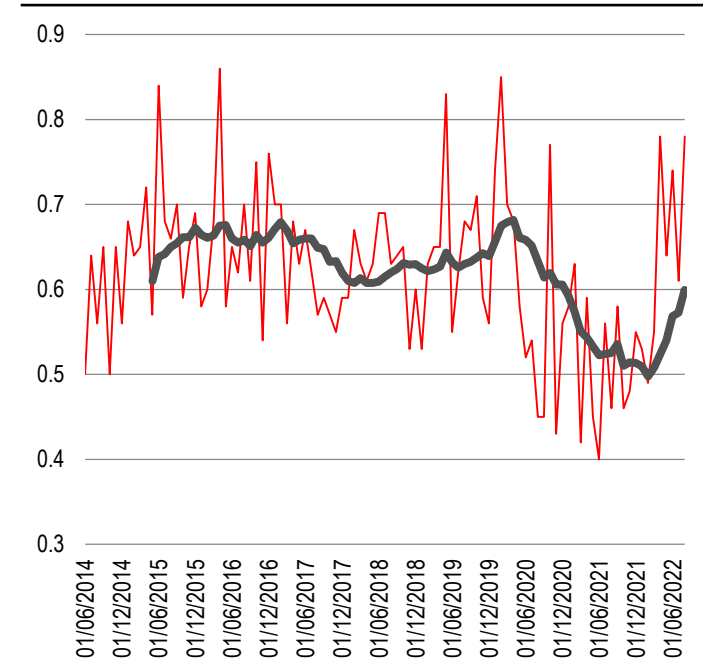
Indicateur Bull / Bear

Données mensuelles au 31/08/22, source Bloomberg



Indicateur Put / Call ratio

Données mensuelles au 31/08/22, source Bloomberg



2 – Contexte économique et monétaire global

Point de situation

Les principaux sujets du moment

1. Inflation

Le sujet principal est bien entendu celui de l'inflation. Il est dans tous les esprits, sur toutes les lèvres. Que les marchés ont la mémoire courte ! Celle-ci a été ardemment souhaitée, et finalement elle est obtenue. D'ailleurs, sans elle, les deux grandes zones économiques Amérique du Nord et Europe étaient menacées d'une mortelle « japonisation » de leurs économies, un contexte totalement farfelu au sujet duquel LM Invest France s'était exprimé dès le mois de mai 2021, il y a plus d'un an déjà ! Quelle erreur de jugement des économistes <https://lminvestfrance.com/2021/05/28/contexte-de-marche-au-28-mai-2021/>.

Maintenant qu'elle est là, l'inflation dérange fortement, un comble pour trois raisons ! D'une part, le phénomène est d'une logique implacable : on l'a voulue, on l'a eue, les mécanismes de politiques monétaire et budgétaire ont fonctionné, ce qui est, d'une certaine manière, rassurant. D'autre part, elle, –et son corolaire qui est la hausse des taux– sont bien pratiques pour les acteurs économiques endettées. D'autant qu'en fait, les taux réels, eux, ne remontent pas. Enfin, les ajustements de valorisations qui en découlent, notamment dans le secteur technologique, sont salutaires.

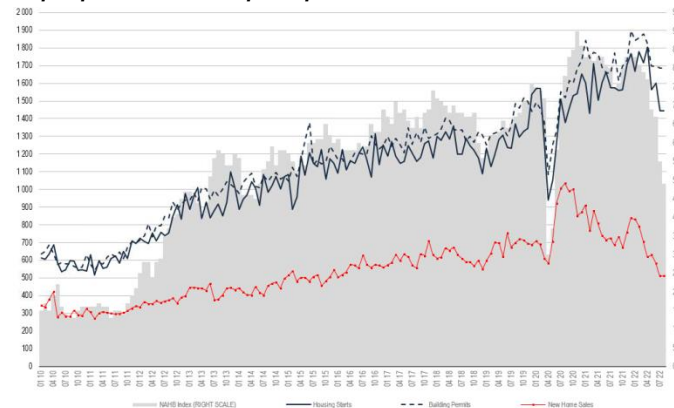
2. Contexte géopolitique

Le contexte géopolitique particulièrement instable à cause de la guerre au sein-même de l'Europe. Sur ce sujet il est impossible d'être définitif ou même d'exprimer un avis à plus de quelques heures, et puis l'information est pauvre. Il semble actuellement que la Russie soit en train de perdre cette guerre. Ce sont les informations dont nous disposons. Cela signifierait alors une nécessaire sortie de crise assez fine. Le pire, l'option nucléaire, est toujours sur la table.

3. Situation économique globale

La situation économique globale fait peut parler d'elle, alors qu'il y aurait à dire. Taux de chômage bas, emplois vacants encore très élevés, indicateurs ISM satisfaisants... tant aux Etats-Unis qu'en Europe, l'économie résiste. Il ne s'agit que de constatations, mais elles sont importantes car le pire nous était promis. Le point de vigilance est l'évolution du marché immobilier américain qui montre des signes de faiblesse depuis le début de l'année.

Graphique de suivi des principales données relatives au marché immobilier américain, données mensuelles au 31/08/22, sources Bloomberg, LMIF

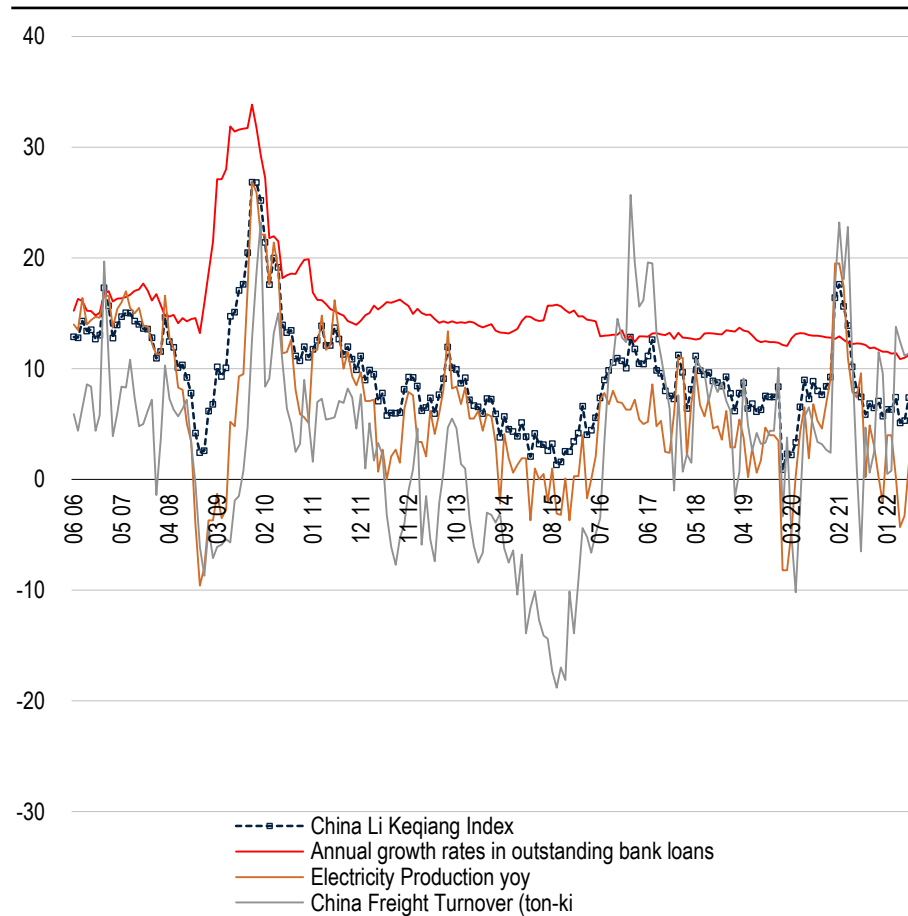


Evaluation de la croissance mondiale

Choc d'offre, désorganisation de la chaînes d'approvisionnement mondiale, résilience

Indice chinois Li Keqiang

Données mensuelles au 31/07/22, source Bloomberg



Indice US ISM des services

Données mensuelles au 31/08/22, source Bloomberg



Une inflation souhaitée, voulue, provoquée, désirée... et obtenue !

Qui peut sérieusement s'émouvoir des taux d'inflation actuels ? Tout a été fait pour !

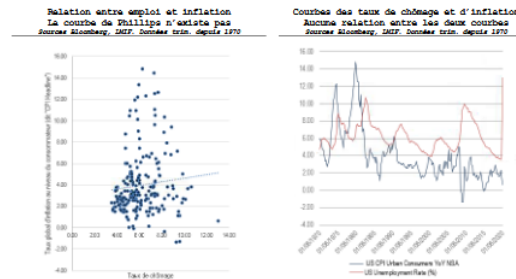


Market Flash
www.lminvestfrance.com

Le vendredi 28 août 2020

Huit ans après sa mise en place par Ben Bernanke en 2012, la Réserve fédérale américaine a annoncé, lors du forum (virtuel) de Jackson Hole, modifier un principe fondamental de sa politique monétaire, consistant à systématiquement remonter les taux d'intérêt lorsque le taux d'inflation dépasse le seuil de 2%. Les conséquences sur les marchés financiers seront profondes.

En fait, la Fed entérine un point que tout le monde pouvait constater en économie : le principe de la courbe de Phillips¹, consistant à établir un lien de causalité entre taux d'emploi et taux d'inflation, ne fonctionne plus du tout -s'il a un jour fonctionné. Pour faire simple, le principe était que si le taux d'inflation remontait trop (au-delà du seuil de 2% depuis 2012), cela était dû à une forte consommation, s'expliquant elle-même par un faible taux de chômage. Il fallait alors relever les taux d'intérêt. Et inversement. Pour beaucoup de raisons, cela n'est absolument pas vérifié. Dans le graphique ci-dessous à droite, on observe même, sur la période récente (depuis 2010), que plus le taux d'emploi diminue, plus le taux d'inflation, lui aussi, diminue.



On peut penser que cette décision va être favorable aux actifs risqués. Il n'y aura aucune hausse des taux avant très longtemps, le marché l'a à présent bien compris, et cela est favorable à la prise de risque.

Mais cette décision sera potentiellement source d'instabilité pour au moins deux raisons. D'une part, l'inflation pourra dépasser le seuil de 2%. Et après ? Souvenez-vous que l'inflation est comme le dentifrice : on peut le sortir du tube, mais on ne peut l'y remettre. D'autre part, l'abandon du principe de Phillips est le n-ième abandon théorique depuis 2008 (CAPM, taux sans risque...), ce qui signifie qu'en fait, toutes les théories économiques sont fausses.

¹ https://fr.wikipedia.org/wiki/Courbe_de_Phillips

Production : 2020/08/28 11:07 - Ce document est strictement confidentiel et personnellement destiné à son destinataire. Il ne peut en aucune façon ni à aucune manière être révéler sans l'autorisation écrite de son auteur. Ce document ne doit absolument pas être réutilisé ni même copié. Les avis, opinions, informations contenues dans ce document et qui ne sont pas ceux de son auteur, ne doivent pas être utilisés pour prendre une décision ou pour effectuer une opération sur les marchés financiers. Seul l'investisseur est responsable de sa propre décision et de ses propres opérations.



Market Flash
www.lminvestfrance.com

Le jeudi 12 septembre 2019

Réunion de la Banque centrale européenne - 12/09/19

La BCE dévoile ce jour une nouvelle série de mesures en faveur d'un assouplissement de la politique monétaire. Le nouveau dispositif repose sur cinq piliers.

- 1/ Baisse du taux de dépôt de -0.40% à -0.50%. Je déplore cette mesure.
- 2/ Mécanisme d'exemption des banques sur une partie des réserves excédentaires placées à la BCE, adoption de fait d'un système dit « 2-tear » : une partie est exemptée mais pas l'ensemble. C'est une mesure intéressante (qui doit être détaillée) visant un rééquilibrage du secteur.
- 3/ Abandon de toute Guidance jusqu'à ce que l'inflation revienne à des niveaux supérieurs. Un changement profond de doctrine.
- 4/ Reprise de la politique de rachats d'actifs obligataires sur le marché à compter du 01/11 à raison de 20Mds€ / mois.
- 5/ Abaissement du taux d'intérêt sur les opérations de TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, octroi de prêts aux banques) et allongement des maturités de 2 à 3 ans sur ces opérations.

LMIF reste à votre disposition pour discuter de ces annonces aux répercussions probablement profondes.

Le suivi et les réactions d'LM Invest France au sujet des deux grands changements majeurs d'orientation de politique monétaire, en septembre 2019 (BCE) et août 2020 (Fed).

20/08/2020 au sujet de la décision de la Fed

« Cette décision sera potentiellement source d'instabilité pour au moins deux raisons. D'une part, l'inflation pourra dépasser le seuil de 2%. Et après ? Souvenez-vous que l'inflation est comme le dentifrice : on peut le sortir du tube, mais on ne peut l'y remettre. D'autre part, l'abandon du principe de Phillips est le n-ième abandon théorique depuis 2008 (CAPM, taux sans risque...)... »

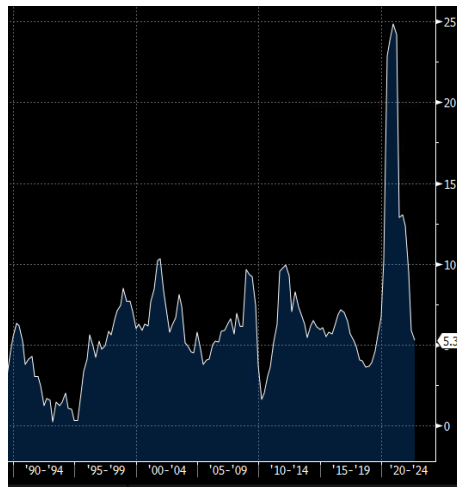
12/09/2019 au sujet de la décision de la BCE

« Baisse du taux de dépôt de -0.40% à -0.50%. Je déplore cette mesure. »

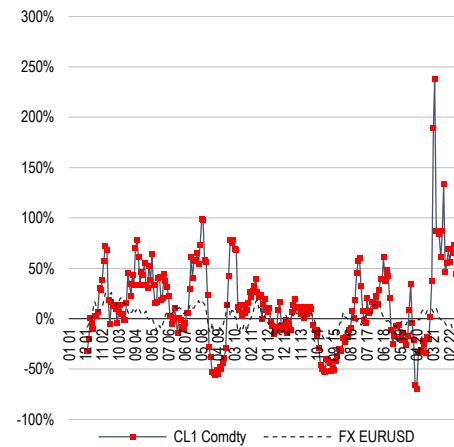
Au sujet de l'inflation

Indicateurs avancés du passage du pic d'inflation, les taux réels toujours plus bas

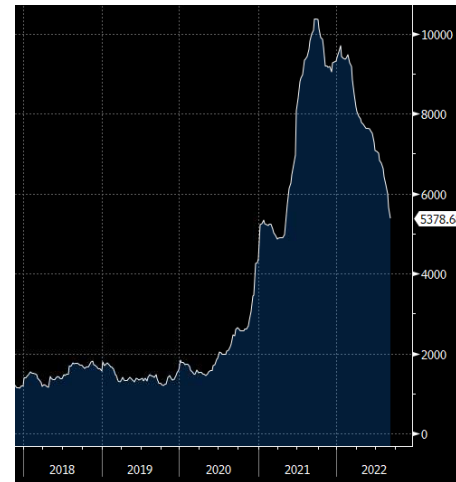
Variation ann. M2 Etats-Unis
Données mensuelles 31/07/22, Bloomberg



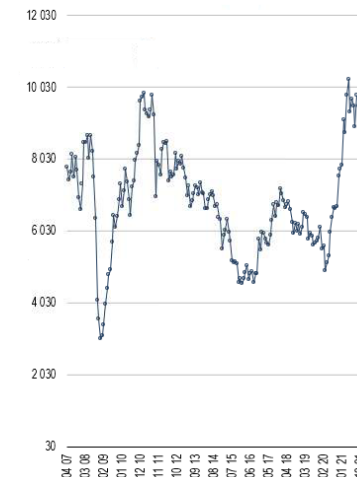
Variation ann. WTI et EUR/USD
Données mensuelles 31/08/22, Bloomberg, LMIF



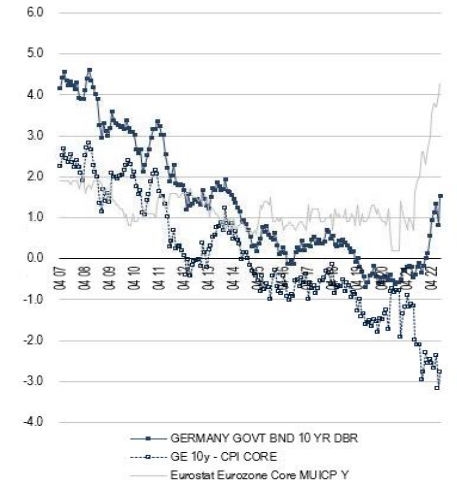
Drewry Composite \$ / 40ft box
Données hebdo 08/09/22, Bloomberg, Drewry



Cours du cuivre \$/t
Données mensuelles 31/07/22, Bloomberg



Taux nom. / réels 10 ans Allemagne
Données mensuelles au 31/07/22, Bloomberg, LMIF



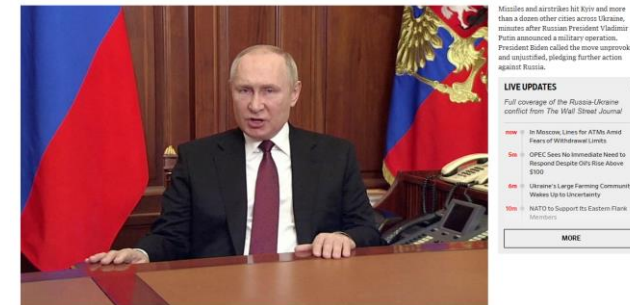
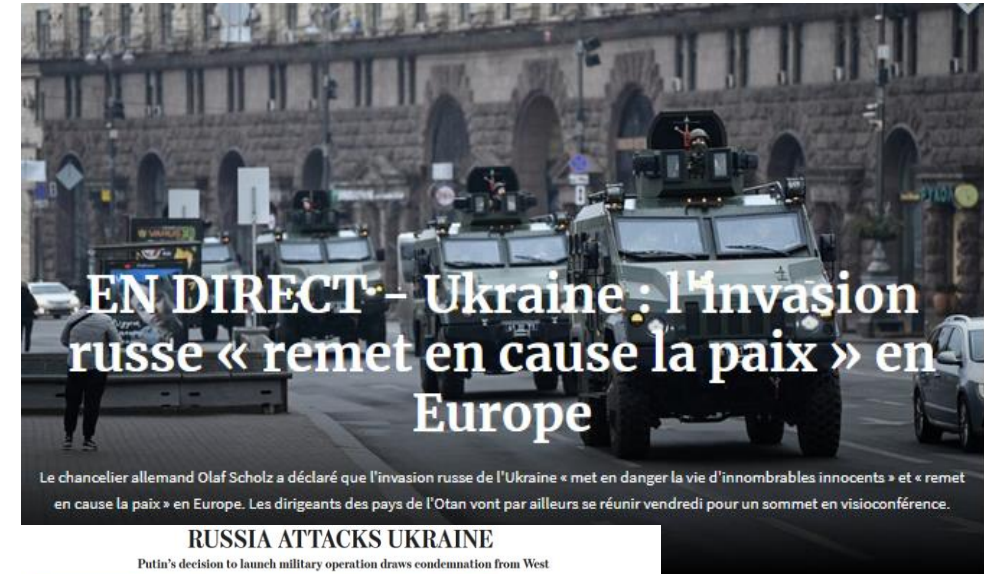
En moins de deux ans, deux évènements historiques traumatisants

16 mars 2020 – 24 février 2022



« C'est pourquoi, après avoir consulté, écouté les experts, le terrain et en conscience, j'ai décidé de renforcer encore les mesures pour réduire nos déplacements et nos contacts au strict nécessaire. Dès demain midi et pour 15 jours au moins, nos déplacements seront très fortement réduits. Cela signifie que les regroupements extérieurs, les réunions familiales ou amicales ne seront plus permises. Se promener, retrouver ses amis dans le parc, dans la rue, ne sera plus possible. Il s'agit de limiter au maximum ces contacts au-delà du foyer. Partout sur le territoire français, en métropole comme Outre-mer, seuls doivent demeurer les trajets nécessaires... »

Adresse du PR, 16 mars 2020



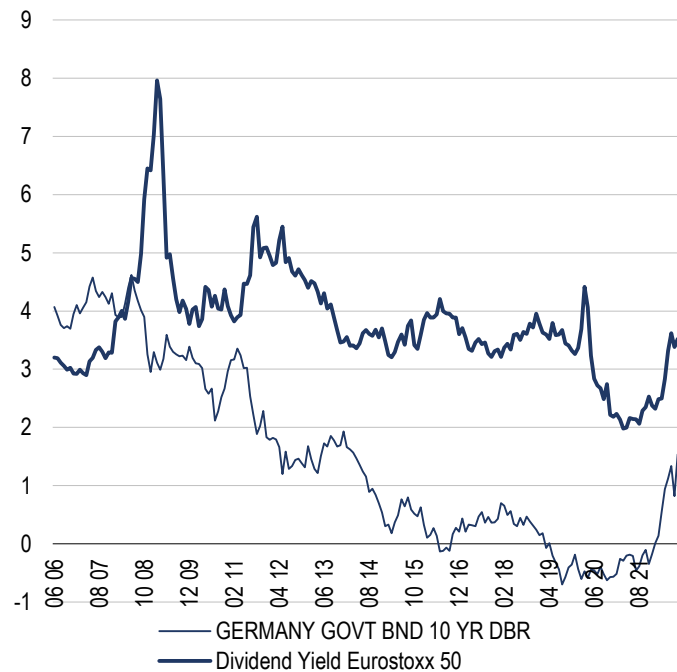
3 – Intégrations dans les prix des actifs

Taux de rendement

La détention d'actions toujours plus favorable que la détention d'obligations en Europe

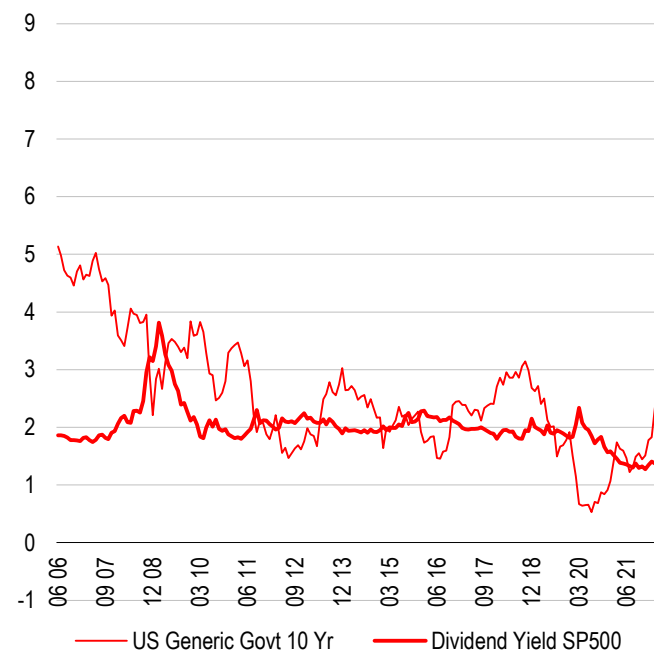
Rendements actions / obig. ZE

Données mensuelles au 31/08/22, source Bloomberg



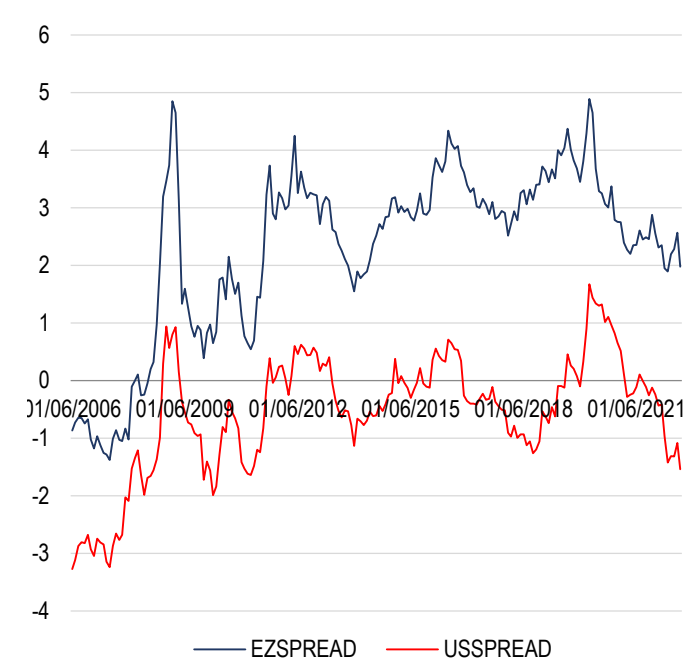
Rendements actions / obig. US

Données mensuelles au 31/08/22, source Bloomberg



Comparaison spreads ZE et US

Données mensuelles au 31/08/22, source Bloomberg



Eléments de valorisation

Note globalement inchangée, quelques ajustements

Elément d'observation	Valeur	Chart	Remarques	Note /5
P/E historique ZE n+1	14x	[9]	Autour de 15x, les marchés actions sont dans la borne haute de la moyenne long terme observée depuis près de 20 ans de l'ordre de 10 à 15x. Léger abaissement de la note de 3,0 à 2,5	2,5
Niveau de croissance induite ZE n / n+1	8%	[9]	Niveau passé de 6% (07/06) à 8% à présent, en légère hausse, cohérent et toujours assez raisonnable, mais néanmoins difficilement réalisable dans le contexte inflationniste actuel. Les top lines devraient être satisfaisantes mais les niveaux de marges seront difficiles à tenir. Maintien de la note à 2,5.	2,5
P/E historique US n+1	19x	[10]	Ce niveau n'appelle pas de remarque particulière mais il est un peu élevé quand même, dans le haut de la borne historique 15x à 20x. Maintien de la note à 2,5.	2,5
Niveau de croissance induite US n / n+1	10%	[10]	Niveau cohérent mais un peu élevé également. Maintien de la note à 2,5.	2,5
Prime de risque actions > obligations ZE	1.98	[7]	La prime reste largement favorable en Europe, proche de 2 points d'écart en faveur des actions, à la faveur de leur baisse récente. Légère remontée de la note de 3,0 à 3,5.	3,0
Prime de risque actions > obligations US	-1,54	[8]	La prime se dégrade significativement depuis le 08/03 où l'on avait constaté son passage en territoire négatif. Le taux 10 ans américain a bondi de 2.9% à 3,5% en trois mois alors que les rendements actions ont peu évolué. Nouvel abaissement de la note de 2,0 à 1,5.	1,5
MOYENNE				2,5

Avertissement

Cette présentation est strictement confidentielle et exclusivement réservée à l'attention de son destinataire. Une attention particulière a été portée quant à la nature claire, exacte et non trompeuse des informations fournies dans le présent document. Toutes les performances, résultats, chiffres divers présentés dans ce document, ainsi que l'ensemble des informations qu'il contient sont de source interne ou spécifiée, et sont susceptibles de comprendre des erreurs, des omissions et des approximations. Les résultats qui peuvent être présentés ne constituent par ailleurs aucunement une indication sur la performance future d'un placement financier.

Elle ne peut être transmise à quiconque, que ce soit en totalité ou même en partie. Elle est par ailleurs réservée à des individus ou des entreprises ayant une certaine expertise dans le domaine de la finance, avertis et connaisseurs des risques inhérents aux investissements financiers sur les marchés de capitaux.

Les données chiffrées, commentaires et analyses présentés reflètent le sentiment de LM INVEST FRANCE sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. La valeur de tout placement peut aussi bien diminuer qu'augmenter. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Il appartient à chaque investisseur de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations qui lui ont été fournies, à sa propre analyse des risques, en s'entourant, au besoin, de l'avis de tous les conseils spécialisés en la matière.

LM INVEST FRANCE est une société immatriculée en tant que CIF auprès de l'ORIAS (www.orias.fr) sous le numéro 18004577. Membre de la CNCIF, association agréée par l'AMF. Ce document est la propriété de LM INVEST FRANCE. Toute utilisation de ce document non conforme à sa destination, toute diffusion totale ou partielle à des tiers est interdite, sauf accord exprès de LM INVEST FRANCE. La responsabilité de LM INVEST FRANCE, de ses filiales ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation, d'une diffusion totale ou partielle de ce document non conforme à sa destination. Toute reproduction totale ou partielle de ce document, des logos, des marques ou de tout élément figurant sur ce document est interdite sans autorisation préalable de LM INVEST FRANCE. De même, tout droit de traduction, d'adaptation et de reproduction partielle ou totale est interdit sans son consentement. La responsabilité de LM INVEST FRANCE, de ses filiales ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation de ce document non conforme à sa destination.