

Depuis le rebond de fin octobre 2023, la tendance haussière sur les marchés actions se poursuit. Celle-ci a été initiée lorsque la FED a laissé comprendre au marché que le problème d'inflation était sous contrôle. Ce rallye action est synonyme de concentration extrême, notamment dans le Nasdaq 100, dominé par quelques entreprises technologiques. Cette situation rappelle le comportement cyclique des investisseurs, qui tendent à surpayer certains actifs en période d'euphorie. Le mouvement global d'appréciation sur l'or conforte également notre positionnement sur ce thème. Nous continuons à avoir de fortes convictions dans le secteur de l'énergie, malgré une valorisation encore faible mais des résultats d'entreprises excellents.

Le point Macro

- Ces deux premiers mois de l'année restent sur la tendance haussière entamée fin octobre 2023. Les indices actions affichent à ce jour les performances suivantes : S&P +7.98% / Nasdaq +7.44% / Euro Stoxx600 +5.65% / CAC 40 +8.21% / SMI +5.23% / Nikkei +15.67% / CSI 300 +4.05%.
- Pour rappel fin octobre 2023, à l'exception des US, les marchés actions étaient négatifs. Puis la secrétaire du trésor US et le président de la FED ont annoncé que le combat contre l'inflation était sur le point d'être gagné...
- Sur ces bonnes nouvelles les marchés actions se sont envolés et les marchés fixed income ont anticipé jusqu'à 8 baisses de taux d'intérêt pour 2024 !
- Les politiques très agressives de nos banques centrales entamées en 2022 ont permis, grâce à leurs fortes hausses de taux d'intérêt, de calmer l'inflation.
- La croissance américaine est bonne à +3.2% pour le dernier trimestre 2023 et les dernières publications des résultats d'entreprises étaient relativement bonnes également.
- Les prévisions d'après le modèle de la FED d'Atlanta restent très positives avec une croissance américaine supérieure à +2.5% : [\(LINK\)](#).
- L'élection américaine ne laisse plus de doute sur le candidat républicain : Donald Trump a éliminé tous ses opposants républicains ET ses risques juridiques [\(LINK\)](#).
- En Europe, la guerre en Ukraine prend une tournure plus dure avec un président Français qui met le point sur le caractère existentiel de ce conflit pour notre continent [\(LINK\)](#).
- Les marchés ne semblent pas remettre en cause les capacités de nos banques centrales à gérer le fameux « soft landing ».
- Pourtant, un excellent banquier central européen (Mario Draghi) a fait un discours très explicite à ce sujet : [\(LINK\)](#). Il rappelle l'importance de nos banques centrales et de leur politique monétaire dans notre monde d'hier où prévalait : la globalisation & le libre échange → un environnement à faible inflation → faibles taux réels.
- Pour laisser place aujourd'hui à un nouveau paradigme, avec de nombreux déséquilibres sociaux, une insécurité économique grandissante, qui pousse à ré industrialiser nos économies occidentales (au détriment des pays émergents) qui provoquent des chocs d'inflation par des manques d'offres (moins d'énergies / moins de capacités de transport ...).

Convictions

- Le rallye action actuel a la particularité d'être très concentré : toute la hausse du fameux Nasdaq 100 est uniquement due à 4 titres ; Microsoft / Amazon / Meta / Nvidia (ce dernier représentant à lui seul plus de la moitié de la hausse de l'indice !!!). Dit autrement, les 5 plus importantes sociétés du S&P 500 représentent plus de 25.6% de l'indice (Microsoft 6.89% / Apple 6.19% / Nvidia 4.59% / Amazon 4.13% / Alphabet 3.82%).
- **Soit la plus forte concentration depuis 1965 !**
- Nous comprenons l'engouement des actions dans un environnement de baisse des tensions inflationnistes, et où les gouvernements semblent totalement surendettés. Mais nous sentons également le fameux FOMO (Fear of Missing Out) qui se résume en « pourquoi vous n'avez pas plus de NVIDIA ? ».
- **Toutefois nous avons la conviction que les cycles ont tendances à s'étendre davantage que de raison et ils se concentrent excessivement sur certaines « belles histoires ».**
- Cependant, notre histoire financière montre et montrera toujours comment les investisseurs sont capables de payer une entreprise 20 fois ses bénéfices, puis 30 fois puis 50 fois... ensuite, ils arrêtent de se soucier des bénéfices pour se focaliser sur les revenus et la croissance ... pour finalement se concentrer sur le Growth Market Value ou le TAM (Total addressable Market) ... pour aller jusqu'au nombre de clics !!!! puis tout recommence au point de départ.
- Autre élément important dans l'environnement actuel, le phénomène des Indices et ETF avec un rallye action hyper concentré sur quelques titres : en tant que gérant de fonds actions il faut avoir suffisamment de ces « fameuses » actions pour battre le benchmark... ce qui vous oblige à acheter plus de ces « fameuses » actions... ce qui fait monter le prix de ces « fameuses » actions... ce qui signifie que vous n'avez pas assez de ces « fameuses » actions... etc, etc.
- N'oublions pas qu'à la baisse c'est tout l'inverse qui risque de se matérialiser.
- Le gérant du fonds Loomis US Growth continue de très bien capturer ce trend sur la tech et AI aux US.
- Concernant **notre thématique sur les énergies**, la saison des résultats fut excellente pour les entreprises, même si ces bonnes nouvelles ne se voient pas encore totalement dans les performances des titres depuis le début d'année (TotalEnergies +1.80% / Shell +0.72% / Eni -5.38% / BP +5.12%).
- Nous avons toujours une très forte conviction sur ce secteur avec aussi notre certificat Energy Discovery qui se concentre sur les plus petites entreprises du secteur. Ces valeurs ont la caractéristique d'être toujours très faiblement valorisée, d'utiliser leur très importante rentabilité pour diminuer drastiquement leurs dettes et faire ensuite d'importants rachats de titres (on parle de 15% à 25% de free cash-flow yield annuel !!!).
- L'OPEC continue d'être très active en confirmant de nouvelles coupes de production de pétrole ([LINK](#)).
- Plus intéressant encore, ARAMCO société nationale saoudienne d'énergie, décide de laisser son pétrole sous terre plutôt que d'investir pour l'extraire ([LINK](#)) → le prix du baril n'étant pas assez élevé pour stimuler les investissements.

- **Concernant la FED et l'inflation**, force est de constater que la fenêtre d'action se rétrécit avec le temps.
- Depuis fin octobre, le marché a pris comme fait accompli la fin du cycle inflationniste et pourtant celle-ci persiste encore.
- Après le meeting du 20 mars, il restera « seulement » 4 meetings à la FED pour commencer un programme de baisses des taux.... Celui du 7 novembre ne pourra pas servir, l'élection présidentielle US étant le 05 novembre...trop de politisation
- Au vu des chiffres publiés ces derniers jours (CPI / PPI) le marché a largement revu à la baisse les probabilités de baisse des taux pour l'année 2024, **puisque l'on passe d'un scénario de 8 à 3 baisses.**

Implémentations

- **Notre allocation à l'or** (métal ou minières) connaît un parcours très intéressant. L'or casse ses plus hauts historiques face à de nombreuses monnaies (même le CHF).
- Sur ce mouvement de hausse de l'or il est important de remarquer que les ETF sur l'or perdent des actifs.... Ce n'est donc pas le flux « retail » qui nourrit ce mouvement.
- Au contraire lorsque l'on compare le prix de l'or avec la quantité d'or physique détenue dans les plus importants stock mondiaux (Londres et Zurich), on se rend compte que ce n'est pas l'Occident qui achète de l'or (graphique ci-dessous).
- En revanche, les banques centrales de Chine, de Turquie et de Tchèque continuent d'augmenter leur stock d'or ([LINK](#)) et demandent une livraison physique dans leurs coffres.
- **Au sujet des taux d'intérêt**, nous pensons que la probabilité d'un scénario d'inflation plus importante et plus persistante n'est clairement pas « pricé » par les marchés actions et obligataires.
- Il en est de même pour les risques géopolitiques qui semblent totalement ignorés pour l'instant.
- Début février nous avons ajusté à la hausse notre allocation action mais **nous ne souhaitons pas l'augmenter davantage** dans cet environnement valorisé pour un scénario idéal et parfait, les risques de déception sont trop importants.
- Nous préservons notre allocation obligataire intacte, celle-ci bénéficie aussi bien du côté crédit (Carmignac Portfolio Credit) qu'émergent (Vontobel Emerging Corp).
- **Notre allocation alternative** se comporte relativement bien pour l'heure (Advent / Nova / Westbeck / Volta) à l'exception de Invenomic (-8%) qui souffre de l'exubérance des marchés actions US. Ceci n'est pas sa première correction de ce type, habituellement suivie d'une longue phase de rebond.
- L'environnement général actuel est perturbant et nous avons la conviction qu'il est important de comprendre pourquoi nous achetons les actions d'une société et sa valorisation. Il est donc plus sage de rater une opportunité que de faire un investissement sans en comprendre ses enjeux.

Situation & Convictions

Mars 2024

Graphique de l'or en parallèle avec les stocks d'or en occident

