

Situation & Convictions

Avril 2023

La récente chute des banques américaines et suisses, SVB et Crédit Suisse, met en évidence l'impact potentiel de la hausse des taux d'intérêt sur les acteurs endettés et la possibilité d'un cycle de contraction du crédit. Les banques centrales sont confrontées au défi de maintenir la confiance dans le système financier tout en luttant contre l'inflation persistante. De plus, le changement d'attitude de l'OPEC+ renforce nos investissements dans le secteur de l'énergie. Le mix inflation, hausse des salaires et chute des bénéfices des entreprises nous emmènent à anticiper une récession. Du côté géopolitique, la polarisation des blocs États-Unis / Chine va également impacter l'économie mondiale. Ainsi, nous maintenons une approche prudente avec une allocation modeste en actions.

Le point Macro

- Les performances des marchés actions au 06 Avril 2023, toutes dans le vert ! S&P500 +7.02% / Nasdaq +15.46% / Stoxx Europe 600 +8.01 % / Cac40 +13.15% / SMI +4.67% / DAX +12.02% / Nikkei +7.01% / CSI 300 +5.61%.
- L'économie américaine crée toujours, pour l'instant, énormément d'emplois en parallèle une inflation salariale moyenne de +4.2%.
- En Europe la problématique d'inflation s'intensifie également avec un CPI à +8.5% alors qu'aux US la pression diminue avec un CPI à +6%.
- Malgré le resserrement monétaire historique de la FED qui a fait passer son taux directeur de 0.25% en mars 2022 à 5%, aujourd'hui, les pressions inflationnistes semblent plus « persistantes » (graph ci-dessous).
- Il est vrai que l'inflation est passée de 9.1% à 6% mais dans sa décomposition, les pressions sur les Services sont en forte hausse alors que les principaux facteurs en baisse sont l'énergie et les matières premières.
- Quant à l'Europe, la BCE est passée de 0% en juillet dernier à 3.50% aujourd'hui... une attitude plus « laxiste » que les américains mais qui nous amène aujourd'hui dans une situation d'inflation encore plus complexe.
- Entre temps, durant le mois de mars nous venons d'assister aux premiers signes très visibles du resserrement monétaire : la hausse du coût du crédit impacte les intermédiaires financiers fragiles (les banques !).
- Nos banquiers centraux se retrouvent donc « coincés » entre une inflation persistante qui nécessite une politique monétaire restrictive et un secteur financier fragilisé qui au contraire demande de la liquidité.
- La chute de la banque américaine SVB (et de ses acolytes) puis du CS a fait couler beaucoup d'encre... la hausse du coût de l'argent va entraîner de nombreux acteurs économiques dans des situations délicates.
- Les autorités américaines – suisses (etc..) ont sauvé et feront tout pour sauver le système financier bancaire.

Convictions

- La chute de ces banques américaines et suisses est un signe supplémentaire que l'impact des taux d'intérêt sera profond.
- Le schéma qui semble s'écrire est un cycle classique de contraction du crédit.
- Les 10 années que nous venons de vivre ont permis à de nombreux acteurs de s'endetter et surtout de se leverger.
- Le monde financier s'est donc financé à court terme à 0% pour investir dans des projets long terme offrant « sur le papier » des perspectives de rendement (le fameux VC / PE / Real Estate).
- La chute des valorisations causée par la hausse des taux va demander à de nombreux acteurs leveragés de vendre des actifs financiers afin de couvrir leurs dettes.

Situation & Convictions

Avril 2023

- Ce mouvement va accélérer la baisse et créer un effet de dominos.
- Une banque mal gérée peut donc être un des premiers acteurs touchés par cette contraction.
- Nous avons la conviction que nous sommes au début de ce cycle de contraction et qu'il y aura d'autres acteurs plus durement touchés.
- Nous venons d'avoir encore une fois la confirmation que les états et banques centrales feront tout pour préserver la confiance dans le système bancaire.
- On peut largement critiquer les méthodes de sauvetages (et leurs impacts à moyen terme) mais les déposants du CS ou de SVB n'ont subi aucune perte.
- Ce ne sera pas le cas pour des acteurs différents : PE / VC / Real Estate....
- La récente publication de la BCE sur l'[immobilier commercial](#) est un excellent exemple tout comme les demandes de remboursements qui ne cessent d'affluer sur le plus important fonds immobilier du [géant Blackstone](#) (déjà souvent évoqué dans ces lignes).
- Durant cette récente crise de confiance sur les banques, les US et la Suisse ont montré qu'ils étaient capables de mettre des centaines de milliards sur la table.
- Tout semble indiquer que les banques ne sont que la pointe visible de l'iceberg dans cette potentielle profonde crise du crédit.
- De son côté l'OPEC+ opère une mutation importante de son attitude à l'égard des marchés.
- Comme nous en avons déjà souvent discuté, le manque d'investissement massif dans de nouvelles ressources pétrolières a propulsé l'OPEC+ comme nouveau producteur marginal de pétrole.
- Depuis le milieu des années 2000 cette position était largement détenue par les US qui avait abondamment investi et produit du pétrole de schiste.
- Ils avaient ainsi apporté sur le marché une nouvelle source d'approvisionnement alors que l'OPEC+ avait du mal à soutenir la cadence.
- Les pressions ESG de ces 10 dernières années ont amplifié le désintérêt pour ce secteur (au profit de la tech) → les nouveaux projets pétroliers sont devenus [très rares](#).
- Avec sa croissance de production naturelle (mais faible), l'OPEC+ a naturellement regagné son pouvoir d'apporter sur le marché une nouvelle source d'approvisionnement et donc de fixer le prix du pétrole.
- L'OPEC+ a [récemment confirmé](#) cette nouvelle position, ce qui renforce largement nos convictions dans cette thématique avec nos lignes directes (TotalEnergies – Shell – BP – ENI) et le hedge fund Westbeck Energy qui a très bien su gérer cette période volatile.
- Nos banquiers centraux sont donc obligés d'un coté de soutenir le système bancaire et de l'autre de combattre une inflation largement plus persistante qu'ils n'anticipaient.
- Ceci pourrait les inciter à ralentir le rythme de hausse des taux d'intérêt (ce qui ne veut pas dire les baisser), surtout aux US où l'inflation ralentit plus rapidement qu'en Europe.
- Nous avons toujours la conviction qu'un ralentissement économique fort est devant nous, en d'autres termes, une récession...
- Les prochaines publications trimestrielles des entreprises devraient venir confirmer cette conviction.
- Leurs marges bénéficiaires historiquement élevées devraient subir un effet ciseau largement négatif.
- Une hausse continue des coûts (salaires + coût du crédit + matières premières) et une probable incapacité à transposer ces charges supplémentaires sur les prix de vente de leurs produits finis.

Situation & Convictions

Avril 2023

- En effet les consommateurs ont pour l'heure été capables de supporter cette inflation en puisant dans leurs réserves, mais ceci ne devrait pas durer.
- Sans oublier le risque géopolitique avec une scission grandissante du bloc US vs Chine qui va obliger l'Europe à se positionner → [Macron en Chine](#)
- Nous restons très prudents dans ce contexte avec une part action modeste (< 30%), une allocation fixed income très courte en durée (< 2 ans) et des investissements de type hedge fund (20%) capables de tirer profit de cette volatilité.

La principale inconnue n'est pas de savoir si les marchés vont baisser mais quand. C'est finalement une question de « timing » ! Or notre philosophie d'investissement est avant tout axée sur les fondamentaux et non sur une question de « timing ».

Graphique du mois : Le phénomène d'inflation généralisé

Headline inflation
% change year on year

		2021												2022												2023	
		Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb		
Eurozone	Eurozone	1.3	1.6	2.0	1.9	2.2	3.0	3.4	4.1	4.9	5.0	5.1	5.9	7.4	7.4	8.1	8.6	8.9	9.1	9.9	10.6	10.1	9.2	8.6	8.5		
	France	1.4	1.6	1.8	1.9	1.5	2.4	2.7	3.2	3.4	3.4	3.3	4.2	5.1	5.4	5.8	6.5	6.8	6.6	6.2	7.1	7.1	6.7	7.0	7.3		
	Germany	1.8	2.0	2.2	2.4	3.7	3.8	4.1	4.4	4.8	4.9	4.2	4.3	5.9	6.3	7.0	6.7	6.7	7.0	8.6	8.8	8.8	8.1	8.7	8.7		
	Italy	0.6	1.0	1.2	1.3	1.0	2.5	2.9	3.2	3.9	4.2	5.1	6.2	6.8	6.3	7.3	8.5	8.4	9.1	9.4	12.6	12.6	12.3	10.7	9.8		
	Spain	1.2	2.0	2.4	2.5	2.9	3.3	4.0	5.4	5.5	6.6	6.2	7.6	9.8	8.3	8.5	10.0	10.7	10.5	9.0	7.3	6.7	5.5	5.9	6.0		
	Greece	-2.0	-1.1	-1.2	0.6	0.7	1.2	1.9	2.8	4.0	4.4	5.5	6.3	8.0	9.1	10.5	11.6	11.3	11.2	12.1	9.5	8.8	7.6	7.3	6.5		
Developed	Ireland	0.1	1.1	1.9	1.6	2.2	3.0	3.8	5.1	5.4	5.7	5.0	5.7	6.9	7.3	8.3	9.6	9.6	9.0	8.6	9.4	9.0	8.2	7.5	8.1		
	Sweden	2.1	2.8	2.4	1.8	1.8	2.5	3.0	3.3	3.9	4.5	3.9	4.4	6.3	6.6	7.5	8.9	8.3	9.5	10.3	9.8	10.1	10.8	9.6	9.7		
	Switzerland	-0.2	-0.1	0.3	0.5	0.5	0.8	0.8	1.3	1.5	1.3	1.4	1.9	2.2	2.3	2.7	3.2	3.3	3.3	3.2	2.9	2.9	2.7	3.2	3.2		
	UK	0.7	1.5	2.1	2.5	2.0	3.2	3.1	4.2	5.1	5.4	5.5	6.2	7.0	9.0	9.1	9.4	10.1	9.9	10.1	11.1	10.7	10.5	10.1	10.4		
	US	2.6	4.2	5.0	5.4	5.4	5.3	5.4	6.2	6.8	7.0	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7	7.1	6.5	6.4	6.0		
	Japan	-0.4	-1.1	-0.8	-0.5	-0.3	-0.4	0.2	0.1	0.6	0.8	0.5	0.9	1.2	2.5	2.5	2.4	2.6	3.0	3.0	3.7	3.8	4.0	4.3	3.3		
Emerging	China	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0		
	Indonesia	1.4	1.4	1.7	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.9	2.2	2.1	2.6	3.5	3.6	4.3	4.9	4.7	6.0	5.7	5.4	5.5	5.3	5.5		
	Korea	1.9	2.5	2.6	2.3	2.6	2.6	2.4	3.2	3.8	3.7	3.6	3.7	4.1	4.8	5.4	6.0	6.3	5.7	5.6	5.7	5.0	5.0	5.2	4.8		
	Taiwan	1.2	2.1	2.4	1.8	1.9	2.3	2.6	2.5	2.8	2.6	2.8	2.3	3.3	3.4	3.4	3.6	3.4	2.7	2.8	2.7	2.4	2.7	3.1	2.4		
	India	5.5	4.2	6.3	6.3	5.6	5.3	4.3	4.5	4.9	5.7	6.0	6.1	7.0	7.8	7.0	7.0	6.7	7.0	7.4	6.8	5.9	5.7	6.5	6.4		
	Brazil	6.1	6.8	8.1	8.3	9.0	9.7	10.2	10.7	10.7	10.1	10.4	10.5	11.3	12.1	11.7	11.9	10.1	8.7	7.2	6.5	5.9	5.8	5.8	5.6		
	Mexico	4.7	6.1	5.9	5.9	5.8	5.6	6.0	6.2	7.4	7.4	7.1	7.3	7.5	7.7	7.7	8.0	8.2	8.7	8.7	8.4	7.8	7.8	7.9	7.6		
South Africa	3.2	4.4	5.2	4.9	4.7	4.9	5.0	5.0	5.4	5.9	5.7	5.7	5.9	5.9	6.5	7.4	7.8	7.6	7.5	7.6	7.4	7.2	6.9	7.0			