

Situation & Convictions

Juillet 2023

Les marchés actions affichent depuis le début d'année une importante divergence, avec une large surperformance aux profit des États-Unis due à la thématique de l'intelligence artificielle. Les banques centrales devraient continuer à augmenter les taux d'intérêt face à l'inflation structurelle. En même temps, la récession est là comme en Allemagne. Nous entrons dans une crise « classique » de crédit, ceci offrira des opportunités sur les obligations à courte durée. Du côté action, les sociétés bénéficiant de l'inflation et se désendettant pourraient attirer les investisseurs à nouveau. La transition énergétique et les politiques ESG suscitent quant à elle des exagérations et donc des opportunités.

Le point Macro

- Les marchés actions caracolent mais cachent une dispersion importante : (performance YearTo Date) S&P500 +16.05% / Nasdaq +32.01% / Europe Stoxx600 +8.74% / SMI +4.88% / CSI300 +0.71%.
- Les investisseurs ne s'y trompent pas, cette performance n'est pas le reflet d'une embellie généralisée : la performance de l'indice S&P500 à poids équivalents pour chacune des 500 entreprises (Equal Weight) n'est « que » de +6.28%.
- La magie de la thématique AI explique en grande partie cette surperformance massive de ces quelques titres US que nous ne retrouvons pas en Europe.
- Au Japon le rebond actions est également important avec un indice TOPIX à +21.9% mais sa devise JPY a perdu en même temps plus de -12% vs le USD.
- Voyant l'inflation baisser, les banques centrales du Canada et d'Australie avaient mis en pause leurs hausses des taux depuis le mois de janvier.
- Durant le mois de juin elles ont dû se résigner à reprendre leur politique restrictive (hausse des taux) car les pressions inflationnistes persistent ([+0.25% pour le Canada @ 4.75%](#)).
- Les banquiers centraux occidentaux semblent pour l'heure toujours déterminés face à l'inflation : [les taux vont continuer de monter](#).
- Et mécaniquement peser sur l'économie réelle avec un coût du capital qui ne cesse de croître : le nombre [d'entreprises en faillite](#) ne fait qu'augmenter.
- Grâce à l'inflation, nos économies affichent encore une croissance nominale positive mais la récession est proche, voire déjà présente, comme en [Allemagne](#).
- Et pourtant le marché de l'emploi reste très solide aussi bien aux [US](#) qu'en [Europe](#) (pour l'instant).
- La diplomatie américaine semble toujours aussi hésitante voir néfaste avec [la Chine](#).
- La Russie entame sa longue [implosion](#) et le risque de délitement du pouvoir en place est probablement une très mauvaise nouvelle.

Situation & Convictions

Juillet 2023

Convictions

- Depuis plus de 18 mois nous avons la conviction que l'inflation que nous connaissons est structurelle et non pas cyclique.
- Nos banquiers centraux ont lâché ce « monstre » avec des politiques fiscales / budgétaires et monétaires largement trop généreuses et pendant trop longtemps.
- Dès lors il sera quasi impossible de revenir aux objectifs affichés en-dessous de 2%.
- Le COVID puis la crise en Ukraine ont accéléré l'endettement de nos économies avec des ratios de Dette/Pib souvent [supérieurs à 100%](#).
- Dès lors la hausse des taux pose également un problème de financement de la dette et de son remboursement.
- Nos banquiers centraux sont-ils prêts à continuer de « taper » sur le consommateur aux risques de déclencher une crise TRES sérieuse.
- Ou allons-nous simplement vivre avec plus d'inflation et des taux d'intérêts plus élevés également (mais des taux réels négatifs, càd inflation > taux).
- Un élément de réponse : malgré l'évènement du « debt ceiling » il y a quelques semaines, les US ne projettent clairement pas de baisser leur déficit, bien au contraire ([dette/PIB largement supérieur à 120%](#)).
- Ce qui devrait permettre d'offrir le mirage d'une croissance nominale positive mais d'appauvrir avec certitude les épargnants à terme.
- Ce début d'année 2023 a vu un rebond massif des sociétés de croissance au détriment du value : le marché paie aujourd'hui des anticipations de croissance future très TRES optimistes.
- Nous pensons que sur ces niveaux de valorisations extrêmes, [ces megacaps risque fortement de décevoir](#).
- Dans ce contexte nos thèmes actions de sociétés bénéficiant de l'inflation nominale tout en se désendettant devrait attirer les investisseurs à nouveau : secteurs des matières premières, énergies, value.
- Cet environnement devrait être difficile pour la gestion passive et favoriser les gérants de conviction que nous favorisons dans notre allocation alternative.
- Les performances des portefeuilles peuvent paraître limitées au regard des performances des indices actions mais nous gardons notre approche défensive.
- Nous entrons dans une crise du crédit « classique » où nous verrons de nombreuses entreprises faire faillite mais également des opportunités sur les obligations courtes en duration de type High Yield (Carmignac Portfolio Credit / Vontobel Emerging Corp).
- La politique Américaine va se concentrer sur son échéance électorale : il est surprenant de voir le conseiller à la sécurité US (un pur produit démocrate) reprendre clairement les thèses républicaines (Trumpistes) [hostiles à la globalisation et accusant la Chine](#).
- Cette attitude va nourrir les tensions géopolitiques dans un environnement déjà tendu.
- Le mirage de la transition énergétique organisé par nos politiciens et le fameux ESG nous ont également démontré durant la crise Ukrainienne, que nous n'étions pas prêts à sacrifier notre confort énergétique.
- Aux premiers signes d'urgence, l'Allemagne, pays européen précurseur par ses choix nucléaires a préféré produire son électricité au charbon (solution la plus polluante) plutôt que de d'abord consommer son électricité produite au gaz. Aujourd'hui ses politiciens commencent à en [payer le prix](#).
- Notre dernier investissement dans la stratégie long/short action VOLTA va bénéficier de cette grande révolution énergétique en tirant profit également des exagérations.
- Ce dernier graphique reprend les valorisations relatives des différents secteurs du S&P500 (valorisation actuelle = diamants bleu foncé) : la disparité sectorielle est extrême sur cet historique de 30 ans !
- Nous pensons que le scénario d'inflation persistante va faire converger ces valorisations sectorielles et corriger les excès.

Situation & Convictions

Juillet 2023

Graphique du mois : Valorisation sectorielle relative du S&P500

