

Les marchés boursiers résistent malgré les faillites bancaires aux États-Unis. Les investisseurs actions semblent ignorer la hausse du coût du crédit. La Fed a augmenté son taux directeur, mais une baisse est anticipée. Cependant, l'inflation salariale reste élevée et le chômage historiquement bas. La politique monétaire européenne est à la traîne et les marges et la croissance des entreprises ralentissent. Pour l'instant, les consommateurs semblent résister à l'inflation grâce à leur épargne accumulée depuis le COVID. Néanmoins, nous avons la conviction qu'une récession est inévitable, aux États-Unis et en Europe. Les stratégies alternatives et les investissements dans l'énergie et la transition énergétique sont prometteurs. L'allocation en actions, quant à elle, reste réduite.

Le point Macro

- Nous venons d'assister à trois des cinq plus importantes faillites historiques bancaires aux US et les marchés actions se tiennent très bien : (performance Year To Date) S&P500 +9.18% / Europe Stoxx600 +10.22% / SMI +7.74% / CSI300 +2.52%.
- Les investisseurs actions ne semblent donc pas prêter, pour l'heure, d'attention particulière aux effets négatifs du renchérissement du coût du crédit.
- Début mai, la FED a encore monté son taux directeur de +0.25% pour le porter à 5.25% (pour rappel nous étions à 0.25% en mars 2022).
- Les marchés anticipent déjà aujourd'hui une baisse de ce taux directeur pour septembre de cette année, alors que [les interventions de plusieurs membres de la FED](#) ne vont clairement pas dans ce sens.
- Le marché de l'emploi est la clé pour freiner la spirale négative inflationniste... la baisse de l'inflation salariale passera par une augmentation du chômage ... pourtant on constate toujours l'inverse avec [un taux de chômage historiquement bas à 3.4%](#) et une économie qui crée toujours beaucoup d'emplois.
- La politique monétaire européenne suit le pas avec un train de retard.... La dernière hausse porte son taux directeur à 3.25%.... Et sa présidente a été très claire : « [We are not pausing – that is very clear](#) ».
- Pourtant lorsque l'on demande aux entreprises manufacturières leur disposition à investir ([ISM Manufacturing](#)) ou que l'on observe la volonté [des banques à prêter à l'économie](#), tout pointe vers une récession quasi inévitable.
- Cette saison des publications des résultats d'entreprises montre une relative bonne tenue mais aussi bien les marges que la croissance du chiffre d'affaires ralentissent.
- Mais pas aussi rapidement que nous l'avons peut-être anticipé. Le consommateur résiste encore à l'inflation en utilisant l'épargne accumulée durant le COVID et les différentes aides de l'Etat
- La défaite de la Russie en Ukraine s'embles [se rapprocher de jour en jour](#) mais à quel prix.
- La Chine se positionne stratégiquement dans un nouveau rôle de « peace maker » en réunissant à nouveau [l'Iran et l'Arabie Saoudite autour de la même table](#).

Convictions

- La crise bancaire américaine (et Suisse) n'est pas un accident mais le premier échelon d'une crise « classique » du crédit où les acteurs utilisant le levier sont impactés.
- Depuis des années, les banques achètent dans leur bilan des obligations d'états américaines avec des coupons ridiculement bas et des maturités très longues.
- Elles n'avaient pas d'exigence de valoriser ces lignes dans leur bilan et pouvaient en face de cet actif d'«excellente qualité » déployer du capital sur des activités plus risquées (financement de Private Equity par exemple).
- Avec la hausse des taux, les marchés pensaient que les banques allaient pouvoir encore augmenter leur marge en empochant une rémunération supplémentaire.
- La technologie et les petits épargnants ont démontré qu'ils n'allaient pas offrir ce cadeau aux banques... les déposants ont massivement investi dans des fonds monétaires ou des bons du trésor pour obtenir du 4%-5% de rendement plutôt que de laisser leur cash en compte pour se voir « offrir » du [0.1%](#) !
- Afin de préserver leur ratio de liquidité face à cette forte diminution des comptes cash, les banques ont dû vendre les fameuses obligations d'états « d'excellente qualité » ...mais la hausse des taux d'intérêt que nous venons de subir a fait littéralement chuter leur prix.
- Résultat : les marchés se rendent compte que la qualité des bilans de ces banques n'est pas si solide et la panique s'installe dans le marché.
- Mais nous notons que la crise de 2009 a marqué le régulateur qui fait tout pour que les déposants ne perdent pas leur épargne. Les clients de SVB / First Republic / CS etc... n'ont rien perdu... cependant les créanciers et/ou actionnaires ont été largement impactés.
- Nous avons pris les profits sur une grande partie de notre conviction Banques Européennes (par crainte de contagion de la crise bancaire américaine).
- Sur l'inflation nous pensons que les marchés sont trop optimistes sur les futures baisses de taux (pour rappel les anticipations tablent sur des baisses de taux USD à partir de septembre et début 2024 pour l'EUR).
- L'inflation engendrée par un choc exogène (COVID puis crise Ukrainienne) devient une problématique structurelle lorsque les anticipations d'inflation s'encrent à long terme chez les consommateurs.
- Et ceci se traduit par l'inflation salariale et un marché du travail tendu → chômage au plus bas historiquement aux US (3.4%) / en Europe (6.5%) et même en France (à 7.1% !).
- En Allemagne des syndicats viennent de gagner une négociation salariale couvrant largement plus de 2 millions de travailleurs avec [une augmentation de salaire supérieure à +10% lissée sur 2 ans](#).
- De ce fait notre allocation Fixed Income reste très courte et dynamique dans la gestion du cash.
- En quelques années, la Chine est devenue [le plus gros acheteur de pétrole du royaume d'Arabie Saoudite](#) au détriment des US (qui ont augmenté leur production nationale).
- La nouvelle position diplomatique de la Chine va amplifier la thèse de dédollarisation de nos économies avec l'expansion du CNY comme nouvelle monnaie d'échange ([exemple avec le Pakistan](#)).

Situation & Convictions

Mai 2023

- Historiquement, la perte de position hégémonique d'une devise est un long process et toujours une période d'instabilité comme décrit par [Ray Dalio](#).
- Dans cet environnement nous ne sommes pas surpris de la bonne performance de l'Or en portefeuille et sommes également convaincus de nos positions dans les minières aurifères (la consolidation commence [avec Newmont & Newcrest](#)).
- Notre vue négative sur les actifs utilisant du levier semble se matérialiser même sur les plus importants fonds de Private Equity avec [Tiger Global](#).
- Nous avons la conviction que la récession est inévitable aux US et en Europe.
- Malgré cela, nous restons très constructifs sur notre thématique énergie (Westbeck) et transition énergétique (Volta) pour des raisons structurelles exacerbées par des spéculateurs financiers short « comme jamais » (graph plus bas).
- Les stratégies alternatives type long short (comme Invenomic ou Eleva Absolute Return) sont une source importante de performance pour les années à venir.
- Notre allocation action est réduite (+/- 25%) avec un positionnement mid et small cap qui a souffert l'année dernière mais qui offre un rebond intéressant cette année avec trois véhiculent différents et complémentaires (Berenberg European Small Cap - Sturdza Strategic European Silver Stars – GAM Swiss Small & Mid).

Graphique du mois : Positions des spéculateurs sur les contrats futurs pétrole

