

# Situation & Convictions

Octobre 2023

Les indices boursiers montrent des signes d'essoufflement avec des performances divergentes. Les récents actes terroristes rappellent tristement que les conflits mondiaux peuvent affecter également nos équilibres économiques. Les taux d'intérêt, eux, historiquement élevés n'ont pas encore ralenti les économies surstimulées par une décennie d'argent facile. Pourtant les hausses de taux d'intérêt ont été significatives, avec des impacts directs sur les consommateurs mais la hausse des salaires continue de soutenir la consommation malgré la pression inflationniste. Dans ce contexte les marchés prennent conscience de la problématique des dettes souveraines de nos économies occidentales : trop élevées alors que la phase de croissance est bonne et des taux en forte hausse. Nous restons très confiants dans notre thématique énergie et short duration sur la partie obligataire.

## Le point Macro

- Les indices actions s'essoufflent depuis plusieurs mois, leur performance Year to Date : S&P500 +9.83% / Nasdaq +24.38% / Europe Stoxx600 +1.95% / SMI -3.70% / CSI300 -9.83%.

| Performance as of October 23rd 2023 |              |                               |                  |
|-------------------------------------|--------------|-------------------------------|------------------|
| Index                               | Year to Date | Highest level reached in 2023 | Since Top (2023) |
| S&P500                              | 9.83%        | July 31st                     | -8.10%           |
| Nasdaq                              | 24.38%       | July 19th                     | -9.33%           |
| Europe Stoxx 600                    | 1.95%        | July 27th                     | -8.17%           |
| SMI                                 | -3.70%       | May 08th                      | -10.90%          |
| CSI300                              | -9.83%       | January 30th                  | -17.00%          |

- La folie meurtrière de terroristes dont nous avons été témoins ces quelques semaines, nous rappelle tristement que notre monde connaît des conflits de civilisations profonds et multiples, qui impacteront également nos économies ([les analyses de Ray Dalio sont une référence](#)).
- La hausse historique des taux d'intérêt tarde à faire ralentir nos économies qui ont été « sur boostées » par l'argent facile de ces 10 dernières années.
- L'inflation est l'ennemi numéro un (pour l'instant) de nos banquiers centraux qui n'ont qu'une seule arme pour la combattre : la hausse des taux d'intérêts court terme pour renchérir le crédit et donc freiner la croissance.
- Ces hausses de taux d'intérêt ont été spectaculaires pour les pays occidentaux : la FED est passée d'un taux de 0.25% en mars 2022 à 5.50% aujourd'hui (0% à 4.50% pour la BCE / -0.75% à 1.75% pour la BNS / 0.1% à 5.25% pour la Bank of England).
- L'impact pour les consommateurs est direct : exemple avec le taux hypothécaire moyen à 30 ans pour un Américain qui est passé de 3% par an à près de 8% aujourd'hui !
- Face à ce resserrement drastique du crédit, l'inflation a certes baissé mais elle est encore loin du fameux objectif de 2% (US : 9% en 2022 → 3.7% aujourd'hui / Europe : 10,6% → 4,3% aujourd'hui).
- Pour l'heure, les consommateurs se montrent toujours prêts à dépenser davantage. Pourtant l'excédent d'épargne accumulé pendant le COVID a déjà été « consommé » et la hausse des taux ralentit fortement l'utilisation des prêts à la consommation.
- Seule la hausse des salaires peut expliquer cette capacité à consommer encore aujourd'hui .... Et celle-ci paraît toujours d'actualité : [23% de hausse négociée pour les employés du secteur automobile](#) OU [Airbus qui revoit à la hausse les salaires avec + 5,5%](#).

# Situation & Convictions

Octobre 2023

- La [boucle salaires – prix](#) dont nous avons souvent parlé dans ces lignes il y a plus de 18 mois est bien en place.
- Le rebond des prix de l'énergie, alors que nous rentrons dans la période hivernale, va, sans équivoque, mettre une pression supplémentaire à la hausse sur les prochains chiffres d'inflation.
- Même scénario que l'année dernière, les prix des matières premières sont l'objet de tensions géostratégiques et militaires importantes dont l'Europe paye encore le prix ( [nouveau sabotage de pipeline en Finlande](#) ).
- Le Royaume Uni est à observer de près avec son économie largement dépendante d'importations et une devise faible (l'Europe ...) → malgré le resserrement monétaire agressif, l'inflation [persiste à 6,7 % !!](#)

## Convictions

- Notre approche défensive depuis 2021 est construite sur notre scénario d'inflation « persistante ». Nous anticipons encore et toujours le retournement à long terme de 3 facteurs essentiels : la main d'œuvre toujours disponible et « pas chère » / une énergie abondante et bon marché / un coût du capital très faible.
- Le début de l'année 2023 ne nous a pas donné raison sur cette approche mais nous avons la très forte conviction que les éléments s'alignent dans notre sens depuis l'été dernier.
- La hausse des taux courts n'a pour l'heure pas fait ralentir sensiblement nos économies, mais la hausse des taux long terme le fera.
- Nous pensons également que les banques centrales devront garder leur taux en territoire restrictif plus longtemps qu'anticipé par les marchés (afin de casser la boucle salaires – prix).
- Les US affichent un ratio de dette historique à 120% de leur PIB (somme des dettes totales accumulées rapportée à la taille de l'économie), un déficit budgétaire de plus de 7,6% de son PIB (somme des entrées d'argent vs les décaissements pour l'année en cours, rapportée à la taille de l'économie) alors même que son économie est en pleine croissance avec un taux de chômage historiquement bas à 3.8%
- Que feront les Gouvernements et Banques Centrales lorsque nous allons rencontrer la récession...
- Le marché semble se réveiller face à cette situation inextricable de refinancement des dettes souveraines occidentales, dans un contexte géopolitique tendu où les grands acheteurs historiques adoptent une posture très différente : [la Chine réduit fortement sa détention d'obligations US](#).
- Le conflit en Ukraine a fait prendre conscience aux nations/institutions/milliardaires habitués à financer le déficit américain, que cet actif n'était plus « sans risque »... En quelques heures la Russie mais également les Russes ont vu leurs comptes et obligations en USD gelés / expropriés.
- La globalisation puis la polarisation de notre monde va donc impacter durablement nos économies.
- C'est pourquoi de nombreux pays vont challenger la position des US et du USD en tant que réserve et monnaie principale d'échange ( [première transaction en CNY digital pour du pétrole](#) ).
- Nous avons la conviction que les taux d'intérêt long terme devront encore monter : les Américains vont refinancer quasi 50% de toutes leurs dettes dans les 3 années à venir... Et ils le feront en émettant des obligations de maturité 2 ans, 5 ans, 10 ans et 30 ans.
- On peut aujourd'hui prêter à 3 mois à 5.5% ou 4.8% à 10 ans à l'état Américain... A bien y réfléchir, les investisseurs réalisant que l'inflation persiste, demanderont une prime (et non une décote) pour financer de la dette à 10 ans.
- Nous assistons pour l'heure davantage à une crise de la dette souveraine plutôt que des dettes d'entreprises ou des particuliers.

# Situation & Convictions

Octobre 2023

- Le CHF ne s'y trompe pas, il est très fort contre EUR et USD et ce trend devrait se poursuivre sur le long terme.
- Cette situation de surendettement de nos Etats est identique en Europe.
- Nous sommes convaincus que les deux options offertes à nos Banques Centrales seront négatives pour les taux d'intérêt long terme :
  - soit elles décident de reprendre le programme de QE en imprimant de l'argent pour racheter leur propre dettes d'états → les taux long montent par anticipation d'inflation encore plus forte
  - soit elles continuent leur combat contre l'inflation et émettent ces quantités historiques d'obligations qui devront être absorbées par le marché → les investisseurs demanderont une prime = hausse des taux longs
- Dans tous les cas ceci devrait également largement favoriser nos détentions d'or : nous pensons que la zone historique des USD 2'040 devrait rapidement être challengée / voir cassée ...
- L'addition de tous ces éléments nous ont rendu pessimistes depuis plus de 18 mois sur les actifs utilisant la dette, comme le PE / VC et Real Estate.... Nous verrons dans les mois à venir une accélération des défauts dans ces secteurs, [les fameuses entreprises Zombies](#).
- Notre conviction sur le secteur de l'énergie est toujours aussi forte : nos positions historiques dans TotalEnergies, Shell, BP ou ENI sont à nouveau de très bons contributeurs de performances (capital + dividende).
- Depuis janvier 2021, le cours de TotalEnergies est passé de EUR 35 à EUR 62 (+77% sans tenir compte des dividendes) alors que sur la même période son P/E (ratio prix de l'action sur bénéfice) est passé de 14x à 7x.
- Ce n'est donc que la croissance du bénéfice spectaculaire qui explique la hausse du cours de cette action.... Les investisseurs ne sont toujours pas convaincus par ce secteur puisqu'ils sont prêts à le payer deux fois moins cher aujourd'hui vs 2021.
- Ceci conforte notre conviction qui est elle-même sensiblement amplifiée par des politiques de transition énergétique très mal appliquées/comprises : [les acteurs du renouvelables ouvrent les yeux face à une réalité économique non viable](#) (graph ci-dessous).
- Nous pensons que les secteurs les plus prisés (chers) sont ceux qui sont le plus à risque.
- A l'image de LVMH qui est le style de titre détenu par de nombreux investisseurs qui prennent pour acquis le rythme de croissance Post Covid et sont donc prêts à payer cher cette future croissance.
- En réalité la compagnie [affiche une croissance positive](#) mais nettement en-dessous des attentes et son titre est en baisse de plus -26% vs ses points hauts de mai dernier.
- Nous devons également nous « habituer » aux tensions géopolitiques à l'image de la dernière rencontre entre [Putin et Xi Jinping](#) le tout dans une année électorale US.
- Dans ce contexte nous pensons qu'il est essentiel de rester prudent, diversifié et concentré sur sa méthodologie d'analyse et de sélection de thèmes d'investissement.

# Situation & Convictions

Octobre 2023

## La magie des énergies alternatives en 2019-20 et la désillusion totale en 2023

