

Les marchés actions ont fortement rebondi avec comme explication non pas une croissance des bénéfices mais une expansion des multiples. Cet enthousiasme des investisseurs connaît en parallèle une réalité économique plus complexe à l'image du nombre de faillites d'entreprises en forte croissance. Nous sommes plus que convaincus de notre thème « énergies » avec des valorisations très basses et des perspectives de croissance de bénéfices très porteuses. Notre scénario économique reste inchangé avec une inflation structurelle vouée à s'installer, un ralentissement économique inévitable et des banques centrales qui pour l'heure n'auront d'autres choix que de garder leur taux directeurs élevés.

Le point Macro

- Les marchés actions sortent de l'été sur des points quasi identiques à juin dernier, à la suite de la correction importante d'août ; leur performance Year to Date : S&P500 +17.61% / Nasdaq +34.06% / Europe Stoxx600 +7.82% / SMI +3.22% / CSI300 0.69%.
- La folie de la tech américaine ne concerne qu'un certain nombre très restreint de titres et de thématiques.
- Les 7 méga cap (Alphabet - Amazon - Apple - Microsoft - Meta - Nvidia - Tesla) expliquent à elles seules 70% de la performance du S&P500 cette année !!!
- Pour Nvidia et Meta le marché anticipe des bénéfices pour 2023 et 2024 en forte hausse. Cependant, pour tous les autres titres, ils sont attendus en baisse et pourtant ces titres affichent des performances largement positives cette année... Est-ce justifié ?
- La récession tant escomptée ne semble clairement pas arriver à l'image des indices européens (surtout français) qui ont été portés/soutenus par le secteur du luxe.
- Le chômage reste sur des niveaux historiquement bas (3.8% aux US / 6.4% en Eurozone) et l'inflation semble contenue (US @ 4.7% / Eurozone @ 5.3%).
- Pourtant la situation n'est pas aussi rose, hormis pour les secteurs du luxe et de la tech. La rapide montée des taux d'intérêt et donc du coût de la dette imposent un ralentissement économique souhaité par nos banques centrales (dernier discours de [J Powell à Jackson Hole](#)).
- L'Allemagne, économie phare de l'Europe, tournée vers l'industrie et ses exportations connaît [déjà la récession](#).
- Durant le COVID, les consommateurs occidentaux ont largement bénéficié du transfert de richesse des états vers leur compte épargne.... Ce n'est clairement pas le cas de la Chine, qui ne connaît pas de [rebond post COVID](#).
- En printemps dernier, les taux USD 10 ans étaient à 3.3% et ils sont aujourd'hui revenus sur leur point haut à 4.2%.
- Ceci reflète une économie plus active avec des tensions inflationnistes à long terme qui semblent s'ancrer davantage.
- Le phénomène d'inflation a permis à de nombreuses entreprises d'augmenter massivement leur prix en sortie de « chaîne » et donc de créer le mirage d'une croissance nominale positive.

Convictions

- Depuis 2021 nous avons une vue très défensive sur les marchés financiers en général.
- Ce qui nous a permis de contenir la très forte baisse de 2022 et explique également notre positionnement en 2023.
- Nous observons ce rallye sur les quelques titres tech US avec le constat que celui-ci est quasi exclusivement dû à une expansion des multiples et non une croissance des bénéfices.
- Le ratio P/E du S&P500 est passé de 16X en 2022 à plus de 20X actuellement.
- Ceci est le reflet d'un marché euphorique, qui n'escompte clairement plus de récession et à peine un ralentissement en douceur.
- Nous ne partageons pas ce positionnement.
- Notre conviction s'articule autour d'un changement de paradigme profond.
- Depuis 20 ans nos économies ont profité d'un cycle de croissance important porté par 3 facteurs essentiels : un coût du capital très faible / une main d'œuvre toujours disponible avec de bas salaires / des énergies abondantes et bons marchés.
- Ces 3 variables se sont fondamentalement retournées :
 - Energie : le sous-investissement massif des 10 dernières années dans de nouvelles ressources amplifié par la crise géopolitique obligera le prix des matières premières à rester bien plus élevé afin de stimuler de nouveaux investissements pour répondre à une demande croissante.
 - Main d'œuvre : nos populations vieillissantes qui n'épargnent en rien l'usine du monde (Chine) vont mettre une [pression structurelle sur les salaires](#).
 - Taux d'intérêt : pour les deux raisons précédentes nous avons la conviction que le phénomène d'inflation est structurel et non conjoncturel. Elle ne retournera pas en-dessous de 2% et nos économies devront vivre avec un coût de la dette durablement élevé.
- Lors de sa dernière allocution J Powell est clair, la FED souhaite un ralentissement économique : "Getting inflation sustainably back down to 2 percent is expected to require a period of below-trend economic growth as well as some softening in labor market conditions."
- Le marché construit ses convictions sur une analyse indicielle. Certains sont donc surpris de voir une hausse des taux fulgurantes ET en même temps un coût de la dette baissé pour l'indice S&P500.
- Oui les 7 plus grandes sociétés de la tech, qui représentent plus de 25% de sa capitalisation boursière, ont des importantes trésoreries nettes positives ce qui expliquent pourquoi elles profitent pleinement de la hausse des taux (et donc le S&P 500 par raccourci).
- Mais ces 7 sociétés ne sont pas représentatives de la situation de nos économies réelles : [les faillites augmentent sensiblement](#).
- Concernant notre très forte conviction sur les énergies depuis plus de 2 ans, nous sommes toujours aussi constructifs.
- Contrairement au secteur de la tech ou du luxe nos convictions (TotalEnergies, Shell, BP, ENI) affichent de très belles performances depuis 2 ans mais avec des multiples qui sont restés identiques (PE entre 5x et 7x).
- C'est donc la très forte croissance de leurs bénéfices qui expliquent leur performance boursière.
- Pour ce qui est de leurs bénéfices futurs nous avons la très forte conviction que le prix du pétrole ira s'installer vers un nouveau plancher de USD 90 – USD 100.

Situation & Convictions

Septembre 2023

- Ralentissement économique ou pas, nos économies sont totalement dépendantes de ces énergies et la consommation des pays émergents est devenue plus importante que les pays occidentaux.
- Les Américains ont épuisé leurs réserves stratégiques depuis 2021, c'est donc une [source d'offre épuisée](#).
- L'OPEC+ a largement progressé et va faire comprendre au monde qu'elle n'ira chercher du pétrole que s'il est rentable (donc plus cher).
- Nous avons la conviction que la transition énergétique est très mal gérée par nos politiciens, à l'image de l'Allemagne (premier pays à foncer dans la vague antinucléaire et pro énergies renouvelables) qui vient de décider de démanteler des éoliennes au bénéfice d'[une mine de charbon](#) !!
- Mais la transition énergétique est avant tout une nécessité et une opportunité d'investissement, nous avons participé au lancement du fonds Volta en mai dernier, [notre dernière interview avec le gérant](#).
- Sur la partie obligataire nous privilégions toujours des maturités courtes, excepté sur le USD où lorsque le taux 2y du trésor passe au-dessus de 5% par an nous trouvons le rendement intéressant (vs le risque temps).
- Depuis 18 mois nous avons une approche très prudente sur tous les actifs utilisant massivement la dette (Immobilier, Private Equity / Debt), l'environnement de taux élevés durable a et va impacter considérablement [la valorisation de ces actifs](#).
- Le spectacle de la politique américaine va revenir sur le devant de la scène à l'image d'un Biden « fatigué » et d'un Trump hyper actif sur les [réseaux sociaux](#).
- Nous observons avec intérêt les réactions des autorités chinoises afin de relancer son économie.

Notre conviction sur les « énergéticiens » depuis 2021 n'a rien à envier à la fameuse Tech américaine (dividendes inclus) :

