

AVRIL 2023

Editorial

Un premier trimestre plein de surprises...

En dépit du resserrement monétaire américain le plus agressif depuis le début des années 80, les marchés actions se sont plutôt bien comportés au cours de ce premier trimestre, hormis la parenthèse baissière de la première quinzaine de mars liée aux soubresauts du secteur bancaire. Ainsi, l'Eurostoxx50 progresse-t-il de 13.74% du 31 décembre au 31 mars tandis que le S&P500 affiche une hausse de 7.03%. Mais comment expliquer cette humeur plutôt « risk-on » comme disent les anglo-saxons, alors que le contexte international reste encore fort agité ?

Tout d'abord, il faut évoquer les niveaux d'activité en Europe, en Chine et aux Etats-Unis qui ont surpris positivement. Rappelons-nous des anticipations des opérateurs durant l'automne dernier. Une large partie des investisseurs craignait alors que le choc énergétique causé par le conflit russo-ukrainien entraîne une récession en Europe et un ralentissement économique prononcé aux Etats-Unis. Mais contre toute attente, la dynamique de croissance est restée positive. Il est vrai que l'hiver relativement doux qui vient de s'achever a permis d'atténuer la crise énergétique et son impact sur la conjoncture des pays de la zone euro, même si la BCE a emboîté le pas à la Réserve Fédérale américaine au niveau du resserrement monétaire avec pas moins de 6 salves de hausse de taux depuis juillet 2022. Qui plus est, plus fondamentalement, des deux côtés de l'Atlantique, les consommateurs ont bénéficié de la baisse des prix de l'énergie, de l'amélioration du marché de l'emploi et de revenus réels stabilisés ou en légère progression. La Chine pour sa part a surpris par la rapidité de son mouvement de volte-face concernant l'épidémie de Covid-19. Dans les derniers jours de 2022, Pékin a brutalement mis fin à trois ans d'une politique stricte marquée par des confinements drastiques et des tests à répétition. Face à la contestation grandissante de la population, le pouvoir a relâché la pression, y compris sur la question de la quarantaine à l'arrivée dans le pays, décision qui était attendue avec impatience par les milieux d'affaires mondiaux. Le rebond des indicateurs avancés ne s'est pas fait attendre et dès janvier, l'indice PMI des directeurs d'achat chinois, reflet de la santé du monde industriel, repassait au-dessus des 50, signe d'un redémarrage de la croissance de la deuxième puissance économique mondiale dans un contexte d'amélioration au niveau des chaînes logistiques, après 3 années compliquées du fait de la pandémie et des fermetures de sites.

Il nous faut rappeler ensuite que les actions monétaires n'affectent les conditions économiques qu'après un décalage « à la fois long et variable » pour reprendre une expression du célèbre économiste Milton Friedman. Historiquement, il a fallu en moyenne deux ans et demi après la première

hausse de taux de la Fed pour qu'une récession se déclenche. La première du cycle qui nous occupe a eu lieu en mars 2022. Les opérateurs se sont donc visiblement rappelés de ce délai, dans un environnement qui plus est où les résultats des entreprises ont été particulièrement résilients pour le moment.

Ceci étant dit, l'effondrement de la Silicon Valley Bank il y a trois semaines met en exergue les risques liés aux hausses agressives des taux d'intérêts de la part des banques centrales. Cet établissement, dont l'essentiel de la clientèle est composé d'entreprises du secteur high-tech, a fait l'objet d'un mouvement de panique qui a conduit à sa banqueroute. La SVB s'est retrouvée dans l'incapacité de faire face au flot de demandes de remboursement des dépôts que ses clients lui avaient confiés, obligeant les autorités américaines à réagir rapidement et vigoureusement avec une sorte de « quoi qu'il en coûte » à la sauce californienne, assurant aux déposants de récupérer leurs avoirs, y compris au-delà de la limite des 250 000 dollars. Malgré ses 210 milliards de dollars d'actifs, SVB est passée sous les radars de la surveillance bancaire, qui oblige les établissements à disposer d'un matelas de liquidités suffisant pour affronter les difficultés. Estimant que cette réglementation freinait l'efficacité du secteur bancaire américain, Donald Trump avait décidé en 2018 de relever de 50 milliards à 250 milliards le seuil à partir duquel ces règles de solvabilité s'appliquent. Le patron de SVB, Greg Becker, a donc eu le champ libre pour gérer de façon assez contestable le bilan de sa banque. En investissant massivement en bons du Trésor américain et en obligations immobilières à long terme, le dirigeant s'est trouvé piégé par la hausse des taux de la Réserve fédérale, taux directeurs qui sont passés de 0 % à plus de 4,5 % en un an et qui a déclenché une normalisation rapide à la hausse des rendements longs (et donc une baisse des prix obligataires). Lorsque les clients ont voulu récupérer leurs avoirs, la SVB a essuyé des pertes importantes sur son portefeuille obligataire, qui sont devenues insoutenables en raison du caractère massif des retraits.

48 heures plus tard, Signature Bank, qui s'était spécialisée dans les crypto-monnaies, subissait également des désengagements importants de la part des



	Q1 2023	YTD 2023	Close 31/03/23
DOW JONES	0.38%	0.38%	33 274.15
S&P 500	7.03%	7.03%	4 109.31
FTSE 100	2.42%	2.42%	7 631.74
EUROST.50	13.74%	13.74%	4 315.05
CAC 40	13.11%	13.11%	7 322.39
FTSE MIB	14.37%	14.37%	7 631.74
MSCI EM	3.54%	3.54%	990.28
CRUDE OIL	-5.72%	-5.72%	75.67
GOLD	7.96%	7.96%	1 969.28
EUR/USD			1.0839
EUR/CHF			0.99218
EUR/GBP			0.87902
EURIBOR 1M			2.915%

clients, provoquant ainsi sa chute. Et pour couronner le tout, de l'autre côté des Alpes, les autorités suisses se sont vues contraintes à provoquer le temps d'un week-end une reprise éclair du Crédit Suisse par UBS. La banque helvétique avait accumulé ces dernières années les faux pas et les scandales. Rien que depuis 2019, elle avait perdu deux PDG, emportés par les affaires. Le premier, Tidjane Thiam, a dû démissionner en 2020 après un scandale d'espionnage de plusieurs employés de la banque. Puis, c'est António Horta-Osório, célèbre banquier portugais, appelé à la rescousse pour redresser Crédit Suisse et qui a dû jeter l'éponge en 2022 pour avoir violé à plusieurs reprises les règles sanitaires relatifs au confinement durant la pandémie de Covid-19. Entre temps, la banque avait été accusée en 2020 d'avoir manqué à ses obligations de vérifications et de ce fait financé un cartel de drogue bulgare. Mais surtout, elle a perdu des sommes folles en 2021. Elle avait mis près de 10 milliards de dollars dans Greensill Capital, un fonds d'investissement britannique qui a fait faillite en 2021 et a perdu 5,5 milliards de dollars lors de l'effondrement très médiatique la même année du family office Archegos. Mais ce n'est pas tant la reprise de Crédit Suisse par UBS qui a secoué les marchés obligataires mi-mars que le fait que l'accord de sauvetage incluait une perte de 16 milliards de CHF pour les détenteurs de « Cocos », la dette hybride AT1 (additional tiers one). L'impact a été important car de nombreux fonds européens étaient exposés à ce type de dette subordonnée. Avec un message subliminal pour le moins étrange du côté helvétique, à savoir que finalement, il est moins risqué d'être actionnaire que détenteur de dette. Dès le lendemain, la BCE s'est d'ailleurs sentie obligée de préciser que dans la zone euro, les choses se seraient passées différemment...

La relative bonne tenue pour l'heure des données macro-économiques, combinée à la menace d'une instabilité dans le secteur financier, laisse les banques centrales avec des choix difficiles, comme nous le détaillerons dans notre Grand Angle en



(suite de l'édito) page 2. L'inflation « core » toujours relativement élevée signifie que d'autres hausses de taux seraient probablement utiles outre-Atlantique, mais les inquiétudes concernant la stabilité financière poussent la Fed à la retenue. Le choc du système bancaire devrait également agir comme une forme de resserrement monétaire grâce à des normes de prêt plus strictes.

Nous serons attentifs dans les prochains mois à l'éventuelle survenance d'une récession légère aux Etats-Unis, hypothèse actuellement suggérée par la forme inversée de la courbe des taux. Légère car les solides finances des ménages et entreprises US constituent un point positif indéniable et un frein à une récession trop marquée. Cet environnement quoiqu'il en soit redevient plus favorable à la détention d'obligations d'Etat. Et ces dernières semaines, les re-mous observés sur le secteur bancaire et les tensions visibles sur les dettes subordonnées nous ont conduit à monter en qualité nos allocations obligataires.

Autre sujet que nous allons monitorer de près, celui des attentes en matière de bénéfices. Les prévisions de bénéfices à 12 mois de l'I/B/E/S (Institutional Broker Estimate System) sont devenues un peu plus prudentes ces derniers mois, tant aux Etats-Unis que sur la zone Euro. Mais les analystes ne prévoient pas pour autant encore la baisse d'environ 15% des bénéfices par actions que l'on peut traditionnellement observer en période de récession. Qui plus est, les multiples cours sur bénéfices ont substantiellement diminué ces deux dernières années (le P/E du S&P500 est ainsi passé de 23 à 18x les earnings, tandis que l'Eurostoxx 50 se paye moins de 13x), signe que dans une certaine mesure, les opérateurs ont déjà intégré un certain recul des bénéfices. Toujours la même difficulté pour nous gérants : tenter de déterminer ce qui est déjà ou non intégré par les marchés... Si l'inflation « core » devait baisser dans les prochains mois, les taux longs pourraient cesser de monter, voire même recommencer à baisser, ce qui pourrait constituer un soutien important, tant pour le marché obligataire que pour les marchés actions. Pour peu bien sûr que l'activité économique reste résiliente et que les bénéfices par action des entreprises ne baissent pas trop.

En Chine, les valorisations semblent attrayantes. L'économie se réouvre et Pékin a annoncé un objectif de croissance du PIB d'environ 5% alors que l'inflation demeure faible et que le gouvernement chinois a choisi de ne pas laisser la construction immobilière se développer de manière agressive. Malgré les contreperformances importantes enregistrées sur nos fonds actions Chine depuis deux ans, nous pensons qu'il faut tenir nos positions, voire les renforcer légèrement, car les fondamentaux sont bons et le potentiel de rebond réel.

La Chine qui aujourd'hui, non contente d'être un acteur économique majeur, y compris dans nos anciennes zones d'influence comme l'Afrique, se pose comme un pilier incontournable dans la diplomatie mondiale. Si Vladimir Poutine n'a encore que peu de soutiens (Iran, Corée du Nord...), il peut en tous cas pour l'heure compter sur celui du géant chinois, dont le leader a été reçu en grande pompe il y a deux semaines au Kremlin. Les deux puissances se sont promis un partenariat sans limite et ont signé une série d'accords. Quelques semaines plus tôt, Xi Jinping présentait son plan de paix pour l'Ukraine en douze points, qui dans les faits, constituent plutôt un catalogue de bonnes intentions et en tous cas une façon pour la Chine de placer ses pions. Dans ce numéro d'équilibriste vis-à-vis du reste du monde, Pékin avait affirmé fin 2022 vouloir se tenir du bon côté de l'histoire. Mais la balance penche plutôt pour le moment du côté russe. Car ce qui unit Pékin et Moscou, c'est leur hostilité au mode de vie occidental et leur ennemi commun, les Etats-Unis, dont ils dénoncent l'hégémonie. Volodymyr Zelensky a dès lors récemment lancé un appel du pied à la Chine, en l'appelant à devenir "un partenaire pour la recherche d'un règlement au conflit en Ukraine". Car ce que tout le monde redoute, c'est que la Chine accepte de livrer des armes à l'armée russe. Pour le moment, tel n'est pas encore le cas. Mais si cela devait arriver, cela ne constituerait clairement pas une bonne nouvelle pour la paix dans la région. Et probablement un risque supplémentaire pour les marchés.

Christophe Carrafang

Grand Angle

Banques centrales : le dilemme entre le contrôle de l'inflation et la stabilité financière

A la lecture des derniers chiffres macroéconomiques, la persistance de l'inflation et la résilience de l'économie ont conduit les investisseurs à réviser nettement à la hausse leurs anticipations de taux d'intérêt. La robustesse du marché du travail américain, comme de l'activité économique au sein de la zone euro, associées à des dynamiques désinflationnistes moins rapides qu'escomptées, ont nourri des anticipations de durcissements monétaires supplémentaires des deux côtés de l'Atlantique.

Cependant, suites aux événements récents – la faillite de la banque américaine SVB et le rachat forcé de Crédit Suisse par UBS – les banques centrales ont été contraintes de revoir leur copie. En effet, resserrer la politique monétaire afin de combattre l'inflation commence à menacer la stabilité du système financier.

Lors des dernières réunions de politique monétaire de la Fed et de la BCE, celles-ci ont poursuivi leur resserrement monétaire – il s'agit de la huitième hausse consécutive pour la Fed. Mais, l'inflexion fut nette, tant dans les projections que dans les discours.

La BCE avait clairement annoncé, lors de sa précédente réunion en février, qu'elle monterait les taux de 50bps. En maintenant sa hausse de taux, la BCE a montré qu'elle ne paniquait pas devant les événements récents et a affiché sa confiance au sujet du secteur bancaire européen. Elle a gardé une cohérence vis-à-vis de ses objectifs et de son précédent discours. Toutefois, elle s'est montrée prudente à l'égard d'un resserrement supplémentaire. Christine Lagarde a déclaré « qu'il n'est pas possible de déterminer à ce stade la trajectoire future des taux ». Les décisions seront donc prises réunion par réunion et en fonction des données.

Aux Etats-Unis, la Fed a opté pour une hausse mesurée de 25bps, ce qui porte la fourchette de taux à 4,75%-5%. Les projections des membres sur le taux terminal est aujourd'hui à 5,1% pour fin 2023, en net recul sur ces dernières semaines. Les responsables de la Fed ont essayé de trouver un équilibre entre la nécessité de faire reculer l'inflation, toujours élevée, et le risque d'accroître la pression sur le système bancaire. Jérôme Powell a déclaré que « le système bancaire américain est solide et résilient. Les développements récents vont vraisemblablement déboucher sur des conditions de crédit plus dures pour les ménages et les entreprises et peser sur l'activité économique, les embauches et l'inflation ». Dans les propos de la Fed, on sent que l'on est probablement proche de la fin de son cycle de hausse des taux. Powell a explicitement indiqué qu'un durcissement des conditions de crédit équivalait à une augmentation des taux directeurs.

Les banques centrales seront attentives à l'évolution des prix, au cours des prochains mois, et accorderont une attention particulière à la stabilité financière. Elles ne peuvent pas se permettre de laisser courir l'inflation, et doivent en même temps, ramener le calme au sein du secteur bancaire. Elles ont déclaré qu'elles disposaient des outils nécessaires pour traiter ces deux risques. Dans la conférence de presse de Jérôme Powell, nous pouvons interpréter qu'une contraction des conditions de crédit pourrait être l'élément qui pousserait la Fed à un pivot. Les prochaines données de l'évolution des chiffres des prêts bancaires seront regardées avec attention. Le resserrement du crédit, qui commence à se matérialiser, aura un impact sur la croissance et pourrait accélérer l'entrée en récession des Etats-Unis. Pour pallier ce risque, nous avons récemment augmenté l'allocation des obligations Investment Grade et des obligations d'Etats dans les portefeuilles.

Damien Beasse



Macroéconomie

Inflation:

- L'évolution des prix aux USA poursuit sa décrue. D'un maximum de +9.1% en juin 2022, l'indicateur est désormais de +6% et hors éléments conjoncturels de +5.5%.
- Dans la Zone Euro, la progression de l'inflation est également en baisse à +6.9% contre +10.7% en octobre de l'année dernière. L'indicateur « core », quant à lui, continue sa progression ; +5.7% pour le mois de mars.
- L'inflation en Chine reste largement sous contrôle, elle passe de +2.8% en septembre à +1% pour février. Avec la réouverture de l'économie ce chiffre devrait s'inverser dans les prochains mois.

Activité manufacturière:

- Malgré des prix à la production moins pénalisants et des problématiques d'offre en passe d'être résorbées, l'activité manufacturière reste atone ces derniers mois. La hausse des taux d'intérêt pèse sur les projets d'investissement.
- En Zone Euro, l'indicateur reste stable depuis septembre autour des 47/48.
- Aux Etats-Unis on constate une lente détérioration depuis le milieu de l'année dernière de 52.8 à 46.3 sur les six derniers mois.
- En Chine en revanche, le rebond a commencé mais reste contenu, l'activité manufacturière étant dépendante des commandes à l'exportation.

Activité des services:

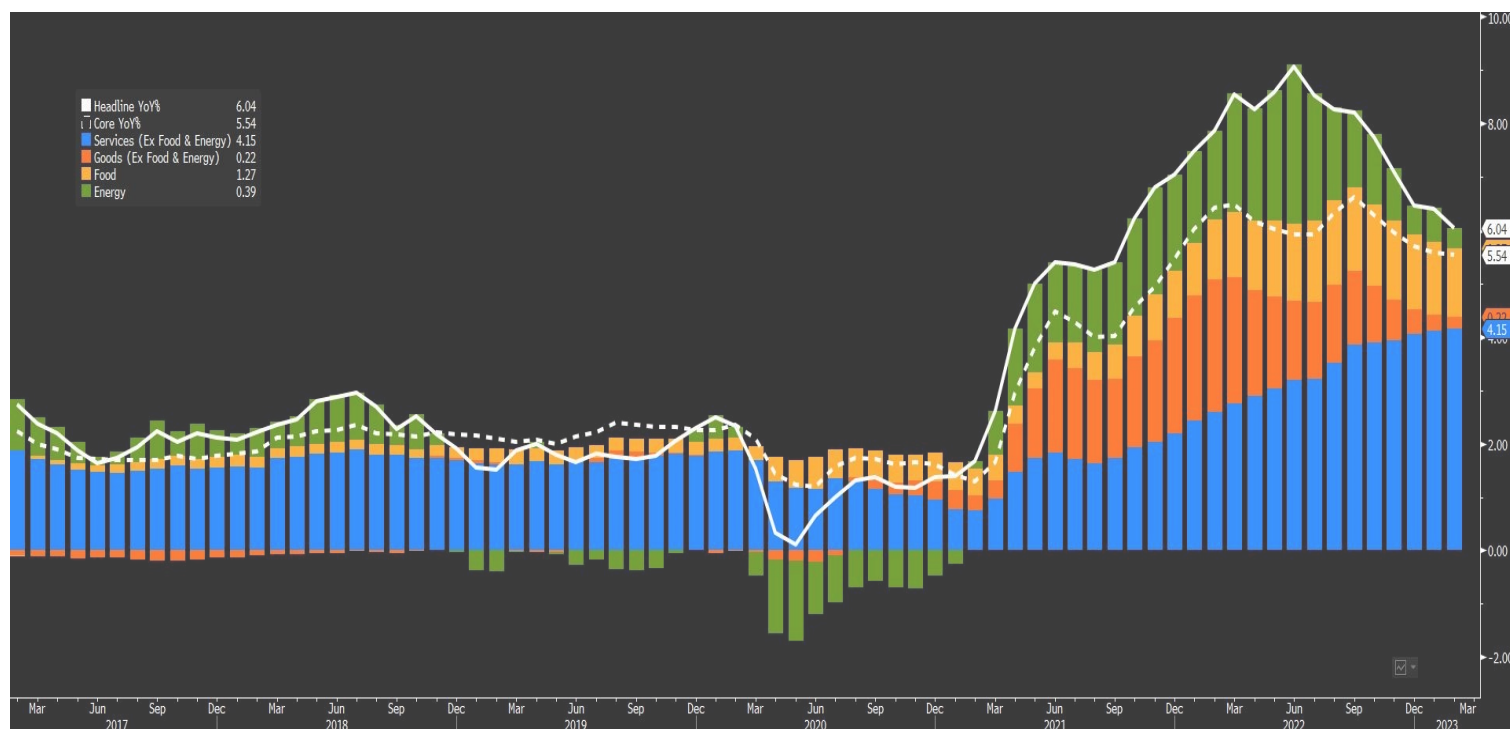
- A contrario du secteur manufacturier, l'activité des services est globalement stable en mars.
- Avec la réouverture du pays, le PMI des services chinois rebondit fortement à 58.2.
- En Zone Euro l'indice atteint le niveau de 55 ; Une hausse continue depuis les plus bas de novembre qui correspondait au pic de la peur de la crise énergétique.
- Aux Etats-Unis, l'activité des services recule à 51.2 après plusieurs trimestres de stabilité sur des niveaux élevés (55).

Marché de l'emploi:

- Globalement le marché du travail reste très dynamique avec des taux de chômage très bas et toujours des problématiques liées à la raréfaction de la main d'œuvre.
- Aux Etats-Unis, les demandes hebdomadaires d'allocation chômage restent basses et le taux de chômage à 3.6% est stable depuis près d'un an.
- En Europe, les salaires poursuivent leur hausse ; +5.7% sur 2022. Le taux de chômage est historiquement bas à +6.6%.
- En Chine, avec le fort rebond de l'activité des services, le chômage recule à +5.6% notamment chez les jeunes.

Damien Liegeois

Evolution de l'indice US CPI YoY (*) depuis 2017



(*) Cet indice représente les changements de prix de tous les biens et services achetés par les ménages américains urbains



Special Topic

Se dirige-t-on vers une pénurie de matières premières minérales ?

Le secteur des matières premières a connu une longue traversée du désert qui a duré de 2010 à 2020. De manière à survivre face à des chutes de prix historiques, les sociétés du secteur n'ont pas eu d'autre choix que de se désendetter et de réduire drastiquement leurs investissements notamment dans l'exploration ; l'objectif était de faire de la rentabilité dans un monde de prix bas.

Dorénavant, la donne a changé : non seulement l'énergie va venir à manquer mais de plus, évoluer, à marche forcée, vers un mix énergétique renouvelable, va requérir des efforts colossaux. A cela s'ajoute la guerre en Ukraine qui a fait prendre conscience à l'Europe qu'elle devait s'orienter (enfin) vers une indépendance énergétique ; la pression est encore plus forte.

Les défis sont importants. Il faut donc à la fois construire les infrastructures (éoliennes, panneaux solaires...), adapter et moderniser l'ensemble du réseau électrique afin de le connecter à ces nouvelles sources d'énergie et accélérer la transition des modes de déplacements vers une flotte mondiale non dépendante d'une énergie fossile (véhicule électrique, hydrogène...).

Chaque étape de cette transition - et c'est bien là que le bât blesse - est très consommatrice

de matières premières telles que le cuivre, le nickel, le cobalt, le lithium, le vanadium... dont la demande ne fait qu'augmenter.

A titre d'exemple, entre 2015 et 2022, la demande de lithium a été multipliée par 4, une tendance qui devrait se poursuivre dans les mêmes proportions au cours des prochaines décennies. Autres chiffres éloquentes : un véhicule électrique utilise trois fois plus de minéraux qu'un véhicule thermique, et charger un véhicule électrique pour ses déplacements quotidiens (40km en moyenne) double la consommation électrique d'un ménage...



La dernière augmentation généralisée des investissements et des découvertes date de la période 2000-2012. Depuis lors, le montant des investissements a baissé de 60%. Ainsi, dès cette année, sur certains minéraux, le marché sera en déficit : cobalt et de nombreuses terres rares. L'année prochaine, (hormis en cas de grosse récession), ce sera

probablement le cuivre et depuis 2020, le marché du nickel est régulièrement en rupture avec de fortes hausses de prix ponctuelles. L'urgence est là car il faut en moyenne 8 à 10 ans entre la conception d'une mine et l'exploitation de masse du minerai. D'ici à 2030, sans effort immédiat ou découvertes technologiques bouleversant le secteur du stockage de l'énergie, la plupart des marchés seront en déficit de 20 à 50%.

Certains objectifs, comme celui d'ores et déjà irréalisable de ne plus vendre de moteurs thermiques en Europe dès 2035, devront être revus. Les moteurs thermiques doivent participer à l'effort en devenant de moins en moins consommateurs de pétrole.

Dès 2020, fort de nos convictions, nous avons commencé à investir dans cette thématique plutôt en aval, sur des entreprises liées à la conception, la construction et l'exploitation d'équipements. Depuis quelques mois, nous nous intéressons également à ce qui se passe en amont, à travers des fonds spécialisés sur les sociétés minières ; celles-ci seront, en effet, incontournables dans ce processus de transition et profiteront de l'augmentation quasi certaine du prix des matières premières minérales.

Damien Liegeois



Mine de lithium au Mexique

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 5 avril 2023. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés.