

JUILLET 2023

Editorial

Après l'épisode de stress bancaire du mois de mars et les interminables discussions autour du relèvement du plafond de la dette américaine, les marchés actions sont repartis à la hausse de plus belle, portés par la vague d'enthousiasme autour du thème de l'Intelligence artificielle, des chiffres d'inflation en baisse, une économie US en ralentissement certes, mais plutôt résiliente pour le moment et environ 500 milliards de cash en réserve entre les mains des ménages américains. Le S&P500 a progressé de 8.30% sur le deuxième trimestre, portant sa hausse à +15.91% depuis le début de l'année. Mais ce chiffre masque d'énormes disparités et peut-être même un début de bulle spéculative liée à l'émergence de l'Intelligence Artificielle Générative, avec notamment ChatGPT. C'est ainsi que les 7 plus grosses valeurs de la tech américaine ont progressé de 65% depuis le 31 décembre dernier jusqu'au pic du 15 juin. Une société telle que NVIDIA, historiquement spécialisée dans les cartes graphiques, mais qui a beaucoup travaillé dans les domaines du calcul accéléré, de l'IA et du métavers, a même progressé de 190% sur cette période. META, anciennement Facebook a repris plus de 200% depuis son point bas du 3 novembre 2022. Et que dire d'Apple dont la capitalisation boursière excède désormais à elle seule l'entièreté de la capitalisation boursière de l'indice Russell 2000 ! Jamais la performance de la bourse américaine ne s'est faite de manière aussi concentrée, sur un nombre aussi étroit de valeurs. C'est bien simple, si l'on exclut les 7 mega tech évoquées plus haut, le S&P n'a finalement progressé que d'un modeste 3.8% depuis le début de l'année ! C'est dire le nombre de valeurs qui ont fait du sur-place voire baissé depuis quelques mois. Il est vrai que la divulgation au grand public de ChatGPT suscite les commentaires les plus divers sur le degré d'impact que

Goldman Sachs vient de publier à ce propos une étude prévoyant que l'AI améliorerait de 1.5% par an la productivité du travail aux Etats-Unis et pourrait donner un boost de 400 points de base aux marges des entreprises. Ce ne sont que des spéculations évidemment mais beaucoup pensent que les effets de l'intelligence artificielle pourraient se manifester plus rapidement que lors des précédentes révolutions technologiques (électricité, rail, internet...). Attention néanmoins aux envolées spéculatives comme nous l'avons vu avec la bulle internet de 1999/2000.

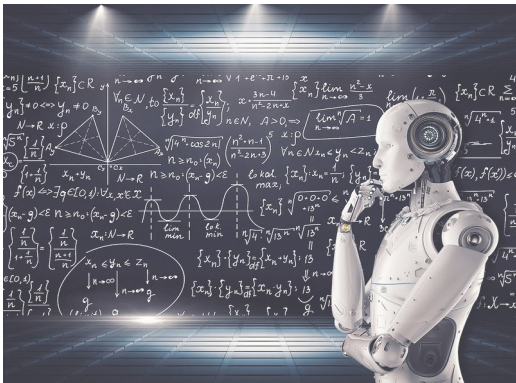
Si bulle sur les technologiques il y a, la situation de l'économie réelle pourrait vite ramener les investisseurs à la raison. En effet, des indicateurs avancés tels que l'inversion de la courbe des taux, le durcissement des conditions de crédit, la faible activité manufacturière doivent inciter à la vigilance et à la circonspection, bien que, toujours sur les Etats-Unis, d'autres indicateurs encore très robustes (chiffres de l'emploi, dépenses des ménages...) continuent à militer pour un soft-landing plutôt qu'une grave récession. C'est d'ailleurs toujours notre scénario central. Sur le continent européen, les autres économies sont également en ralentissement et soumises à un risque d'une politique monétaire qui pourrait se montrer trop restrictive dans le but de combattre une inflation core toujours relativement élevée. C'est particulièrement vrai au Royaume-Uni avec une BOE qui pourrait être tentée de monter ses taux courts au-delà de 6% pour lutter contre une inflation hors de contrôle. Il faut dire que le Brexit n'a pas aidé et a contribué à créer des pénuries de personnel dans certains secteurs, dans une économie où les salaires sont clairement orientés à la hausse. En zone euro, l'activité manufacturière marque le pas et l'on constate une baisse importante des crédits bancaires. En Chine, le rebond post-confinement est pour le moment décevant avec des consommateurs qui continuent à se montrer prudents. Bref, nous sommes à un point du cycle économique où il convient d'être attentif. Et notamment à deux aspects : Tout d'abord, la qualité des publications trimestrielles des entreprises, qui se sont révélées particulièrement robustes sur Q4 2022 et Q1 2023. Nous saurons dans les tous prochains jours si cela est toujours le cas pour Q2 2023 et si le niveau des marges a pu être préservé. Deuxièmement, le comportement de la Federal Reserve, dont la rapide hausse des taux directeurs de ces derniers mois a déjà montré ses dommages collatéraux avec le stress du mois de mars sur les banques régionales. Plus récemment encore, l'agence Standard & Poor's reportait un nombre de faillites sur les cinq premiers mois de l'année au plus haut depuis l'année 2010. Les dernières mi-

	Q2 2023	YTD 2023	Close 30/06/23
DOW JONES	3.41%	3.80%	34 407.60
S&P 500	8.30%	15.91%	4 450.38
FTSE 100	-1.31%	1.07%	7 531.53
EUROST.50	1.95%	15.96%	4 399.09
CAC 40	1.06%	14.31%	7 400.06
FTSE MIB	4.12%	19.08%	28 230.83
MSCI EM	-0.08%	3.46%	989.48
CRUDE OIL	-6.65%	-11.99%	70.64
GOLD	-2.54%	5.23%	1 919.35
EUR/USD			1.0909
EUR/CHF			0.9769
EUR/GBP			0.8593
EURIBOR 1M			3.399%

nutes de la Fed révèlent que ses membres sont partagés sur la conduite à tenir. Certains souhaiteraient marquer une pause afin de mesurer à quel point les mesures restrictives de ces derniers mois ont déjà affecté l'économie. D'autres, comme la présidente de la Fed de Dallas, Lorie Logan, pensent que d'autres hausses de taux sont nécessaires immédiatement pour mettre en place une désinflation significative et ramener rapidement l'inflation vers l'objectif de 2% de la banque centrale. Une hausse de taux supplémentaire serait probablement « encaissable » pour l'économie américaine. Deux hausses de taux accroîtraient à coup sûr le risque de récession à l'horizon 12-18 mois. L'observation au cours du second semestre de pressions sur les profits des entreprises qui pourraient inciter ses dernières à prendre des mesures d'austérité (licenciements, diminution des Capex...) serait un premier bon indicateur de ce risque accru de récession. Une baisse des dépenses des consommateurs, une fois épuisé leur bas de laine issu de la pandémie, serait un second indicateur fiable.

Vous l'aurez compris, les marchés sont donc à la croisée des chemins en ce début d'été avec deux scénarios qui s'affrontent, celui du softlanding vs celui du hardlanding.

Dans le premier scénario, qui a toujours nos faveurs en termes de probabilité, les chiffres d'inflation continuent leur décrue, grâce aux effets de base plus favorables, au maintien à des niveaux bas des prix énergétiques après le repli de ces derniers mois et à l'absence d'effet de second tour prononcé entre les salaires et les prix. Dans ce scénario, la Réserve Fédérale américaine monte une dernière fois ses taux directeurs en juillet et la BCE nous gratifie de deux ultimes hausses de 25bp, une fois en juillet, une fois en septembre. L'activité continue à se dégrader peu à peu, sans toutefois aboutir à une récession de



Crédit photo: Mile MacKensie (16 août 2018)

cette nouvelle intelligence générative va avoir sur nos sociétés. Nous consacrons d'ailleurs notre Grand Angle de cette édition de juillet à ce sujet ô combien intéressant.



(suite de l'édito) grande ampleur et sans trop de dommages sur le marché de l'emploi. Les taux longs, après les tensions haussières de la semaine écoulée, se stabilisent et se remettent à baisser lentement, avec la perception dans l'esprit des opérateurs que le processus de désinflation est bel et bien enclenché. Cette baisse des taux longs soutient les valorisations des marchés actions.

Dans le second scénario, l'inflation reste à des niveaux élevés, tout spécialement l'inflation core et les banques centrales décident de prolonger leur politique restrictive. La BCE monte ses taux en juillet et septembre en précisant qu'il y aura d'autres relèvements à venir. La FED fait de même et le doute s'installe dans l'esprit des investisseurs que ces resserrements monétaires supplémentaires puissent provoquer une récession importante dans le courant de l'année 2024. Les marchés actions anticipant ce genre d'évènements 6 à 9 mois plus tôt commencent à corriger ainsi que les matières premières. L'immobilier ralentit, le taux de défaut augmente de manière significative et la volatilité revient sur le devant de la scène, sur les actions, comme sur les obligations.

L'émergence potentielle de ce second scénario nous conduit en ce moment à accroître la qualité de notre poche obligataire, en augmentant la part allouée aux papiers Investment Grade et gouvernementaux. Le segment High Yield peut en effet quelque peu souffrir pendant les périodes de récession, par le biais de l'écartement des spreads de crédit. Qui plus est, les valorisations des obligations gouvernementales nous apparaissent aujourd'hui de nouveau attractives et offrent en sus une protection naturelle vis-à-vis des chocs de croissance.

Sur la partie actions de nos portefeuilles, le mot d'ordre est plus que jamais « DIVERSIFICATION ». Nous pensons que la concentration de la performance boursière sur un tout petit nombre de valeurs technologiques ne peut pas éternellement durer et qu'une rotation sectorielle salutaire va finir par se mettre en place, rotation qui va permettre à bon nombre de titres de qualité aujourd'hui très en retard d'opérer un rattrapage. Diversification géographique également. Il est frappant de constater que les marchés émergents ont largement sous-performé l'Europe ou les Etats-Unis depuis le début de l'année (+3.46% pour le MSCI Emerging Markets vs +15.91% pour le S&P500 ou +15.96% pour l'Eurostoxx50). Et la modestie du rebond chinois sur le deuxième trimestre y est sans doute pour quelque chose. Néanmoins, là aussi, nous anticipons qu'une rotation géographique sera susceptible de se mettre en place au profit de ces pays, du même genre que celle qui a propulsé le Japon cette année avec une progression de +27.19% depuis le 31 décembre (nous détaillons d'ailleurs en page 4 dans notre Special Topic les facteurs explicatifs de cette hausse). Nous conservons donc précieusement nos positions au travers de nos différents fonds globaux et Chine.

Nous avons identifié enfin deux évènements exogènes d'ordre géopolitique, de faible probabilité pour le moment, mais pour lesquels nous avons d'ores et déjà décidé de modifier à la marge nos portefeuilles en remplaçant quelques pourcents de nos fonds traditionnels au profit d'un panachage d'ETFs très liquides et ce dans le but de se mettre en situation d'être immédiatement réactifs face à l'occurrence de l'un ou l'autre choc géopolitique majeur. Ces deux évènements sont : Utilisation d'une arme nucléaire tactique par la Russie sur le sol européen (ou accident nucléaire à la centrale de Zaporijia de type Tchernobyl) et invasion inopinée de Taïwan par les troupes chinoises. Dans le premier cas, nous assisterions certainement à une déroute boursière comparable à celle du 11 septembre suivie d'une rapide remontée, une fois la stupeur et l'effroi passés. Dans le second cas, plus ennuyeux d'un point de vue macro-économique, tant les implications sont nombreuses du point de vue du trafic maritime ou du marché des semi-conducteurs, nous verrions très probablement une récession mondiale rapidement se mettre en place.

Christophe Carrafang

Grand Angle

Artificial Intelligence: La nouvelle révolution industrielle

L'humanité a assisté à 3 précédentes révolutions industrielles : d'abord la machine à vapeur, suivi par l'électricité et plus tard les ordinateurs. Aujourd'hui nous sommes au milieu d'une quatrième révolution, guidée par l'Intelligence Artificielle (AI) et les « big data ».

L'AI donne aux machines – que ce soient des ordinateurs, des robots, des drones ou autre – la capacité de « penser » et agir d'une façon jusqu'à présent propre aux humains. Cela signifie que ces machines sont en mesure d'interpréter le monde qui les entoure, assimiler et apprendre à travers l'information, prendre des décisions sur la base de ce qu'elles ont appris et ensuite passer à l'action, souvent sans l'intervention humaine. C'est la capacité d'apprendre et d'agir sur les données qui est l'aspect critique propre à cette « Intelligence Revolution », spécialement si on considère le volume d'informations sous forme de données informatiques autour de nous aujourd'hui.

L'AI a besoin d'énormément de données pour pouvoir apprendre rapidement, être précis dans l'interprétation de l'information et prendre la décision la plus appropriée ; ce n'est pas un nouveau concept mais c'est maintenant que cela devient réellement transformateur grâce au volume croissant de données disponibles dans tous les domaines et aux impressionnants progrès informatiques tels que la puissance de calcul ou encore l'information distribuée. Nous sommes en mesure d'accumuler, traiter et analyser des données sur une échelle sans précédent.

La différence clé entre toutes les précédentes avancées technologiques ou révolutions industrielles et l'AI ou « Machine Learning » est que les premières ont généré des augmentations de la capacité physique de ce que les êtres humains pouvaient produire, alors que la dernière va accroître la puissance intellectuelle et mentale des êtres humains. En d'autres mots, l'impact de toutes les principales révolutions technologiques a été de repousser les limites quantitatives de la production de biens et services en une période donnée. L'AI est en train de commencer à reproduire et dépasser les fonctionnalités du cerveau humain. Pour la première fois dans l'histoire, l'homme sera en compétition directe avec une puissance informatique pilotée par des algorithmes.

L'AI est une technologie polyvalente qui peut être appliquée à presque n'importe quel champ d'activité. Les implications de la « Intelligence Revolution » seront massives à tous les niveaux ; tous les business de toute forme et taille devront se mettre à la page. Innovation et changement sont devenus la normalité pour tout type d'industrie, ceux qui ne parviendront pas à exploiter l'AI pour améliorer leur propre modèle d'activité, auront du mal à rester compétitifs.

L'impact économique de cette révolution va être majeur, l'AI va faire exploser la productivité, selon une étude McKinsey, l'Intelligence générative va permettre d'automatiser à hauteur de 60-70% des tâches qui occupent des employés aujourd'hui ! Cette révolution industrielle, contrairement aux autres, ne crée pas de nouveaux emplois, elle les remplace. C'est plus qu'une révolution industrielle, c'est une révolution de société.

(suite en page 4)



Macroéconomie

Inflation: Le recul se poursuit, sauf au Royaume-Uni

- Euro Zone : Nouvelle baisse de l'inflation en juin à 5.5%, avec un indice « core » relativement stable depuis plusieurs mois à 5.4%.
- Etats-Unis : L'indice des prix baisse depuis presque 1 an, il est désormais de 4%, avec un indice « core » plus élevé à 5.3%.
- Royaume-Uni : Contrairement aux autres pays développés, le taux d'inflation reste élevé à 8.7%, une conséquence du Brexit ?
- Les indices de prix à la production sont en forte baisse un peu partout ce qui atteste de la récession manufacturière (cf. ci-après) mais constitue néanmoins une bonne nouvelle pour les marges des entreprises.

Marché de l'emploi: Pas de récession forte si le marché du travail tient

- Dans les pays développés, à l'instar du Japon, la démographie va de façon structurelle freiner la hausse du chômage. Certains facteurs comme la réduction des flux migratoires aux US, renforce cette tendance.
- Ainsi, malgré une activité qui ralentit, le taux de chômage dans la Zone Euro est au plus bas depuis le début du calcul de l'indicateur en 1998, à 6.5%.
- Aux Etats-Unis le taux de chômage remonte légèrement de 3.4% à 3.7%, mais les créations d'emplois restent solides.

Activité manufacturière: récession et déstockage

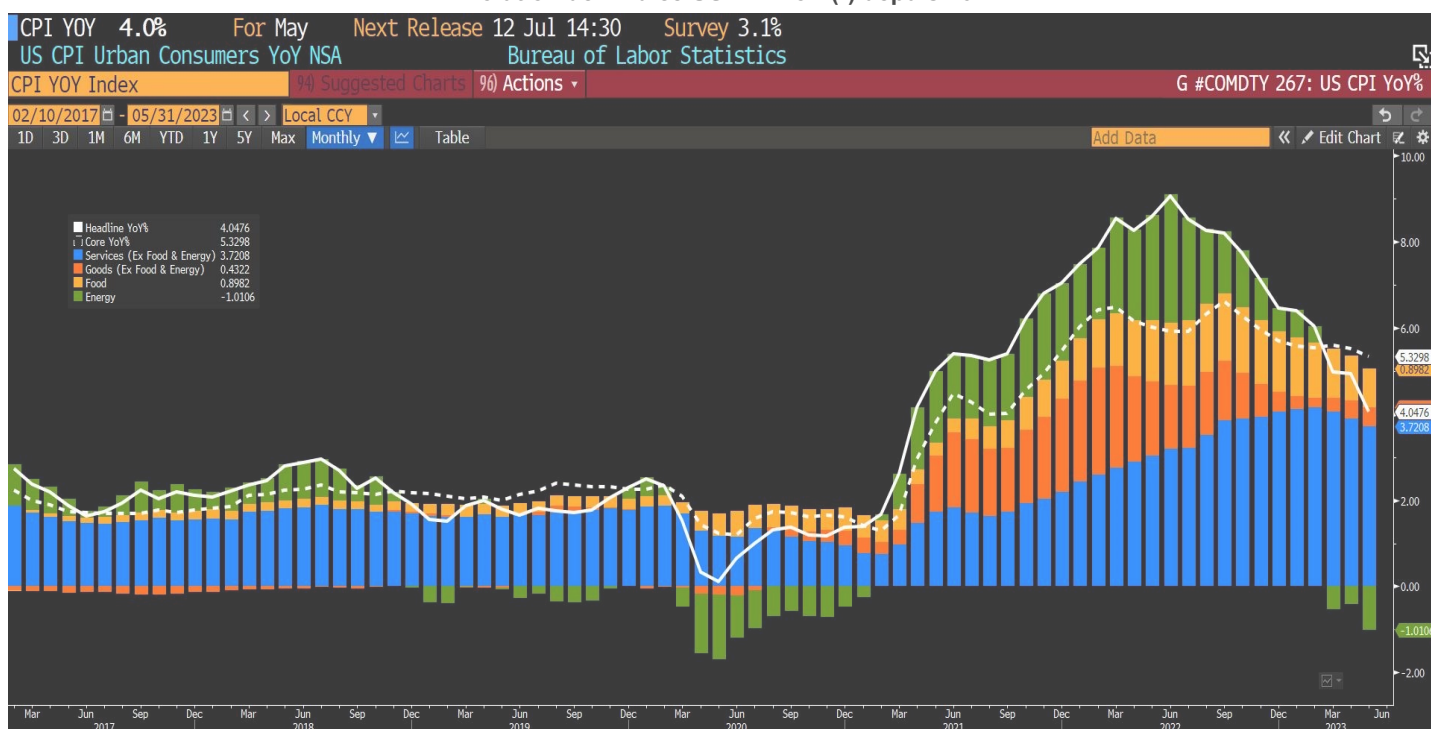
- L'indicateur global s'installe sous le seuil des 50 depuis plusieurs mois
- On assiste à une probable récession manufacturière en Europe (43.4) et aux US (46).
- La hausse des taux d'intérêts pèse sur les volontés d'investissement
- La fin des déstockages pourrait faire repartir l'activité au second semestre
- Seul le Japon et les pays émergents résistent.
- L'activité chinoise déçoit surtout au niveau des exportations.

Activité des services: ralentissement mais pas de récession en vue pour le moment

- On observe un ralentissement de l'activité des services ces deux derniers mois en Zone Euro, notamment pour le mois de juin (52).
- Ce ralentissement est moins important aux US, où l'indicateur, attendu juste au-dessus des 50 (51.3), ressort à 53.9 en juin.
- En Chine, le rebond est substantiel même s'il marque le pas et déçoit les observateurs. Des actions gouvernementales de relances ne sont pas à exclure.

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

Japon, la surprise 2023

Position initiée chez 2PM il y a quelques mois, le marché japonais retrouve ses lettres de noblesse. Cette performance n'est pas due au hasard ou à un simple mouvement de capitaux de court terme. Les facteurs de cette réussite sont multiples.

L'inflation provoquée par la réouverture des économies post covid a fait un bien fou à la croissance japonaise, engluée dans la déflation depuis plusieurs décennies, malgré une démographie toujours défavorable. Les salaires remontent, l'activité des services est soutenue et, contrairement aux autres pays développés, l'activité manufacturière est en expansion.

La baisse de la natalité est un défi sérieux qui a été pris à bras le corps par les autorités. Le pays, pourtant traditionnellement très fermé, a décidé de s'ouvrir à l'immigration : Fin 2022, les résidents étrangers étaient plus de 3 millions, un record dans ce pays de 125 millions d'habitants.

Le nouveau Gouverneur de la Banque Centrale Japonaise (BOJ) va profiter de cet état de grâce pour modifier la politique monétaire ultra expansionniste de ces dernières années afin que le pays retrouve enfin des taux d'inté-

rêts « normaux ». Et même si Kasuo Ueda a promis de le faire très progressivement, la fenêtre d'intervention est bien là.

Au-delà de ces éléments positifs, le plus gros changement est à mettre au crédit des autorités de marché qui, pour augmenter l'attrait de la bourse japonaise, ont pris ces dernières années des décisions pour aligner les intérêts des entreprises avec ceux de leurs actionnaires. Elles ont pour objectif d'améliorer la gouvernance et la création de valeur afin de se rapprocher des standards internationaux.



Crédit photo: Sofia Terzoni, Pixabay

Traumatisées par la crise économique des années 90, les entreprises japonaises se sont fortement désendettées et ont pratiqué un management centré sur le compte de résultat, gonflant leur bilan de cash. Environ 50% des

entreprises cotées ont désormais un Price to book inférieur à 1, soit aucune survalorisation par rapport à l'actif comptable. De plus les bilans sont gorgés de cash non rémunéré qui dort depuis bien trop longtemps, et qui doit revenir d'une manière ou d'une autre aux actionnaires.

Pour ce faire, la bourse de Tokyo vient de modifier les règles de cotation en exigeant des entreprises qu'elles mettent en œuvre une stratégie de croissance destinée à améliorer la rentabilité de leur capital. Les entreprises qui conserveront une valeur boursière inférieure à la valeur comptable seront rétrogradées de l'indice « prime » avec l'obligation de publier les raisons pour lesquelles elles sont pénalisées. De plus, toutes les entreprises doivent désormais communiquer leur politique de gouvernance et améliorer la transparence envers les actionnaires.

Les investisseurs ne s'y trompent pas. Warren Buffet a récemment augmenté ses investissements dans plusieurs sociétés du pays. Le Japon est par ailleurs devenu le deuxième marché favori des activistes toujours à la recherche d'importantes créations de valeur, sur un marché peu cher, et encore peu détenu dans les portefeuilles internationaux.

Damien Liegeois

(Suite de la page 2) L'application concrète la plus connue par le grand public à ce stade est le robot conversationnel d'OpenAI, ChatGPT. Il représente une vraie rupture, non pas scientifique – car dans la lignée du développement technologique – mais sociale et politique, via la « gadgetisation » de l'objet, l'interface graphique qui laisse croire qu'on parle avec un être humain. L'utilisateur est donc porté à lui faire confiance, ne remettant pas en discussion ce qui est dit. Il faut pourtant rester critique et se rendre compte qu'il ne s'agit pas d'un instrument qui fournit une connaissance sourcée, il fonctionne plutôt par statistiques. Il donne donc des réponses toujours à peu près satisfaisantes mais jamais exactes. Il est sans doute un outil puissant dans des contextes spécifiques mais les conséquences peuvent être lourdes si on pense qu'il peut produire de la connaissance. Il y a une opacité par construction, il n'y a pas de transparence quant aux bases de données qui ont été exploitées.

Le risque pour la société est qu'à force de déléguer à l'AI, on perde la capacité à penser. Surtout, soyons conscients du fait que l'AI est utilisée via des plateformes qui vont mettre en contact des utilisateurs, fournir des datas, à travers lesquelles des opérateurs vont essayer d'orienter les comportements, et ce dans une optique utilitariste : maximiser le bien être du groupe et non pas celui de l'individu. Le système prend en compte l'intérêt général de la communauté, on ne se préoccupe pas du confort et de l'intérêt d'un seul utilisateur, ce qui constitue une différence majeure par rapport au monde industriel, qui vise à satisfaire le client spécifique. C'est un choix de société, une matrice universelle qui essaye de lisser les préférences de tout le monde.

Beaucoup devra être fait en matière de régulation pour l'AI : pour commencer, l'Union Européenne souhaite réglementer l'intelligence artificielle pour garantir de meilleures conditions de développement et d'utilisation. Déjà en 2021, la Commission Européenne a proposé le premier cadre réglementaire de l'UE pour l'AI. Les systèmes d'AI qui peuvent être utilisés dans différentes applications seront analysés et classés en fonction du risque qu'ils présentent pour les utilisateurs. Les différents niveaux de risque impliqueront plus ou moins de réglementation. Une fois approuvées, ces règles constitueront la première loi globale sur l'AI au monde.

En résumé, que l'on soit fan de l'AI ou non, la « Intelligence Revolution » a bien commencé. La technologie va vers une seule direction, toujours en avant, vers un futur plus intelligent que jamais. On assiste à des changements transformationnels qui changeront l'espace technologique pour les 20 à 30 prochaines années. Bien sûr nous nous devons de considérer les implications de l'AI et travailler pour s'assurer qu'elle soit utilisée d'une manière éthique et honnête qui bénéficie à tout le monde, mais dans tous les cas nous ne pouvons pas l'ignorer !

Costanza Corneri

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 7 juillet 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.