



FFM GESTION

Genève, le 22 juillet 2022

« Le premier semestre 2022 a marqué la fin, pour l'instant, d'une longue période au cours de laquelle les actions de nos sociétés ont bénéficié non seulement de leur performance commerciale sous-jacente, mais aussi de la baisse des taux d'intérêt et donc de la hausse des valorisations. Non seulement cet avantage a disparu, mais un vent contraire important s'est matérialisé en peu de temps sous la forme d'une hausse des taux d'intérêt combinée à des craintes quant à l'impact de l'inflation et à une éventuelle récession. »

Terry Smith, gérant du fonds Fundsmith

Madame, Monsieur,

Il semblerait que, depuis mars 2020 et le début de la pandémie mondiale, nous soyons vraiment entrés dans une nouvelle ère du chaos. Au cours des deux dernières années, nous avons assisté à la fermeture presque complète de l'économie mondiale, du jour au lendemain. Nous assistons aujourd'hui à une guerre terrestre sans merci en Europe. Les marchés émergents sombrent peu à peu dans la crise (le Sri Lanka et le Liban étant les premiers) et un ancien Premier ministre japonais vient d'être abattu.



Entre temps, nous avons aussi affaire à un nouvel épouvantail : l'inflation. Pour la première fois depuis le début des années 1980, les craintes d'une inflation persistante et élevée effraient à la fois les marchés et les banquiers centraux. Les marchés (obligations et actions) ont commencé à baisser dès le premier jour de l'année et n'ont pas encore rebondi de manière significative. Les banquiers centraux, pris légèrement au dépourvu par le retour de l'inflation, tentent de montrer qu'ils sont prêts à faire tout ce qu'il faudra pour l'arrêter. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a relevé les taux d'intérêt de 0,75%

en juin (après avoir fuité la décision au Wall Street Journal) tandis que la Banque Nationale Suisse a relevé les taux de -0,75% à -0,25%, une décision qui a surpris tout le monde. La Banque Centrale Européenne a dû créer un nouveau programme pour limiter le stress sur les écarts de taux des obligations d'État entre les membres du nord et du sud de la zone euro qui rappellent les mauvais souvenirs de 2011-14 et a relevé ses taux de 0,5% le 21 juillet.

Nous avons déjà abordé ces sujets dans nos présentations et webinaires, mais souhaitons profiter de cette lettre pour répondre à vos nombreuses questions et commentaires comparant la situation actuelle à des situations passées similaires et tout aussi compliquées.

Pour commencer, est-ce que la situation actuelle est similaire aux années 1970 en raison des niveaux élevés d'inflation ? À l'époque, nous avons les guerres israélo-arabes, l'embargo pétrolier (et donc l'explosion du prix du pétrole) et le début d'une inflation élevée et persistante. Superficiellement, cela ressemble beaucoup à la situation d'aujourd'hui, avec la guerre russo-ukrainienne et les matières premières énergétiques qui explosent (le gaz naturel en particulier). Si l'on creuse un peu plus profondément, cependant, il est aisé de voir que la situation à l'époque était très différente. Les causes de la forte inflation aux États-Unis avaient été déclenchées beaucoup plus tôt, dès 1965, lorsque le président Lyndon Johnson a décidé de poursuivre à la fois la guerre du Vietnam et d'ambitieuses réformes sociales tout en mentant au Congrès sur le coût réel de ces deux chantiers, conduisant ainsi à des déficits budgétaires records. Ceci mena, par la suite, à la fin du système de changes de Bretton Woods et au début des monnaies librement flottantes, en 1974.

Dans le même temps, les pays de l'OPEP ont soudainement bénéficié d'énormes nouvelles sources de revenus en USD, en raison de la hausse des prix du pétrole et de la nationalisation des installations pétrolières, revenus ensuite recyclés via les banques européennes, créant ainsi un nouveau marché, l'eurodollar. Cela a entraîné la perte de contrôle partielle sur le dollar pour la Réserve Fédérale puisque les banques européennes, leurs coffres remplis de dollars, pouvaient prêter massivement à des débiteurs souverains et privés (conduisant, plus tard, à la crise de la dette latino-américaine des années 1980, mais c'est une histoire pour une prochaine fois).

Donc non, la situation actuelle ne ressemble pas beaucoup aux années 1970. La forte inflation actuelle n'est pas due principalement au pétrole (ou au gaz naturel). Plutôt à notre nouvelle ère de chaos, comme mentionné ci-dessus. En mars 2020, l'économie mondiale, qui fonctionnait principalement en mode just-in-time (en d'autres mots, sans inventaires), a été fermée en raison de la pandémie mondiale. La fermer est facile, tout comme l'on ferme facilement une raffinerie pétrolière. Mais la redémarrer, tout comme pour cette même raffinerie, prend beaucoup de temps. Cela a été d'autant plus vrai que la Chine a continué à poursuivre sa politique du Covid zéro, qui implique la fermeture de larges pans de l'économie chinoise.

Cela fait maintenant plus de deux ans que le Covid a surgi, mais nous en subissons toujours les répliques et l'une d'elles est clairement le niveau actuel élevé de l'inflation. Pour en comprendre les raisons, il faut se rendre compte que, depuis deux ans, les consommateurs ont pu acheter principalement des biens et très peu de services (puisque les voyages et même les sorties de chez soi étaient fortement réduits). Étant donné que ces biens ont été très demandés et qu'il n'y avait pas de stocks, les prix de ces biens ne pouvaient qu'augmenter, jusqu'à ce que la production rattrape la demande. D'où l'inflation. Depuis peu, la demande diminue et la production est presque normalisée. Les gens ont désormais un immense besoin de services (principalement des voyages, comme en témoignent les incroyables difficultés rencontrées par la plupart des aéroports et des compagnies aériennes pour répondre à la demande). Par conséquent, l'inflation des biens ralentit en même temps que l'inflation des services augmente.

Il faudra du temps pour que l'économie mondiale revienne aux niveaux d'avant 2020. À notre avis, cela pourrait se produire en 2024/25. Mais il nous semble improbable que l'inflation persiste aux niveaux actuels, d'autant plus que l'économie mondiale ralentit.

Ici aussi, l'explication classique (politique monétaire moins accommodante et hausse des taux d'intérêt) est insuffisante. La politique monétaire est beaucoup moins forte que la plupart des

commentateurs voudraient vous le faire croire. La politique budgétaire, par contre, est beaucoup plus puissante. La pandémie a occasionné des politiques budgétaires expansionnistes à des niveaux jamais vus depuis la seconde guerre mondiale (les États-Unis, à cinq billions de dollars, ont dépensé plus pendant la pandémie que pendant toute la seconde guerre mondiale). Ces politiques se sont désormais calmées, voir même inversées et c'est probablement cela la principale raison du ralentissement.

Si les années 1970 ne sont donc pas une bonne comparaison, serait-ce alors plutôt une situation similaire à 2008, lorsque nous avons connu la plus grande crise financière depuis la Grande Dépression ? Encore une fois, nous ne pensons pas que la comparaison ne tienne, bien que les pertes sur les indices au 30 juin de cette année sont déjà plus importantes qu'elles ne l'étaient en 2008, juste avant la faillite de Lehman Brothers. Oui, la situation actuelle n'est pas agréable, mais elle n'a rien à voir avec l'ampleur du stress que le secteur financier subissait en 2008. Les banques étaient surendettées et inondées de mauvaises créances (prêts subprime). Elles ont, par conséquent, engendré une crise financière à part entière. L'ensemble du secteur financier était pourri jusqu'à la moelle... Il nous semble donc difficile de comparer cela avec la situation d'aujourd'hui, où l'écrasante majorité des institutions financières sont dans des conditions financières parfaites (en raison notamment des nouvelles réglementations mises en place après 2008 afin de ne pas répéter les mêmes erreurs).

Une crise économique est possible, même une récession, mais le type de crise le plus dangereux reste une crise financière (encore une fois, voir 1929 et 2008) en raison de l'effet de levier inhérent au système financier. Ce problème ne se présente pas aujourd'hui. Certes, une crise financière déclenchée par une implosion des prix de l'immobilier a commencé à se produire en Chine, mais son impact systémique sera minime en dehors des frontières du pays, car son secteur financier est fermé.

D'autres encore nous ont demandé si la situation actuelle pouvait être comparée à 2000-2003, au cours de laquelle les excès de la bulle télécom / internet des années 1990 ont été dénoués et l'indice Nasdaq 100 a perdu 85% de sa valeur. Encore une fois, la réponse est non, car nous n'avons pas connu de telle bulle cette fois-ci. Il semblerait que les pires excès, se soient aujourd'hui produits dans l'espace de la crypto-monnaie, qui est passé d'une valeur mondiale de trois milliards de dollars à un peu moins d'un milliard de dollars. Bien que ce domaine ait cristallisé les pires excès de ce cycle, même avec une taille de trois milliards, il n'a pas été assez important pour poser un risque systémique au système financier. Nous entrons probablement dans une nouvelle phase compliquée qui pourrait durer quelques années pour les crypto-monnaies, donc, pour les plus agressifs d'entre vous, il ne nous semble pas utile de revenir rapidement.

Dans la comparaison avec 2000-2003, il y a, par contre, effectivement eu des mouvements similaires sur certains titres. En effet, les actions les plus spéculatives (principalement dans le secteur de la technologie) ont perdu plus de 80% de leur valeur depuis leurs plus hauts. Zoom Communications (ironiquement une entreprise très rentable), probablement l'une des têtes d'affiche des actions ayant bénéficié de la pandémie, a en effet perdu 85% de sa valeur en un peu plus d'un an. Il en va de même pour d'autres entreprises moins rentables. Des cendres sortiront les prochains gagnants, tout comme Amazon a survécu 2000-2003 pour devenir une plate-forme dominante.

Si nous ne pouvons guère comparer la situation actuelle ni aux années 1970, ni à 2008 et ni à 2000-2003, pouvons-nous, malgré tout, trouver un historique approprié similaire à la situation d'aujourd'hui ? Oui, probablement la force du dollar américain. En effet, il vient d'atteindre la parité par rapport à l'euro pour la toute première fois. De plus, l'indice du dollar (DXY, un panier de devises

des marchés développés pondéré par rapport à l'USD) est à des niveaux jamais vus depuis 2002, et la force et l'amplitude du mouvement actuel sont impressionnantes.



Il en va de même pour le dollar américain par rapport à la plupart des devises des marchés émergents, et c'est là que réside le problème : dans les épisodes passés de dollar fort, de nombreux marchés émergents ont souffert d'une crise financière, et cela est en train de se reproduire (voir Liban, Sri Lanka, Argentine, pour l'instant). Ainsi, une analogie intéressante pourrait être 1997-98, qui englobe à la fois la crise de la dette russe et la crise monétaire asiatique. Nous verrons ce qui se passera dans les mois à venir. La crise actuelle des marchés émergents est quelque peu différente des précédentes parce que

la Chine est maintenant l'un des plus grands créanciers sur beaucoup de marchés émergents et nous ne savons pas comment elle abordera les restructurations inéluctables de la dette.

Ceci étant dit, nous avons été témoins de nombreuses crises au travers de notre expérience sur les marchés et devons en tirer les leçons nécessaires. De toute évidence, 2000-2003 a été un énorme marché baissier (bien qu'il ait été concentré principalement sur deux secteurs, les télécommunications et la technologie) et 2008 a été éprouvant pour les nerfs (la crise financière la plus brutale depuis 1929, après tout). La crise de la dette souveraine européenne de 2011-2014, la crise du ralentissement chinois de 2015-2016 et la récession technologique de fin 2018 ont également été assez violentes. Il est aussi évident que les six derniers mois ont vraiment été brutaux, tant en termes de vitesse que d'amplitude de la correction.

Nos investissements en actions ont un peu plus souffert que les marchés en général, depuis le début de l'année. Cela ne devrait pas être une surprise car, fidèles à notre stratégie, nous avons préféré ne pas suivre les mouvements de mode à court terme. C'est dans des moments difficiles comme celui-ci qu'il est important d'avoir une véritable philosophie d'investissement, même si cela peut nuire à la performance, à court terme. Ce qui est le plus intéressant pour nous, c'est que la majeure partie de la sous-performance est survenue avant le 24 février, lorsque l'invasion de l'Ukraine par la Russie a commencé. Depuis, nous nous en sortons aussi bien que les marchés.

Si nous avons pivoté vers les actions de substance au début du mois de mars (comme l'ont fait un nombre important de stratégies bancaires et de gestionnaires de fonds), nous nous en serions finalement très mal tirés. En dehors du secteur de l'énergie, tous les investissements de substance (banques, mines, constructeurs automobiles, services publics, etc.) se sont mal ou très mal comportés. A titre d'exemple, Freeport-McMoran, le plus grand producteur de cuivre au monde, est en baisse de plus de 50% par rapport à ses sommets atteints en mars de cette année.

Même le pétrole se négocie actuellement exactement au même niveau qu'au début du mois de mars de cette année, malgré les nombreuses prédictions selon lesquelles il était sur le point d'atteindre 200 USD / baril en peu de temps, compte tenu de la guerre en Ukraine et des sanctions imposées à la Russie.

A quoi devons-nous nous attendre dans les mois à venir ? L'inflation reste plus élevée que prévu, la guerre ne montre aucun signe d'accalmie et on ne sait pas exactement comment, au moins une partie de l'Europe, se chauffera l'hiver prochain. Il semble donc que pas mal de mauvaises nouvelles

subsistent. Beaucoup d'entre elles sont toutefois assimilées par les marchés et il ne faudrait probablement pas grand-chose pour qu'ils se stabilisent et remontent. Alors que nous entamions 2022, nous pensions qu'il s'agirait d'une année de consolidation après d'excellents gains en 2021. Cela pourrait encore être le cas, mais simplement avec beaucoup plus de volatilité que prévu.

Les premiers signes positifs viennent des parties les plus spéculatives du marché qui ont déjà commencé à rebondir, parfois de manière assez impressionnante. Zoom Communications, que nous avons mentionné précédemment en raison de son importante chute, est maintenant en hausse de 25% par rapport à ses plus bas du mois de mai. Le secteur biotech, l'un des plus touchés depuis le début de 2021 (en baisse de 65% du plus haut au plus bas), est en hausse de 35% depuis ses récents creux de la mi-juin.

La situation actuelle est un bon rappel que, en matière d'investissement, vous pouvez choisir le chemin ou la destination, mais pas les deux. En d'autres termes, vous pouvez soit faire du trading, entrer et sortir des positions à court terme et essayer d'anticiper le prochain thème que le marché aimera, soit vous concentrer sur la destination, en investissant, à long terme, dans des entreprises de qualité qui génèrent des flux de trésorerie qui augmentent au fil du temps et sans trop regarder les fluctuations (parfois sauvages) du marché. Comme vous pouvez le deviner, nous privilégions la deuxième option.

Avec nos salutations les meilleures,

Votre équipe FFM Gestion SA