

Outlook 2023

POINT BREAK

Inflation et Désynchronisation

Questionnements et Réponses de 2022	2
Global - Désynchronisation	5
Inflation - Divergences collantes	9
Obligations - Pentificaton, Corrélation & Zombies	13
Actions - Chine & Thématiques soutenues par les États	17
Matières Premières - Inflation et Retour aux basics	21
Devises - Le Roi Dollar n'est pas mort & Hourra Prince Yuan	24
Conclusions – Insights & Positionnements	26



L'année 2022, Pilotage sur Glace...

Depuis 2016, l'effet T.I.N.A. a généré un flux historique de frustrations auprès de tous les types de gestions actives.

Notre Outlook 2022 questionnait l'avènement d'une nouvelle ère. Ce qui était au conditionnel a été transformé à l'affirmatif. La performance de notre GTO en est l'expression (+42% YTD).

La citation de Gramsci n'a jamais été aussi cruelle de vérité : « Le vieux monde se meurt, le nouveau est lent à apparaître, et c'est dans ce clair-obscur que surgissent les monstres. »

Notre approche est différenciante sur deux points :



Les questions auxquelles notre Outlook 2022 avaient tenté de répondre

1 – Le Roi Dollar et son Prince, le Yuan

Positionnement 2022

Dollar fort en raison d'une action puissante de la FED et accroissement de l'utilisation du Yuan.

Fin 2022

Les hausses de taux et le lancement du QT ont renforcé le dollar. Le retard de la BCE et la BOJ ont exacerbé ce mouvement. Le dernier FOMC a confirmé la poursuite d'une politique restrictive.

L'Euro et le Yen ont atteint des plus bas quasi-historiques.

La part du yuan dans la devise de référence du FMI grimpe de 10,92 % à 12,28 % et achats de pétrole saoudien en Yuan est probable.



2 – Impact de l'Inflation et la Pandémie

Positionnement 2022 :

Une inflation sous-estimée par le marché car structurelle (aggravée par l'ESG) et à diffusion lente.

Nous préconisons donc de vendre la TECH US sur tout rebond ainsi que le US 10Y sous 1.44%, et d'éviter les cryptos et le high yield. En revanche, nous recommandons d'investir dans les matières premières.

Nous alertons aussi sur la corrélation négative entre le dollar et les métaux précieux.

Fin 2022

Selon les derniers propos de Powell et Lagarde : l'inflation est « persistante », se transmettant aux salaires et aux services. L'inflation est à deux chiffres en Europe. Le 10Y US va tenter de revenir au-dessus de 4% et le NASDAQ a perdu plus de -30%. Les cours du gaz ont progressés de +50%, le pétrole a fini proche de l'équilibre, tout comme l'or. Bitcoin, -63% YTD.



3 – La Chine peut-elle générer une croissance équilibrée?

Positionnement 2022

Désynchronisation de la PBOC et relance fiscale placent la Chine favorablement . Le secteur immobilier ne sera pas un « Lehman bis ». Le Yuan pourrait baisser mais pas s'écrouler.

Fin 2022

Nous avons clairement sous-estimé l'entêtement des autorités chinoises dans l'application de la politique 0-Covid. Notre « call the bottom » fin avril 2022 n'a pas été remis en question. Rebond de +23% du Hang Seng Immobilier sur le Q4.

L'abandon de la politique 0-Covid a créé des espoirs prématurés d'une réouverture rapide.



4 – Immobilier et Private Equity dans ce contexte ?

Positionnement 2022

Dans un contexte de hausse de taux et postpandémie, nous recommandons d'éviter l'immobilier financier, commercial et de bureaux.

Nous soulignons le caractère diversifiant du Private Equity cependant nous alertons sur les risques de valorisation et de liquidité en raison d'une réduction de son allocation chez certains grands investisseurs.

Fin 2022

Les problématiques de Blackstone (dans son fonds immobilier) et celles de Carlyle ont confirmé notre positionnement.

La hausse des taux hypothécaires a généré des fissures importantes dans l'immobilier (baisse généralisée des secteurs à travers le monde). Le taux d'occupation dans l'immobilier de bureaux n'a jamais recouvert les niveaux de 2019.



Notre GTO résume nos positionnements stratégiques et tactiques



Au 20 décembre 2022. Performances Proforma. Les performances passées ne présagent pas des performances Futures.

Returns Matrix (29/12/2011 - 20/12/2022)

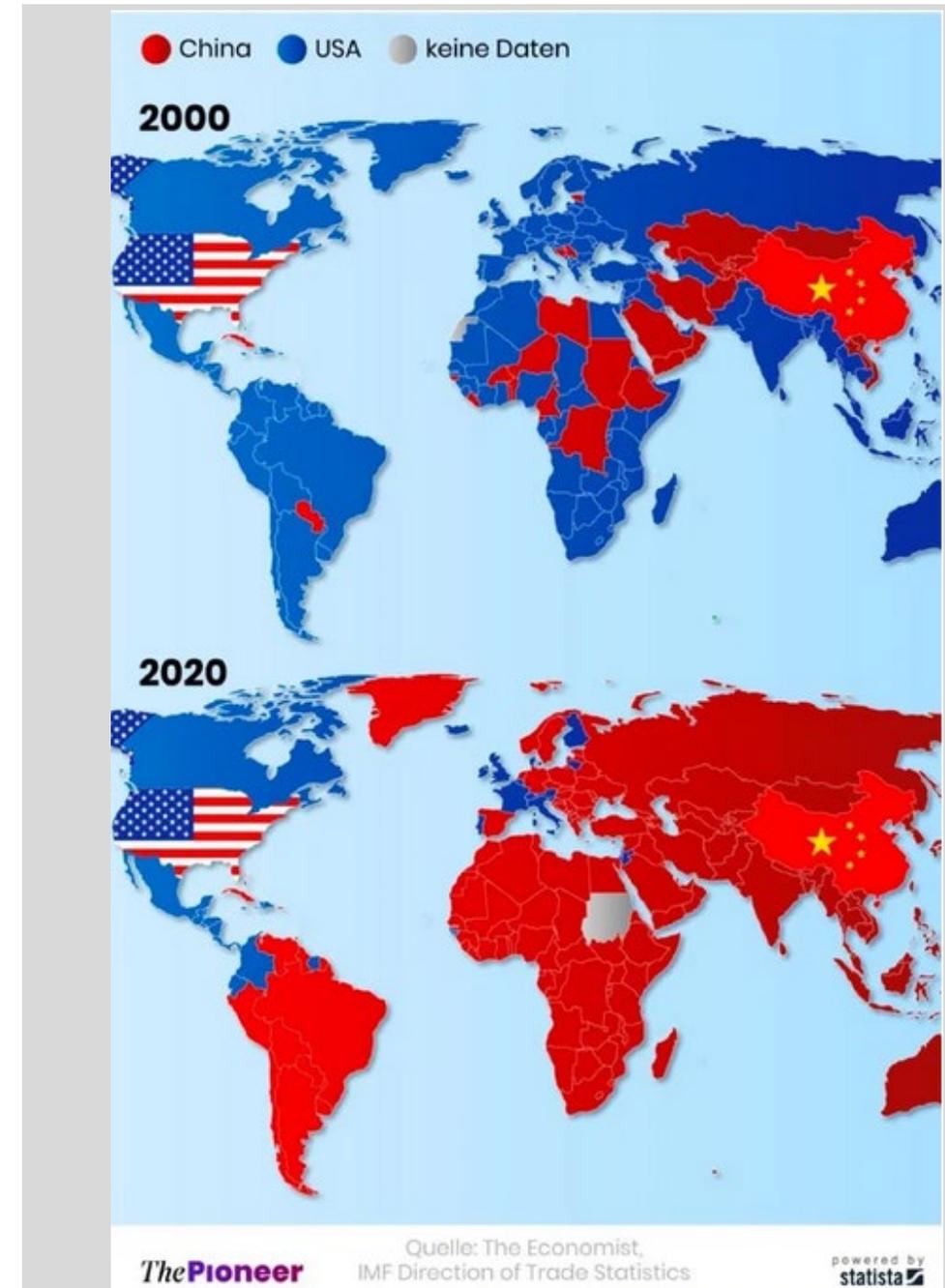
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Total
2011												0.55	0.55
2012	7.16	5.67	-2.08	-1.43	-8.27	3.55	-0.59	2.49	3.44	-0.72	0.90	3.57	13.52
2013	3.80	-2.67	-0.28	2.48	-2.93	-4.77	3.98	-1.77	4.58	4.38	-0.63	0.76	6.53
2014	-2.69	4.60	0.18	0.83	1.34	2.18	-1.51	1.82	-4.70	1.23	1.94	0.22	5.25
2015	-0.61	3.86	0.38	1.38	1.18	-3.06	-0.11	-4.53	-2.36	5.10	-0.54	-1.74	-1.45
2016	2.04	-1.34	2.54	0.15	-1.11	4.18	2.21	-0.75	0.58	-1.84	1.20	0.17	8.13
2017	1.91	1.14	-0.23	0.81	1.91	0.53	0.95	1.39	-0.29	0.28	1.77	1.30	12.07
2018	4.00	-3.02	-0.54	-0.30	-0.13	-0.49	1.11	0.31	0.15	-2.29	0.54	-1.68	-2.48
2019	5.50	1.03	1.44	1.09	-2.16	4.29	0.54	0.17	-0.55	1.45	-0.85	2.52	15.18
2020	0.03	6.96	13.46	0.02	-1.86	2.03	5.79	-0.70	-1.68	2.09	-4.10	4.03	27.89
2021	3.10	-1.91	-3.36	-0.14	-0.11	-2.67	1.15	-1.93	2.99	-3.27	1.26	-1.97	-6.93
2022	6.32	5.41	6.40	5.99	-0.21	7.50	-0.54	2.94	1.89	1.44	-3.35	1.98	41.38

Mondialisation et Guerre Froide

Nous vivons des années de ruptures et 2023 entrera peut être dans l'histoire. La Chine a pris une telle place, que le principe de Thucydide* est à son paroxysme. Si la Guerre en Ukraine se prolonger, nous ne croyons pas à une invasion de Taïwan par la Chine. En revanche, la situation en Iran et en Syrie nous préoccupe beaucoup plus.

Accompagné de l'Inde, la Chine a fait basculer le barycentre géopolitique mondial à l'Est, avec le Moyen-Orient en courroie de transmission entre le nouveau et l'ancien monde. Ceci génère une hausse des tensions géopolitiques digne de la Guerre Froide.

La très belle étude du Board of Governors of the Federal Reserve System (What Happens in China Does Not Stay in China.) démontre que la globalisation n'est pas morte.



*concept de relations internationales qui désigne une situation où une puissance dominante entre en guerre avec une puissance émergente, la première étant poussée par la peur que suscite chez elle cette dernière du fait de sa montée en puissance.

Désynchronisation de la Chine et récession américaine en 2024

La Chine a prit la place des USA en termes d'influence financière, et donc politique.

La Chine se désynchronise des USA sur de nombreux plans :

- Politique monétaire
- Par l'accélération des dépôts de brevets
- Le positionnement dans le cycle de la pandémie de Covid
- La Belt & Road n'a pas d'équivalent en Occident, à moins de considérer la reconstruction de l'Ukraine.

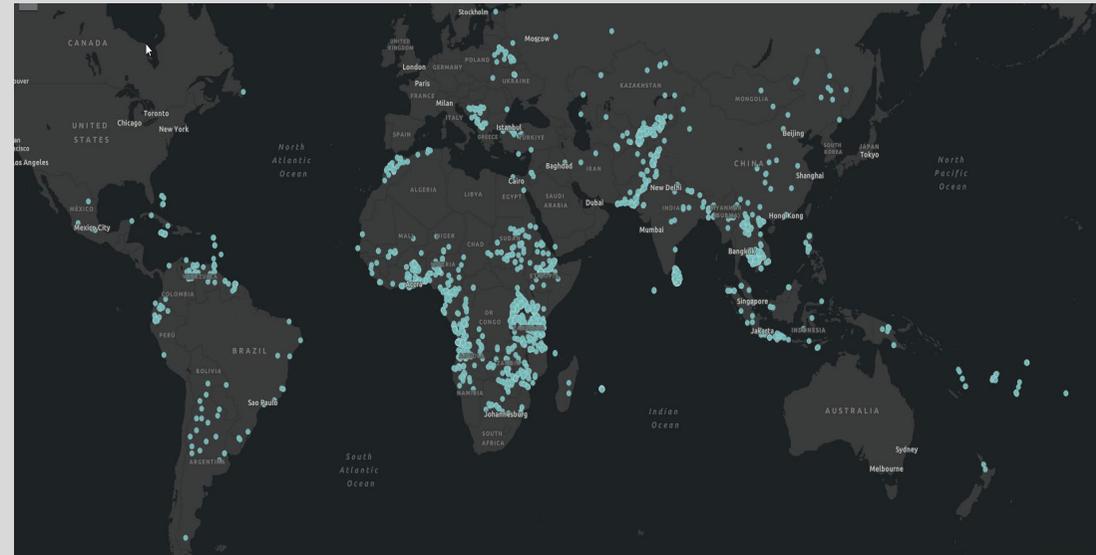
Le marché immobilier Chinois devrait se stabiliser suite aux mesures de soutien annoncées par le gouvernement.

Nous pensons que le régime d'inflation restera élevé, forçant la FED à maintenir (voir accentuer) sa politique monétaire restrictive. En effet, sa diffusion lente s'ajoutera à la fluctuation des effets de base.

Les USA pourraient entrer en récession en 2024. La réouverture de la Chine va tout juste maintenir à flot la croissance du PIB américain. Mais cette réouverture devrait générer un rebond de l'inflation aux USA, poussant la FED à réagir. Ce dernier mouvement provoquera l'entrée en récession des USA.

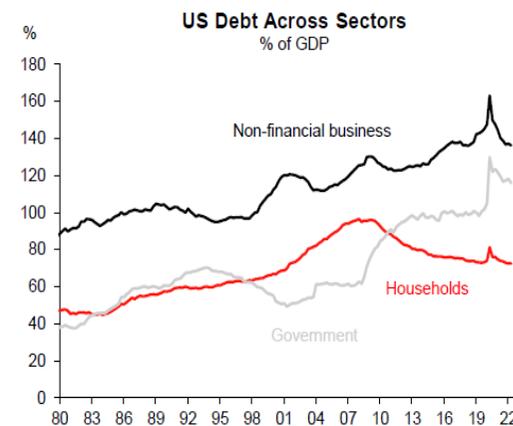
Nous resterons vigilant sur le risque de crédit aux USA, qui agira comme sonnette d'alarme.

Cette carte met en évidence les projets soutenus par des financeurs chinois, notamment des agences gouvernementales et des entreprises publiques.



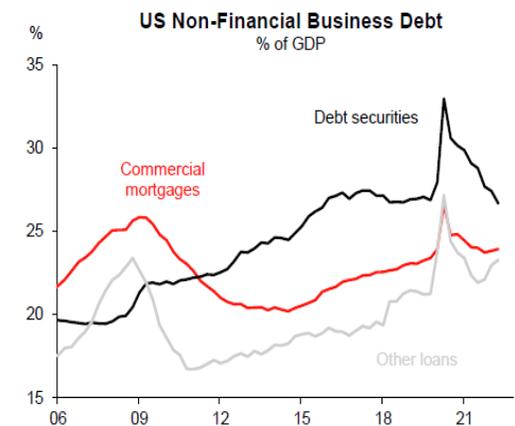
Sources : Reconnecting Asia, d'AIDDATA GeoQuery, de Boston University Global China Dataset et de NYU Shanghai.

Fig 26 After the GFC, household deleveraging has continued while business debt has expanded



Source: Federal Reserve, Macrobond, Macquarie Macro Strategy

Fig 27 The corporate bond market has supported the significant expansion in business debt since 2009



Source: Federal Reserve, Macrobond, Macquarie Macro Strategy

Politique monétaire - Docteur Xiaochuan et Monsieur Powell

La désynchronisation la plus importante est celle des politiques monétaires de la FED et de la PBOC. Cette divergence a débuté début 2022.

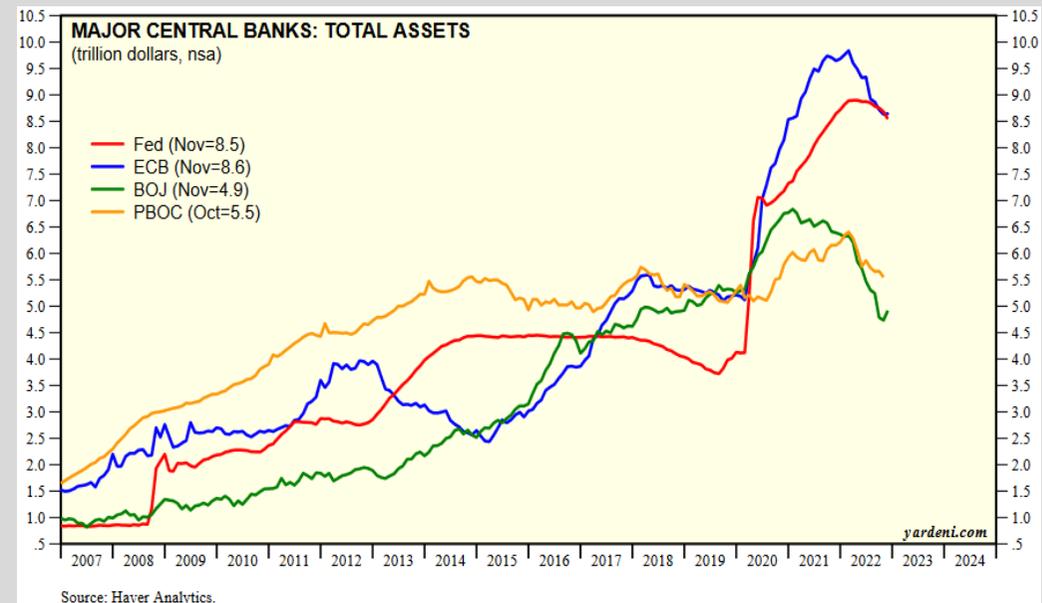
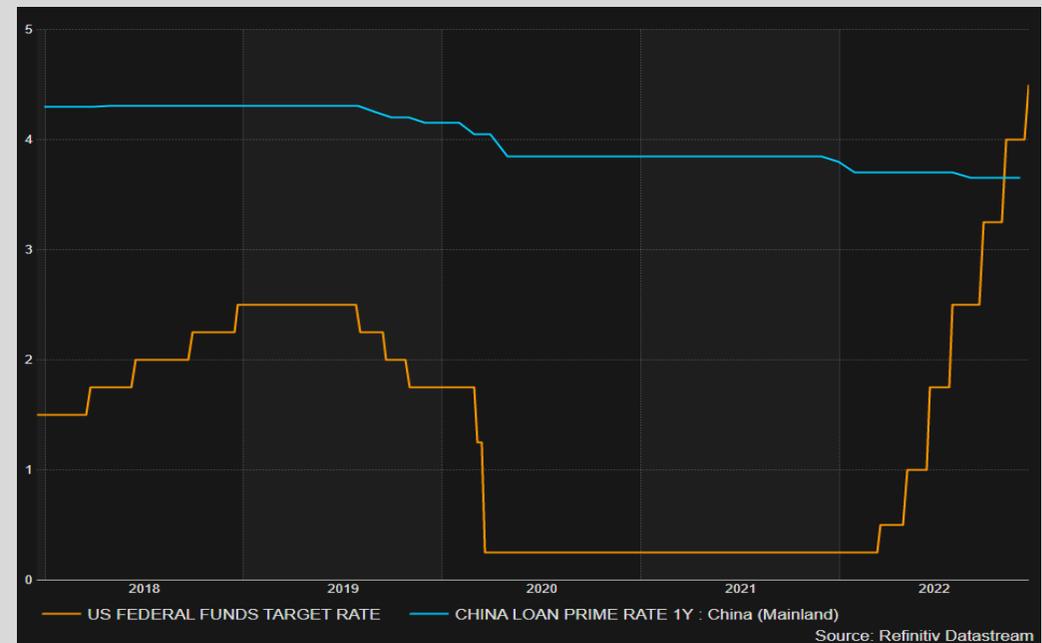
Le « Don't fight the FED » a été oublié par les marchés jusqu'au FOMC de décembre 2022.

Avec un PPI encore négatif et un CPI inférieur à 3%, Xiaochuan pourra être accommodant, voir neutre. En face, Powell n'a pas d'autre choix que d'être agressif.

Une hausse importante du CPI fin 2023 en réaction à la réouverture du pays, pourrait générer un « pivot » de la PBOC. La PBOC a toujours été adepte de la mesure.

La PBOC agit sur le Prime Loan Rate 1Y pour agir sur la consommation et sur le 5Y pour l'immobilier et les investissements. La FED agit sur le taux le plus court et laisse les marchés et l'économie faire le reste...

La PBOC a toujours tenté de maintenir son bilan dans une enveloppe acceptable, contrairement à la BCE et à la FED.



Politique monétaire – Enigmatique QT

Le QT (Quantitative Tightening) est l'inverse du QE, mais les marchés financiers ne semblent pas considérer ses effets potentielles.

La FED est passée en septembre 2022 à 95Mds\$ par mois et la BCE a annoncé 15Mds\$ par mois début 2023.

Le QT a un impact important sur les bilans des banques américaines car il provoque :

- 1) Un ralentissement/baisse des dépôts,
- 2) Des pertes comptables,
- 3) Une dégradation de la qualité des bilans qui force les banques à réduire leurs investissements,
- 4) Une réticence des banques à vouloir faire des opérations de Repo, d'où les perturbations sur le marché du Repo en 2019 qui a atteint +10%.

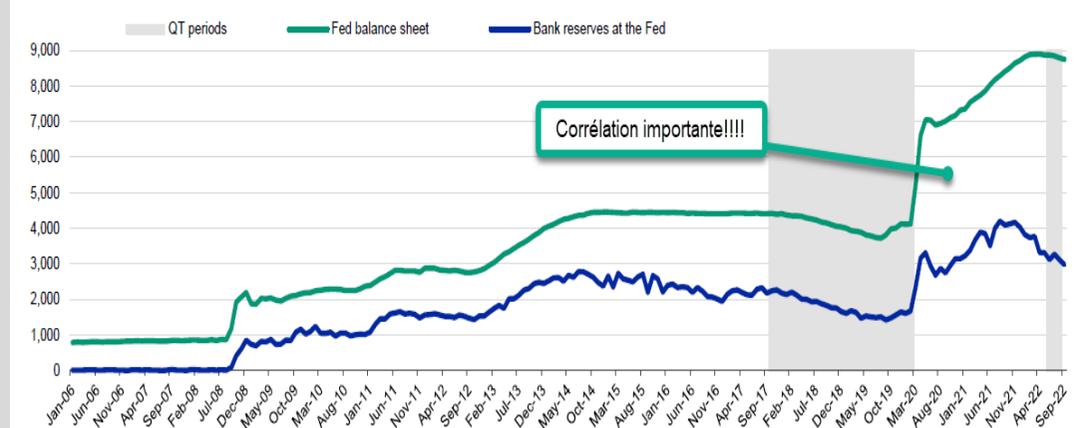
Globalement, le QT va donc drainer la liquidité hors des marchés financiers, mais il va également impacter les bilans des banques.

Par ailleurs, Goldman estime que sans le QE massif, le S&P serait à 1'800pts... Nous estimons qu'en 2023, le S&P pourrait retourner sur 3'000pts.

Exhibit 1

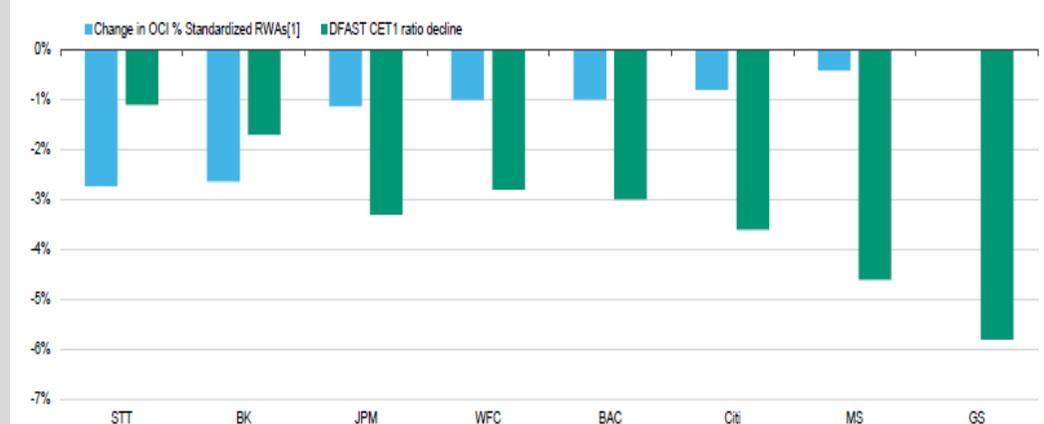
Federal Reserve balance sheet and bank reserves at the Fed balloon into a material factor for banks

Fed balance sheet and bank reserves at the Fed (\$ billions), January 2006 - October 2022



2022 supervisory stress test severely adverse scenario did not envisage meaningful interest rate risk

DFAST projected change in CET1 ratio and YTD change in OCI % standardized RWAs for US G-SIBs

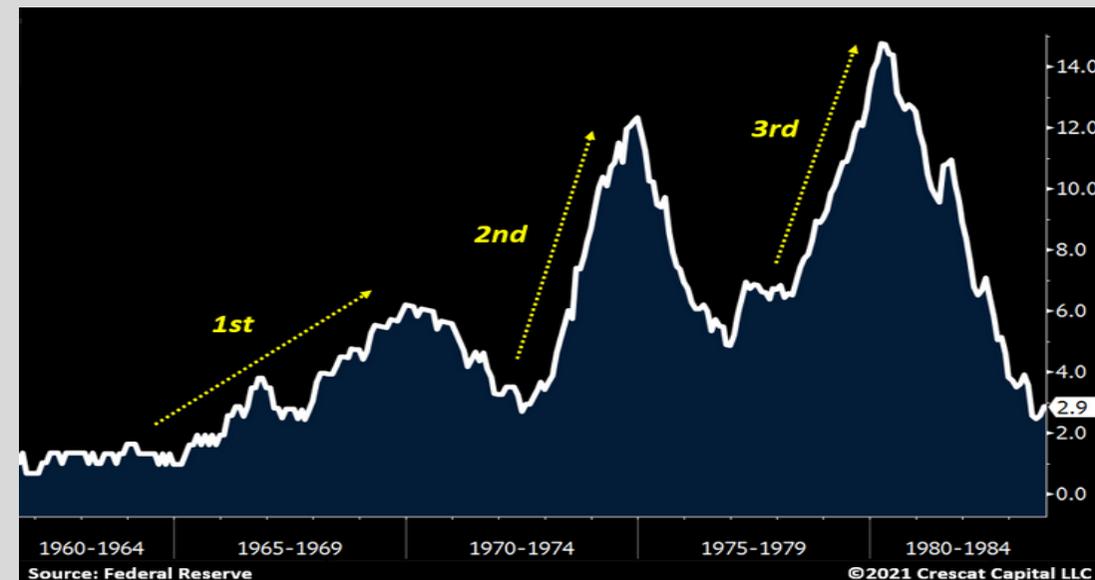
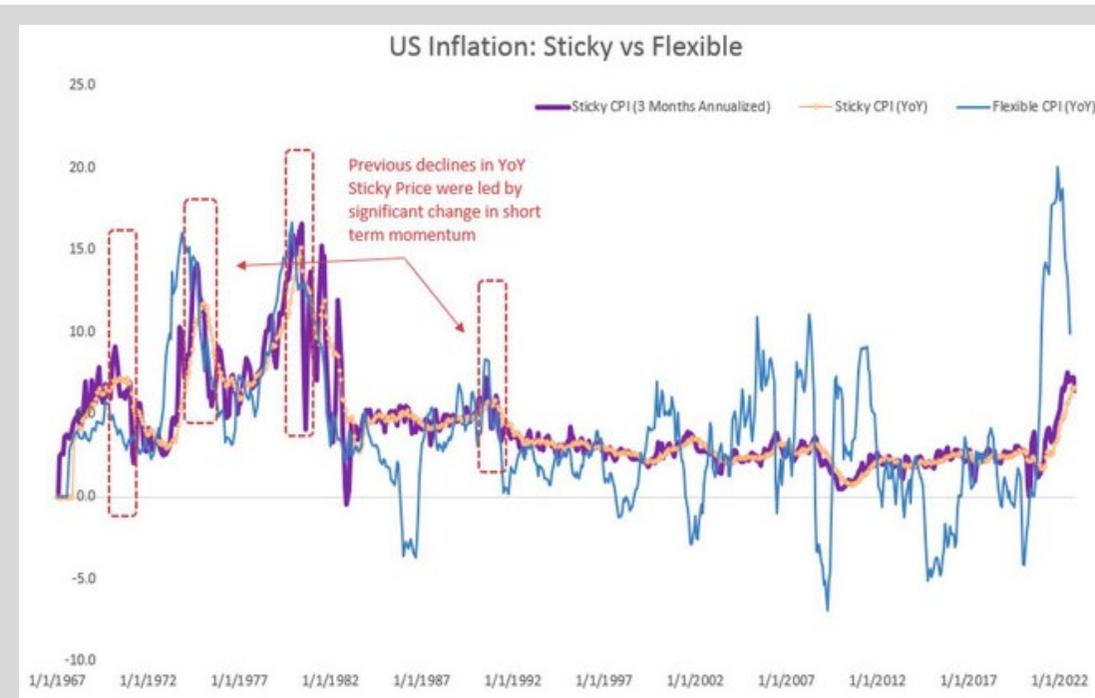


Humaine par nature !

Notre positionnement sur l'inflation n'a pas changé depuis 2021. Elle est structurelle (donc persistante) et son régime de croisière est sous-estimé par les marchés financiers (anticipant une courbe en V inversée).

Sa nature est profondément humaine et sa temporalité n'est pas celle des marchés :

- La problématique de l'offre est toujours présente et les banques centrales n'ont pas d'armes contre cette typologie d'inflation.
- Les tentatives de « reshoring ». Seule la globalisation a un effet déflationniste. Problème de mains d'œuvre.
- La guerre en Ukraine induit des restrictions d'exportations d'engrais et de semences induisant à une baisse des récoltes à venir.
- L'inflation se transmet aux services via les salaires,
- La réouverture de la Chine déclencherà une seconde vague d'inflation. Mais la FED ne veut pas revivre les trois vagues d'inflation des années 70. L'inflation américaine a « bénéficié » des effets de la politique sanitaire chinoise.
- Sa vitesse de dissémination n'est pas linéaire.
- La pression écologiste a détourné des milliards des secteurs essentiels à l'approvisionnement en matières premières de bases.



Divergences et PPI Chinois

Trois divergences sont importantes :

1. Le PPI américain est supérieur au CPI. Ceci va peser sur les marges des sociétés, ou un jour être répercuté sur les prix à la consommation, si cette divergence perdure.
2. L'inflation s'est propagée aux services, or ces secteurs représentent 77% du PIB américain. La composante salaire ne peut plus être ignorée. La divergence entre le ralentissement du CPI manufacturier et l'accélération du CPI des services va soutenir le CPI Core.
3. Le CPI global va probablement ralentir en raison des composantes volatiles (prix du pétrole), mais le CPI Core pourrait rester sur un régime supérieur à 6%, renforçant le caractère persistant de l'inflation.

Le PPI Chinois est le CPI du monde, ce qui implique qu'un retour en territoire positif de celui-ci provoquera une pression inflationniste aux USA, surtout si le dollar « oublie » de se renforcer...

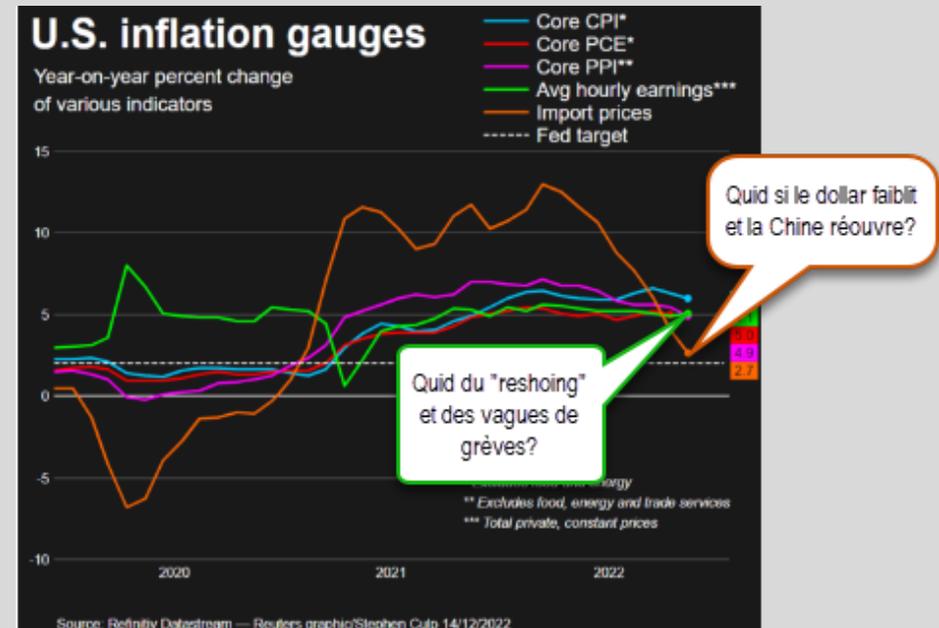
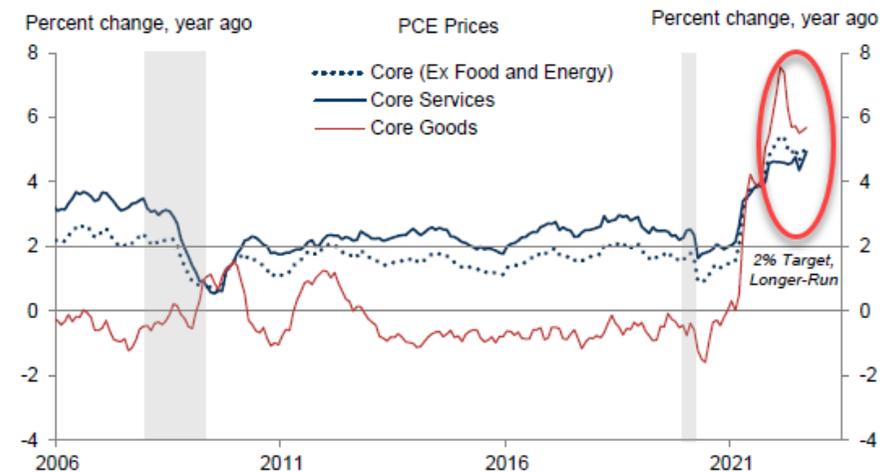


Exhibit 1: The Driver of High Inflation Has Shifted from Supply Constraints in the Goods Sector to Overheating in the Labor Market and Services Sector



Les effets de la réouverture de la Chine

La politique sanitaire chinoise a gelé plus de 40% du PIB durant des mois, faisant plonger le PPI et le décorrélant du CPI américain.

Les deux données vont se recorréler après le Q1 2023, ce qui posera un problème à la FED durant l'été 2023.

Les marchés surestiment la rapidité de réouverture de la Chine et sous-estiment la poussée inflationniste que sa réouverture effective générera durant l'année 2023.

En supposant que la Chine soit totalement ouverte d'ici à la mi-2023, Bloomberg Economics estime que les prix de l'énergie augmenteront de 20% et que l'indice des prix à la consommation américain, qui, selon lui, pourrait tomber à 3.9% en milieu d'année, pourrait bondir à 5.7% en fin l'année.

L'IEA anticipe un besoin de 3.3 millions de b/j supplémentaire pour la Chine lorsque sa réouverture sera complète. Cela représentera 47% de la croissance de la demande énergétique mondiale l'année prochaine.

Le principal effet de la réouverture de la Chine (PIB prévu +4.5%) sera d'éviter une récession à court-terme aux USA. Cependant, le rebond l'inflation occasionnée par cette réouverture forcera la FED à accélérer son QT (durant l'été 2023?), ce qui plongera les USA en récession en 2024.

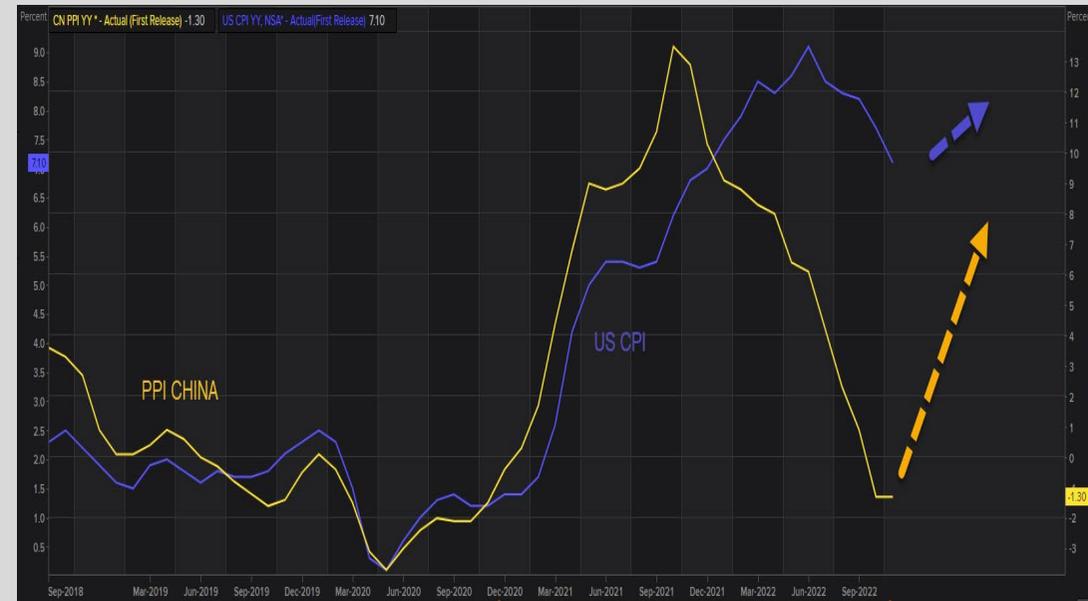
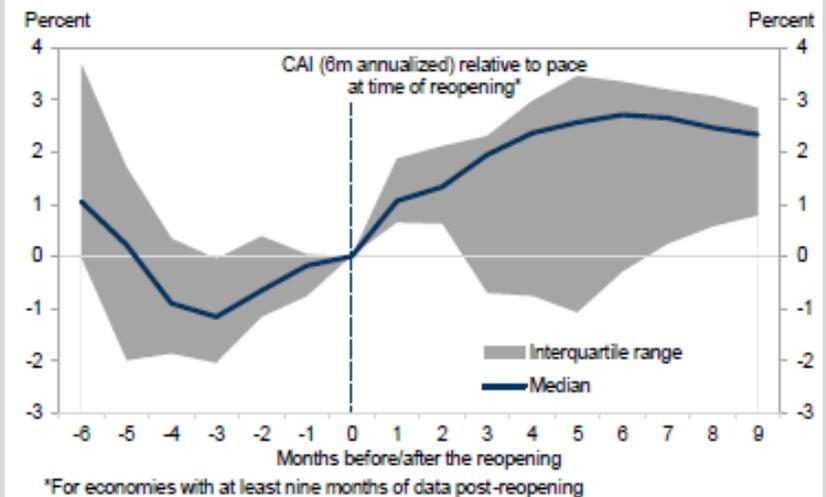


Exhibit 2: Noticeable demand boost normally materializes 1 to 2 quarters post the initial reopening



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Contraintes non résolues dans la chaîne d'approvisionnement énergétique.

La réouverture de la Chine va soulever la problématique des sous-investissements dans l'extraction et le raffinage des matières premières, dont les hydrocarbures.

L'ESG est clairement un facteur inflationniste dans ce contexte. HSBC a annoncé qu'elle allait cesser de financer de nouveaux projets pétroliers et gaziers, suite aux critiques dont elle a fait l'objet pour avoir investi environ 8.7Mds\$ dans de nouveaux projets pétroliers et gaziers en 2021.

La nouvelle politique de la banque en matière de pétrole et de gaz stipule qu'elle ne financera plus aucun champ pétrolier et gazier pour lequel la décision d'investissement a été prise après le 31 décembre 2021.

En quelques trimestres, les fonds ESG ont collecté plus de 1tn\$, alors que l'investissement dans la chaîne d'approvisionnement des hydrocarbures, les investissements sont passés de 900Mds\$ par an en 2014 à moins de 400Mds\$...

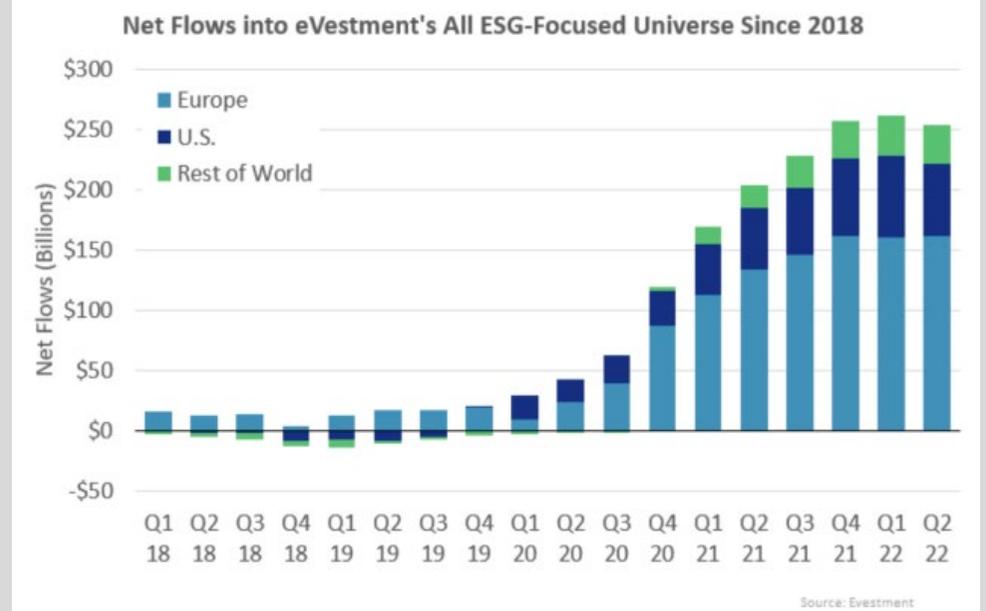
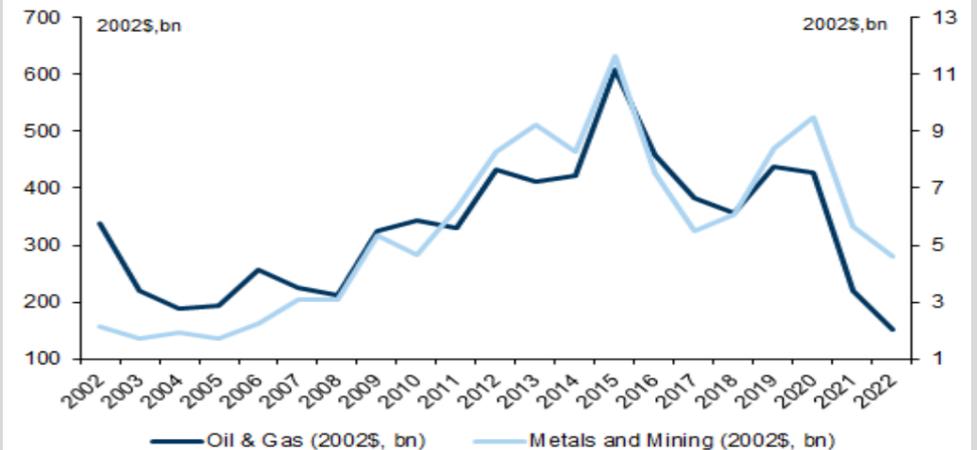


Exhibit 2 : Capex across commodities continued to fall in real terms despite higher prices

Oil & Gas and Metals and Mining (rhs) real capex in 2002 dollars



Source: Baker Hughes, Goldman Sachs Global Investment Research

Du courant continue au courant alternatif

Après des décennies de marchés obligataires haussiers, les obligations ne sont plus aussi calmes et rassurantes pour les allocations d'actifs. Le MOVE Index a clairement changé de régime.

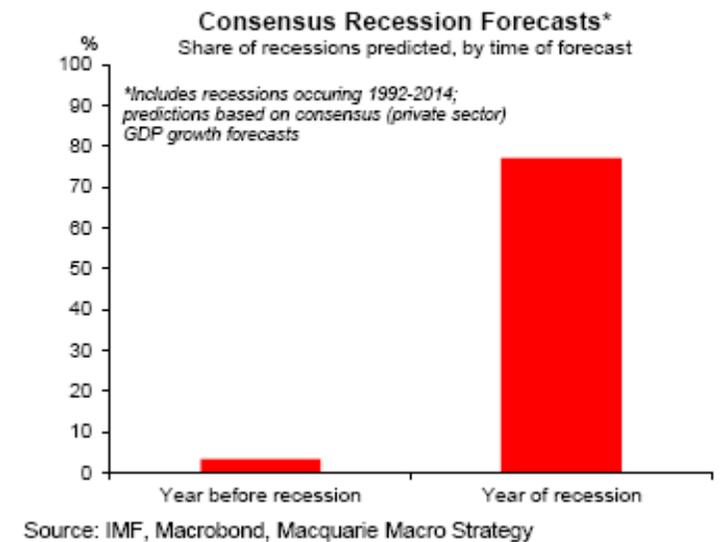
Fin 2022, cependant, les spreads de crédit IG européens et américains se sont resserrés. Les ETF UCITS EUR IG Corporate Bond cotés en Europe ont enregistré un afflux net de 3.5Mds€ en novembre, le deuxième plus grand mois d'afflux de l'histoire...

Les investisseurs vont devoir intégrer le caractère de l'inflation et surtout la politique sans répit de la FED. Les spreads entre états et entre les classes d'actif obligataires ont repris vie. Cette renaissance obligera les investisseurs à intégrer les risques de duration et de signatures dans les mois à venir.

La politique de la FED et les anticipations de récession aux USA seront primordiales pour la pentification de la courbe des taux, mais également pour le crédit et les pays émergents. Pour ces derniers, la trajectoire du dollar sera également à intégrer.

Concernant la récession aux USA, les économistes ont démontré un refus constant dans cet exercice divinatoire. Ceci conforte notre vue pour une récession fin 2023, mais surtout probable en 2024.

Fig 1 Economists have historically been very reluctant to forecasts a recession the following year...



Rupture de pente, pourquoi pas ?

L'inversion de courbe est souvent présentée comme annonciatrice d'une récession.

Mais ces précédents épisodes ne sont jamais présentés alors que la Chine allait rouvrir son économie et où les banques centrales se lançaient dans des QTs.

Plus la récession approchera, plus la pente s'aplatira, puis se pentifiera.

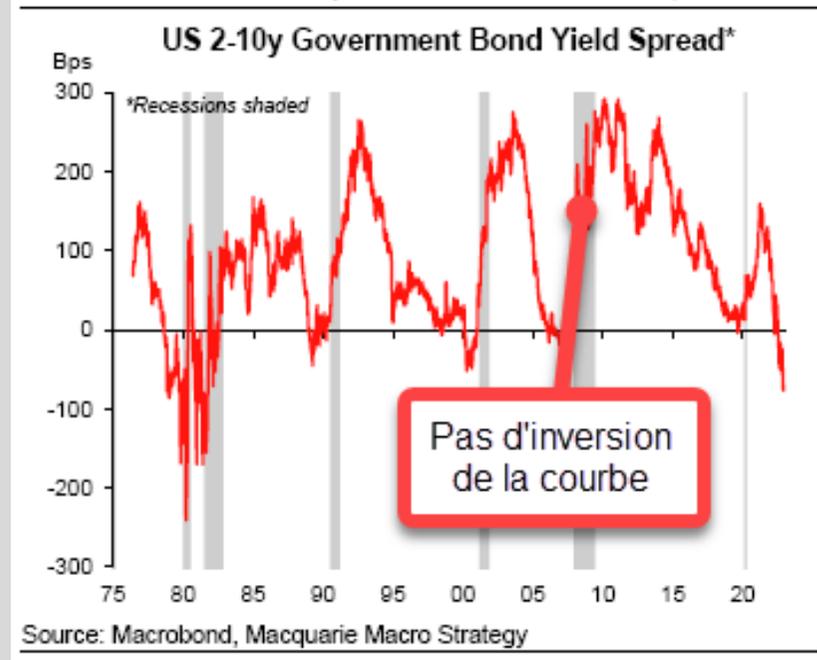
L'effet des QTs sera déterminant. La FED (et la BCE dans une moindre mesure) va se retirer alors que ses plus grands acheteurs étrangers réduisent leurs stocks de Treasuries (TSY).

Pour des raisons géopolitiques, la Chine (second acheteur de TSY) a réduit son stock de 24Mds\$, à 909.6Mds\$, en octobre 2022. C'est le plus bas niveau depuis 2010.

Suite à la « dévaluation » forcée de leurs devises, le Japon (1^{er} acheteur de TSY) et le UK (3^e acheteur mondial) ont réduit fortement leurs expositions, -42Mds\$ pour le Japon en octobre 2022.

Nous restons Short sur les Treasuries, car les marchés n'intègrent pas un choc lié à la réduction de la demande.

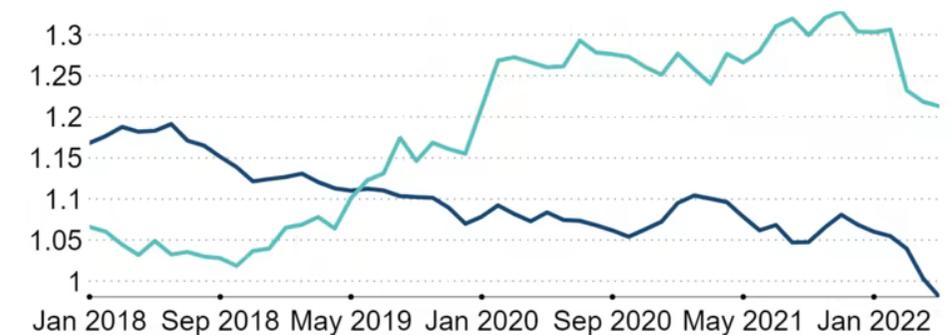
Fig 6 ...with the bond market expecting a 2023 recession (a more reliable recession predictor than economists)



U.S. government debt held by China and Japan

(in trillions of dollars)

■ China ■ Japan

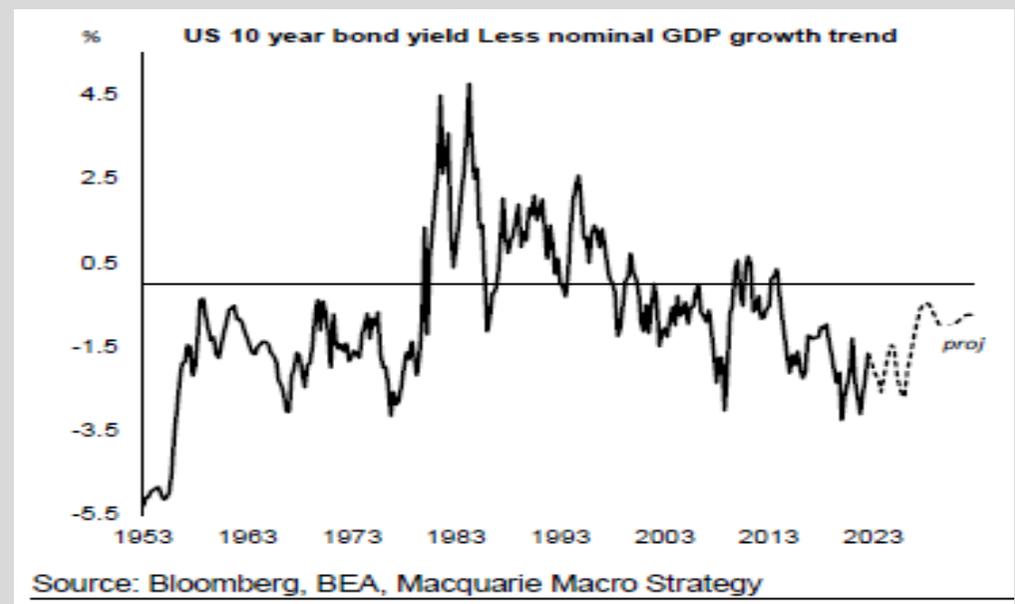


Source: U.S. Treasury Department

Corrélation désagréable

Une autre dimension est à prendre en compte, l'inflation. La corrélation entre le PIB Nominal et le taux du 10YUS est la plus intéressante. Le PIB nominal est le PIB réel auquel l'inflation s'additionne. Comme nous estimons que la récession américaine n'est pas pour 2023 et que l'inflation rebondira en raison de la réouverture de la Chine, le PIB réel américain devrait être supérieur à 5%.

Cette corrélation a une vie intrinsèque et nous sommes sur des niveaux de décorrélations importants. Un simple retour à une corrélation neutre ajoutera une force supplémentaire provoquant une hausse du rendement du 10Y US.



Planète Zombie

Le plus grand risque (et le plus probable) pour les marchés serait une crise de crédit. En effet, avec les variations du spread PPI/CPI, et la hausse des taux à venir (et donc des refinancements), le nombre de sociétés zombies pourrait continuer à grimper.

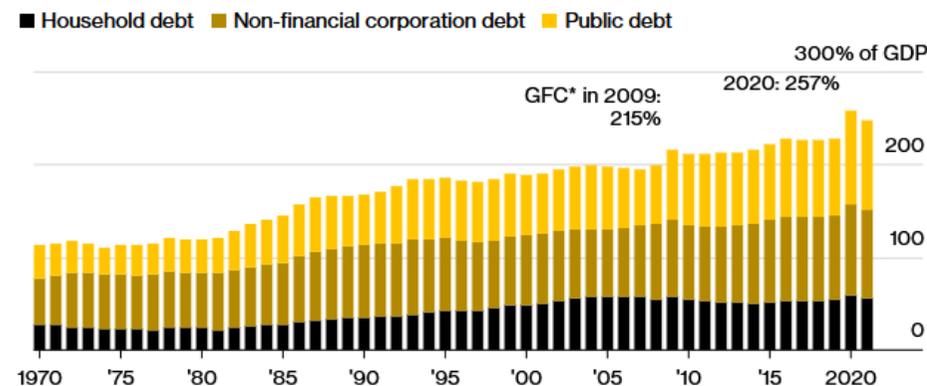
Les particuliers et les pays sont également soumis à la tension des taux et du crédit. Une seule composante économique à travers le monde n'a cessé de progresser : l'endettement.

Globalement, les états et les sociétés ont un endettement supérieur à 2008, contrairement aux particuliers. Seul l'endettement hypothécaire aux USA est supérieur à 2008.

Dans ce contexte, l'augmentation du coût du capital est l'allumette qui mettra le feu aux marchés financiers.

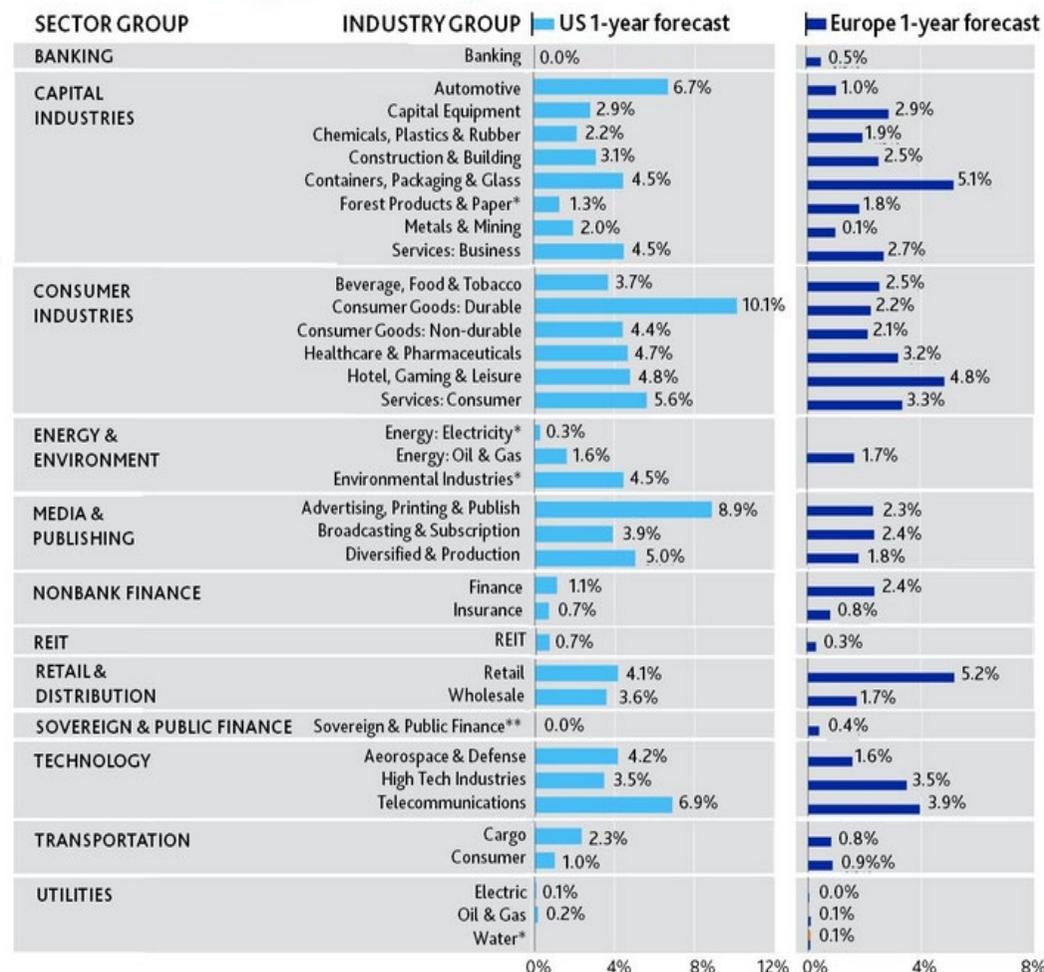
Debt Ratios Retreat From 2020 Record; Still Elevated

Global debt-to-GDP ratios fell in 2021 after record surge in first pandemic year



Source: International Monetary Fund
NOTE: GFC = Global financial crisis

One-year default rate forecasts by industry



*Default rate forecasts are not reported in these sectors in Europe or in the US owing to small sample size (fewer than 10 issuers). The forecasts are issuer-weighted and include both investment-grade and speculative-grade companies. **We consider only the corporate subset of issuers in this industry category.

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates. All rights reserved. Full terms at: moody.com/termsofuse

Quand le cross-asset compte !

Notre approche Cross-asset a déjà souligné que :

- Le QT sera défavorable au secteur bancaire et aux actions en général (cf la corrélation entre la croissance du bilan de la FED et la hausse du S&P500).
- La hausse des taux et l'inflation vont peser sur les valorisations des sociétés.
- La géopolitique restera prépondérante. Le « reshoring » aura un double impact : sur les compressions des marges en raison de l'inflation (y compris celle des salaires) et l'accroissement des pertes comptables tant ces investissements pourraient s'avérer contracycliques.

Pourtant, si les économistes anticipent une récession en 2023, les analystes financiers s'attendent à une croissance de +5% des BPA en 2023... Aucun géant des grandes bourses occidentales n'a publié d'alerte sur ses résultats, ce qui démontre que **le crédit sera un indicateur avancé.**

Fig 24 The upward trend in multiples since the 1980s has been fuelled by a declining 10-year Treasury yield

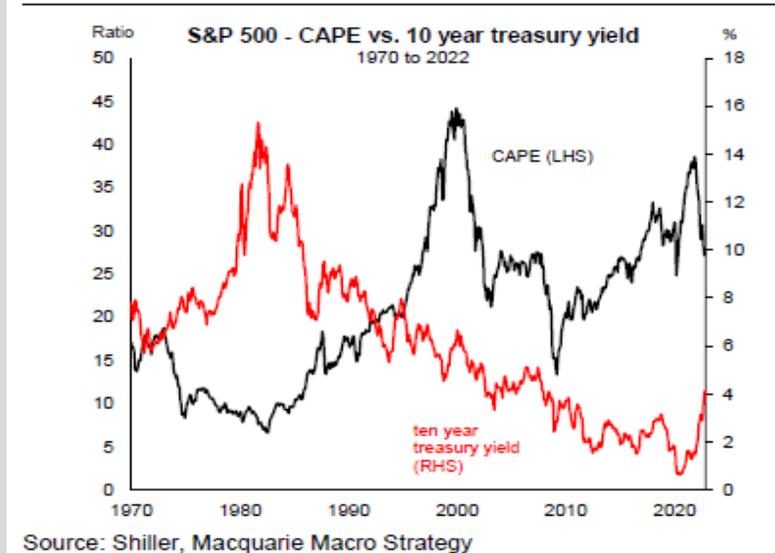
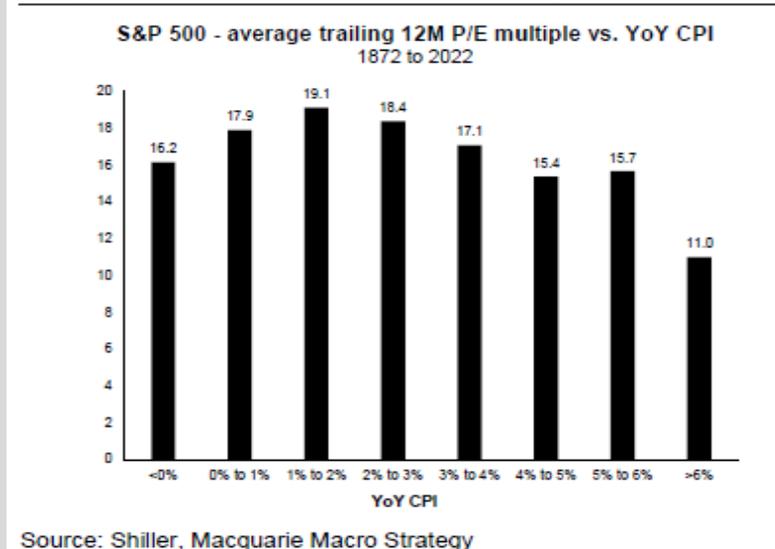


Fig 25 Higher inflation could mean lower equity multiples compared to what has occurred over the past decade



Les effets de la réouverture de la Chine vs les Pays Développés

L'année de décalage de la réouverture post-Covid va permettre à la Chine de profiter d'effets de base exceptionnellement favorables que n'auront pas les USA et l'UE. La croissance des BPAs des valeurs chinoises pourrait être de +8% en 2023.

La crise de l'énergie, la poursuite de la guerre en Ukraine, l'inflation et le QT de la BCE devraient avoir raison de la surperformance des actions européennes de 2022.

La réouverture de la Chine bénéficiera à l'économie locale. Les actions A sont donc à privilégier.

Les pays asiatiques ayant des liens commerciaux étroits avec la Chine sont à intégrer : Malaisie, Indonésie et Thaïlande.

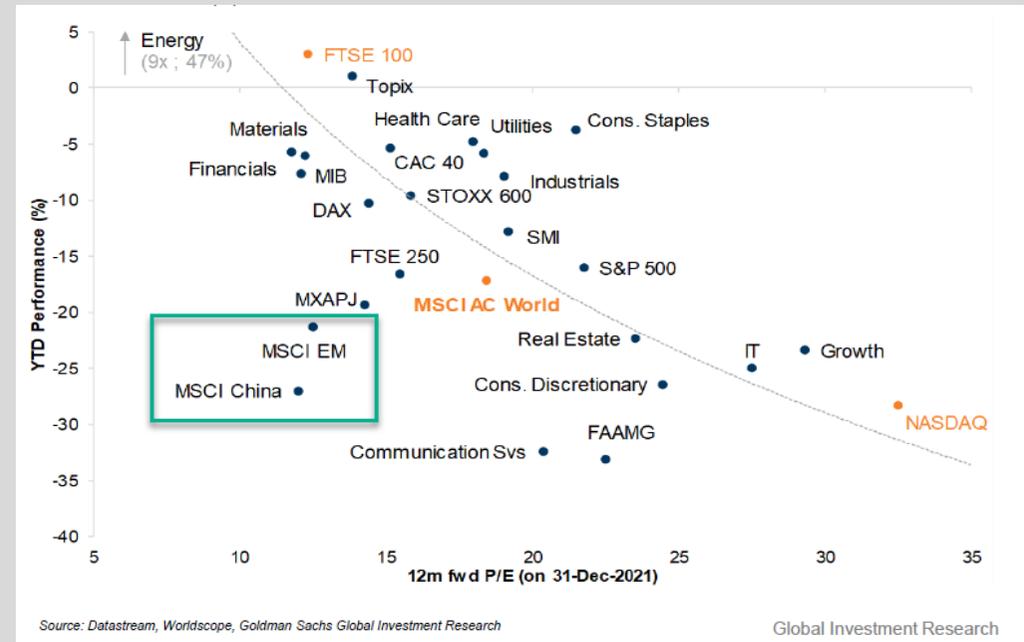
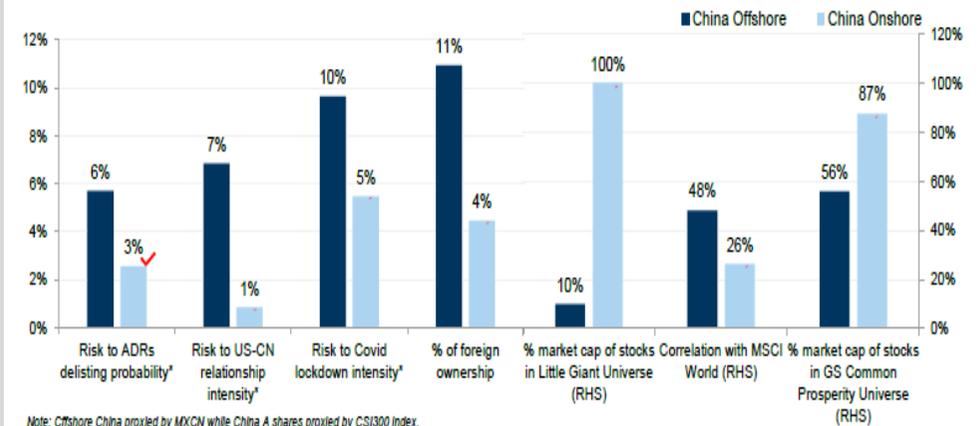


Exhibit 37: Chinese A shares look better positioned than Offshore equities from a macro and policy perspective



Source: Bloomberg, Wind, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Thématiques industrielles et soutenues par les États

Si nous sommes dans un environnement géopolitique et d'investissement proche des années 70, en raison de l'inflation, de la hausse de l'endettement, et des tensions géopolitiques, l'étroite marge de manœuvre des états les obligera à concentrer leurs supports fiscaux, financiers et politiques.

Dans ce contexte, trois thématiques se dégagent, toutes sont industrielles 4.0 (industrie + technologie).



La décarbonation

Les coûts politiques et économiques deviennent trop importants

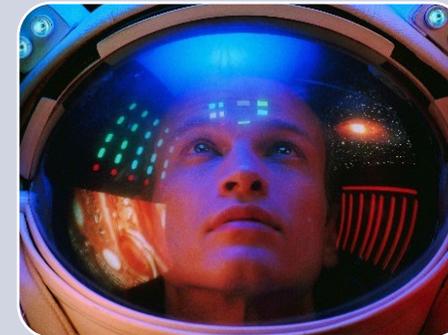
La Chine est le principal vecteur à jouer pour la décarbonation (besoin local et place de leader dans l'économie verte)



L'infrastructure

Investissements indispensables pour les pays émergents

Tient un rôle important dans le processus de décarbonation.



Le spatial

Nouveau territoire de la lutte géopolitique

Générateur de sauts technologiques

Réduction de l'activité minière terrestre

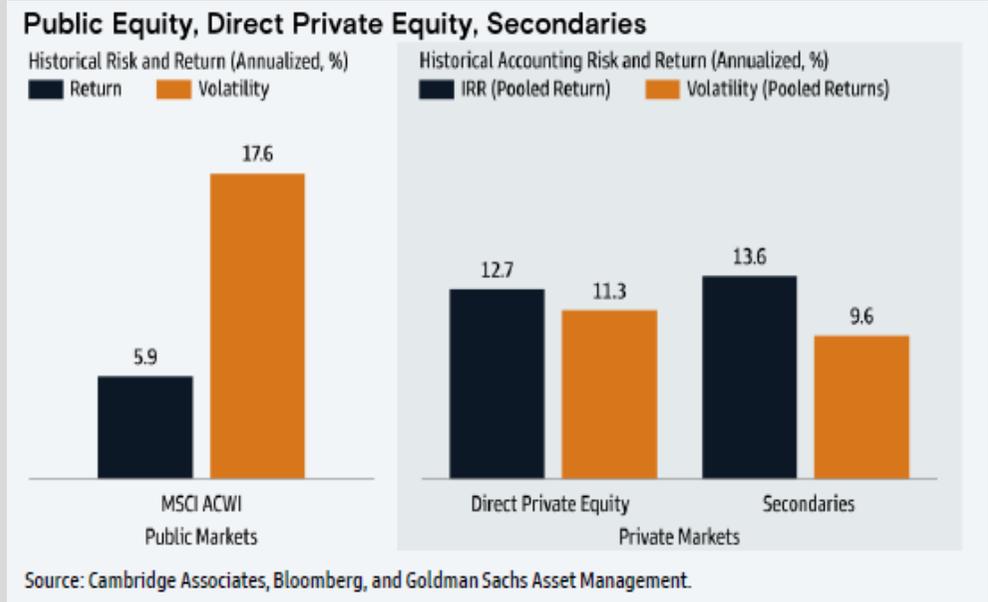
Private Equity, entre diversification et désillusion

Chez GATE, nous sommes en faveur des allocations d'actifs de type « *Endowments* », soit environ 50% d'actifs alternatifs. En clair, il n'y a pas d'alternative à l'alternatif. Les données de Bain Consulting montrent que les investisseurs en Private Equity ont toujours obtenu de meilleurs résultats que les moyennes à long terme dans les années qui ont suivi un ralentissement marqué.

Comme pour les autres classes d'actifs, il faut faire une allocation au sein des divers profils de Private Equity. Les QEs ont facilité les levées de fonds pour les GPs, et certains ont surpayé les actifs. Les commentaires de Bain Consulting sont valables à la sortie d'une récession, si vous considérez les fonds de Buyout, mais dans le contexte actuel les fonds de secondaire sont à privilégier..

Surtout après les annonces ci-dessous :

- Blackstone a mis en garde contre le risque de retard dans le lancement d'un nouveau fonds de capital-investissement destiné aux particuliers fortunés,
- Blackstone a limité les retraits de son fonds d'investissement immobilier de 125Mds\$ à la suite d'une augmentation des demandes de rachat, alors que les investisseurs se bousculent (besoin de liquidité et inquiétude quant à la santé à long terme du marché de l'immobilier commercial). Le groupe n'a approuvé que 43% des demandes de rachat dans son fonds Blackstone Real Estate Income Trust en novembre.
- Carlyle a du mal à réunir les 22Mds\$ qu'il s'était fixé pour ce qu'il espère être son plus grand fonds, alors qu'il est aux prises avec une crise de succession et un ralentissement du marché.



Super-cycle et nouveaux entrants!

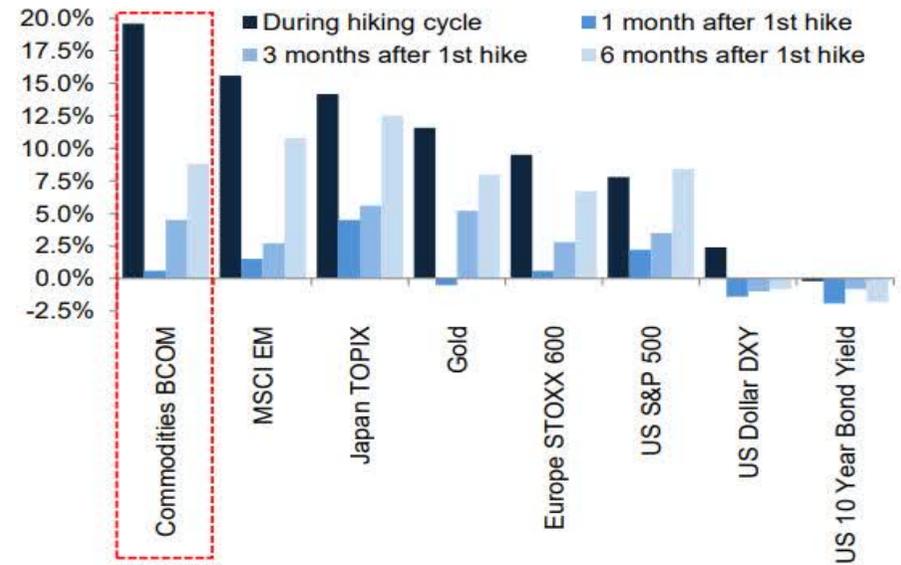
Le super-cycle des matières premières ne fait que débuter. Le pétrole et le gaz auront un parcours volatile, mais les matières premières ont toujours surperformé durant les cycles de hausses de taux.

Avec l'avènement de l'ESG, nous regardons deux nouveaux entrants. L'un est considéré par défaut : l'Uranium. Environ 60 réacteurs sont actuellement en cours de construction dans 15 pays, notamment en Chine, en Inde et en Russie.

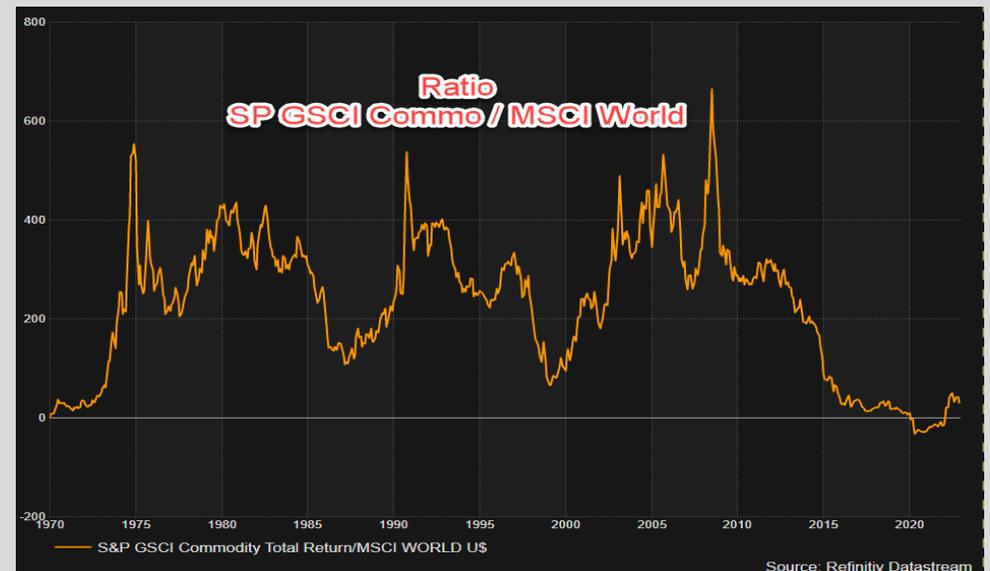
La nouvelle matière première que nous pourrions intégrer dans notre GTO est le carbone via des ETFs, investissant dans les échanges de droits d'émission.

COMMODITIES OUTPERFORM ALL MAJOR ASSET CLASSES DURING THE 9 FED HIKE SINCE 1972

TOTAL RETURNS BY EXAMINING THE 9 FED HIKING CYCLES SINCE 1972



Source: Bloomberg, MUFG Research



Les effets mirages de l'inflation

Les investisseurs prêtent souvent aux matières premières un rôle protecteur contre l'inflation. Le tableau ci-dessous démontre que la nature des matières premières est importante. Plus les indices de matières premières sont chargés en hydrocarbures plus la corrélation avec l'inflation est forte.

La hausse des cours des matières est souvent génératrice d'inflation et non l'inverse. La problématique actuelle est centrée autour du problème de l'offre et non de la demande.

L'or est souvent présenté comme la protection parfaite, mais selon notre étude, le métal jaune sert d'airbag en cas de stress des marchés, mais pas de protection.

Correlations Between Commodity Price Changes and Measures of Personal Consumption Expenditures Inflation

12-Month percent changes, Jan 1995 to Dec 2019

Commodity price index	Energy weight in index	Personal consumption expenditures inflation measures					Trimmed mean
		Headline (all items)	Durable goods	Nondurable goods	Services	Core	
Bloomberg	36.1	0.79	0.17	0.76	0.60	0.55	0.21
FIBER	8.1	0.58	0.07	0.61	0.35	0.39	-0.15
S&P GSCI	53.9	0.83	0.18	0.87	0.49	0.52	0.17
CRB	0.0	0.59	0.13	0.58	0.40	0.44	0.00
Average correlations		0.70	0.14	0.70	0.46	0.47	0.06

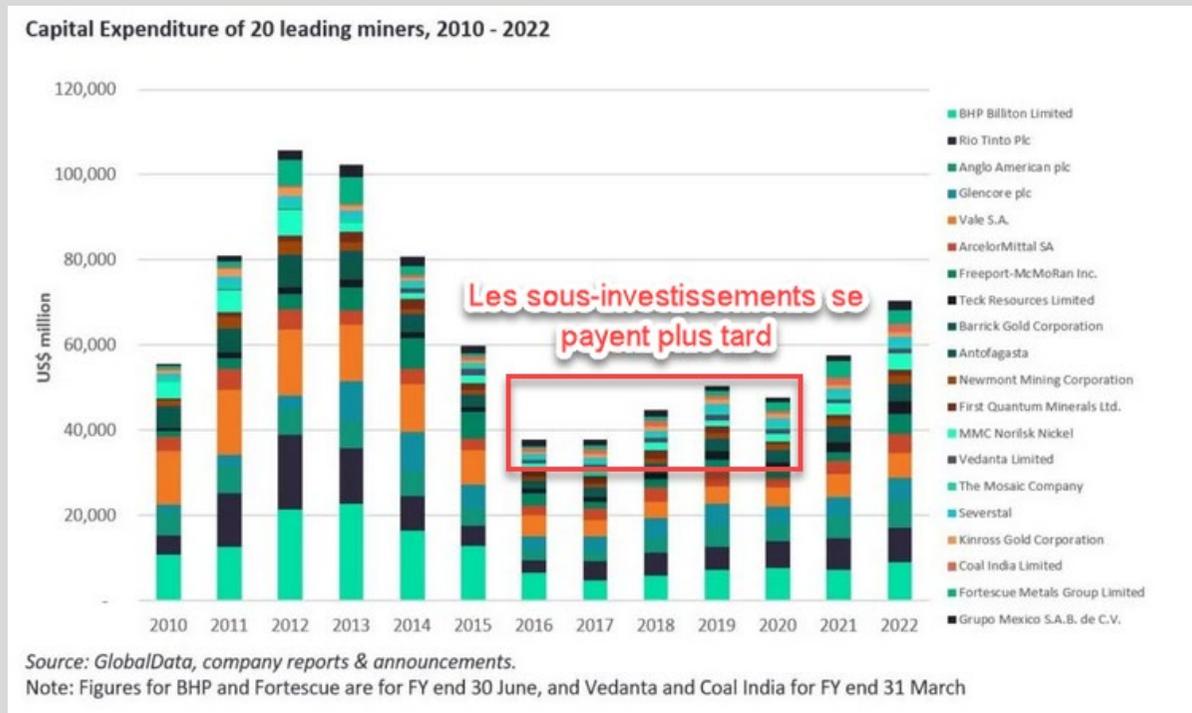
NOTE: See appendix for more details.

Retour aux basiques

Tout tournera autour de la réouverture de la Chine et des investissements en infrastructures. Or l'ESG a mis une pression énorme sur le secteur. Si les CAPEX remontent, il convient de considérer deux choses :

1. Il y a un lag entre les dépenses et les améliorations ou l'extension des capacités de production.
2. Mais le plus important est qu'après avoir augmenté de 20% en 2021, les dépenses d'investissement (CAPEX) des 20 principaux groupes miniers devraient encore augmenter en 2022, pour atteindre 70.4Mds\$, soit une hausse de 22% et le niveau le plus élevé depuis 2014. Les investissements croissants sont consacrés aux efforts de décarbonisation, les entreprises s'efforçant d'atteindre des objectifs à court terme, généralement une réduction d'environ 30% des émissions de gaz à effet de serre d'ici 2030, et leurs objectifs à long terme de zéro net...

Le fait qu'un géant comme la Chine se réveille en 2023, alors que les sous-investissements ont été importants entre 2015 et 2020, fragilise le secteur. Les cours des matières premières de bases pourraient s'apprécier, à moins que l'immobilier américain (par exemple) entre dans une grave récession.



Le roi dollar n'est pas mort & Vive le prince yuan !

Le dollar sera impacté par deux forces contraires en 2023. Les anticipations de récession auront un impact négatif, alors que la poursuite du cycle de hausse des taux de la FED et son QT apporteront un soutien à la devise américaine.

Le dollar devrait être une « force tranquille » l'année prochaine. Si les dernières annonces de la BOJ laissent à penser que la politique monétaire japonaise est proche de l'implosion, le Yen peut se renforcer, mais seulement à court-terme.

L'Euro bénéficiera des hausses de taux et du QT de la BCE, mais les actions de la FED sont, en relatif et en absolue, plus fortes.

En parallèle, la Chine œuvre pour accroître l'adoption du Renminbi. Le 14 mai 2022, le FMI a annoncé qu'il augmentait la pondération du dollar américain et du Renminbi dans ses droits de tirage spéciaux (DTS, actifs de réserve internationaux destinés à compléter les réserves des banques centrales). Le dollar passe à 43.38% et le Renminbi (RMB) à 12.28 %. La prééminence du Renminbi dans les réserves a augmenté à 2.7 % depuis 2016, date à laquelle il a été inclus dans le panier de DTS et représentait 0,8 % à l'époque.

Selon les données de SWIFT, en janvier 2020, le RMB était la sixième devise de règlement, représentant 1.67 % de tous les règlements, mais en janvier 2022, le règlement en RMB avait doublé et était passé à la quatrième place, représentant 3.2 % de tous les règlements, derrière le dollar américain, l'euro et la livre sterling.

La Chine utilise sa force géopolitique et économique pour imposer le Yuan.

- **Géopolitiquement** : la Russie détient plus d'un tiers de ses réserves de changes en Yuan. Tout les pays en froid avec les USA sur le plan diplomatique font de même.
- **Economiquement** : la Chine est devenue le premier prêteur en Afrique et la Belt & Road traversant l'Asie et une partie du continent européen est un vecteur de financement en Yuan.

Le fait que l'Arabie Saoudite envisage d'accepter le règlement du pétrole acheté par la Chine en RMB mettra fin à l'hégémonie des Pérodollars et confirmera l'avènement du RMB comme seconde devise dans les échanges commerciaux. En échange, la Chine va aider les GCC dans leurs transitions énergétiques via des investissements colossaux dans l'économie verte. Cette nouvelle serait à la fois une victoire géopolitique et économique.

Crypto, l'effet contagion?

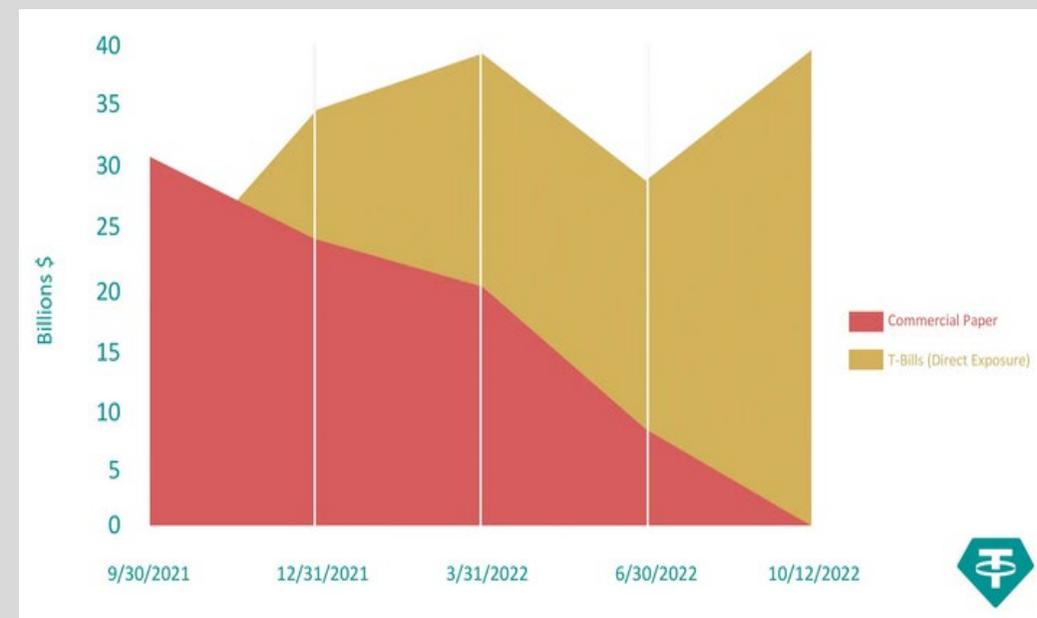
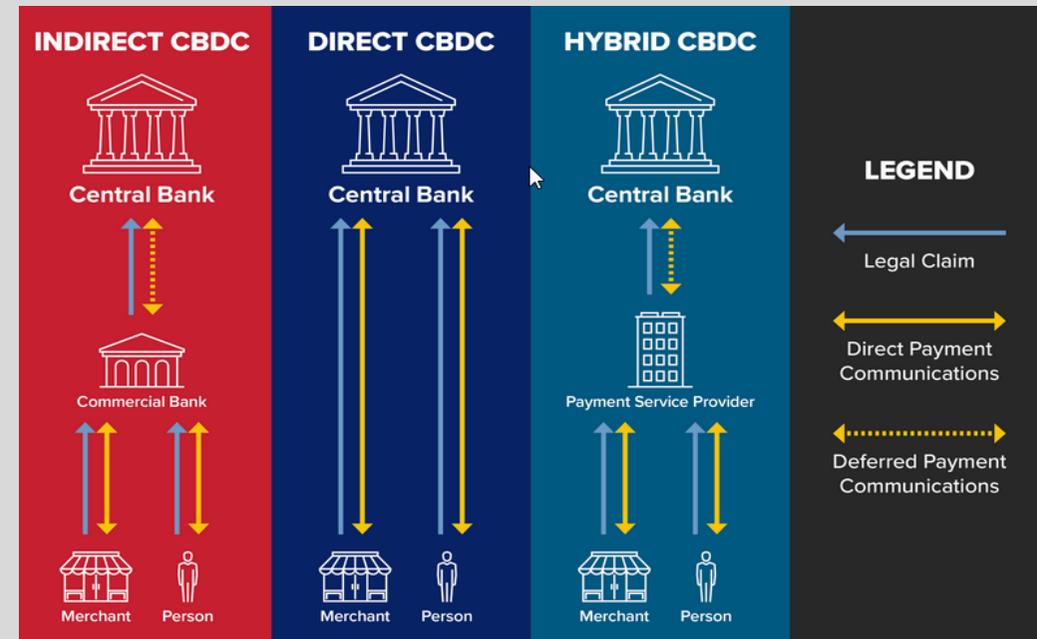
Les déboires de FTX ont jeté un énième doute sur le monde des cryptos. L'avènement des CBDCs (Central Bank Digital Currencies) n'est qu'une question de temps, la Chine étant particulièrement en avance sur le sujet. Les CBDCs auront un impact négatif sur les cryptos ne servant qu'aux transactions financières et sur le secteur bancaire.

Si les crypto ont souvent été considérées comme un actif déconnecté des marchés financiers réguliers, la faillite de FTX va entraîner une vague de fermetures de Hedge Funds et la remise en question de contrat de sponsoring.

Le cas du Tether est encore plus problématique. C'est un stablecoin, une catégorie de cryptoactifs conçue pour toujours valoir une valeur déterminée, généralement 1 dollar. L'USDT est de loin le plus gros stablecoin, avec environ 65Mds\$ en circulation. Son plus proche rival est l'USDC de Circle, avec un encours d'environ 42Mds\$.

L'USDT peut être échangé contre plus de 4'000 autres cryptos sur des bourses centralisées, et peut-être un nombre encore plus grand sur les bourses décentralisées qui n'acceptent pas toujours les dollars ordinaires.

Le problème est que l'USDT est le premier acheteur de Commercial Papers, car il doit conserver plus de 80% des actifs en cash ou en cash-équivalent... La société derrière le Tether ne publie pas d'audit financier... Tether a annoncé avoir remplacé son gisement de Commercial Paper par des bons du Trésor américains...



Insights

Les propos de l'étude de la FED, "What Happens in China Does Not Stay in China", suffisent à résumer notre positionnement :

- « Nos résultats montrent que depuis la crise financière mondiale, la Chine constitue un moteur important du cycle financier mondial. »
- « Nous constatons que les politiques de crédit expansionnistes de la Chine augmentent considérablement le crédit mondial en dehors de la Chine, en raison d'une augmentation du sentiment de risque global. »
- « Nous soutenons que, contrairement aux USA, qui sont un centre financier mondial, les retombées de la Chine sur les marchés financiers mondiaux reflètent son importance en tant que moteur de l'activité économique mondiale. »
- « Plus précisément, nous soutenons que les politiques de crédit expansionnistes en Chine entraînent des augmentations notables des prix des produits de base, de la production mondiale et du PIB en dehors de la Chine, en raison de la hausse de la demande chinoise.

Nos conclusions s'adaptent à la construction de notre GTO, et aux processus de gestion de notre module de protection DRIVE et de nos thématiques macroéconomiques. Il y aura un volet Stratégique et/ou Tactique, les deux caractérisent notre approche tant sur le conseil que pour la gestion.

*"Strategy without tactics is
the slowest route to victory.*

*Tactics without Strategy is
the noise before defeat."*

Sun Tzu



Conclusion

Nos Positionnements

		STRATEGIQUE <i>(6 mois à 1 an)</i>	TACTIQUE <i>(Moins de 6 mois)</i>	
OBLIGATIONS	LONG	Obligations Chinoises	LONG/ NEUTRE	Obligations de pays émergents en devises locales <i>(en cas de faiblesses du Dollar)</i>
		Aplatissement de la courbe US		Breakeven US <i>(été 2023)</i>
	SHORT	Partie longue de la courbe des taux US		
		BTP italien		
ACTIONS	LONG	Indices Chinois en actions A	LONG/ SHORT	Indices US
	SHORT	Indice DAX	LONG/ NEUTRE	Secteur immobilier chinois.
		Valeurs du secteur immobilier US		Indices Malaisie - Indonésie - Thaïlande
				VIX
MATIERES PREMIERES	LONG	Pétrole	LONG/ NEUTRE	Gaz
		Métaux de bases		
		Contrats Carbone		
DEVICES	LONG	Yuan	LONG/ NEUTRE	Dollar
PRIVATE EQUITY	LONG	Fonds secondaires		



None of GATE Publishing LLC (“GATE Publishing”), GATE-IM LLC (“GATE IM”) or GATE Advisory is registered as an investment adviser under the Investment Advisers Act of 1940, as amended (the “Advisers Act”), or the securities laws of any state or other jurisdiction, or in any other regulatory capacity. GATE Advisory is responsible for the opinions and content in Outlook 2023. All opinions expressed by Mr. Lemoisson in or through the document are solely those of Mr. Lemoisson.

The investments and strategies discussed in the Outlook 2023 are impersonalized and do not take into account any reader’s particular investment objectives, financial situation, or needs and are in no way tailored to the specific investment portfolio of any single reader.

The information in the Outlook 2023 is based on data currently available to Mr. Lemoisson, as well as various expectations, estimates, projections, opinions, and beliefs with respect to future developments, and is subject to change. Neither Mr. Lemoisson, GATE Advisory, nor any other person or entity undertakes or otherwise assumes any obligation to update this information.

The distribution and/or publication of the outlook 2021 should not be construed by any reader as GATE Advisory’s (i) solicitation to effect or attempt to effect transactions in securities, or (ii) provision of any investment-related advice or services tailored to any individual’s financial situation or investment objective(s). All content is provided for informational purposes only and should not be construed as investment, tax, accounting, or legal advice, as an offer or solicitation of an offer to sell or buy any security, or as an endorsement, recommendation, or sponsorship of any company, security, or fund... In making any investment decision, each subscriber must rely on its own examination of each investment, including the merits and risks involved, and should consult with its investment, legal, tax, accounting, and other advisors and consultants prior to making any investment. Past performance is not a guarantee of future results.

Capital at risk. This content has been prepared for professional investors only. All financial investments involve taking risk which means investors may not get back the amount initially invested