

« Il n'est pas de vent favorable pour celui qui ne sait pas où il va. »

Sénèque - Philosophe de l'école stoïcienne, dramaturge et homme d'Etat romain (vers 4 avant J.-C. - 65 après J.-C.)

► Décidément, on ne s'ennuie pas !

Charles BOK

Administrateur délégué

Chers lecteurs,

Vous l'aurez constaté, le monde de la finance a connu quelques frayeurs ces derniers jours ! Croyez-moi, on ne s'est pas ennuyés ! Mais quand on aime (son métier), on ne compte pas 😊 ! Que se passe-t-il au juste ? Est-on reparti comme en 2008 ? Je vous rassure tout de suite : le contexte est bien différent.

Cette crise bancaire a démarré avec la faillite de la Silicon Valley Bank (SVB).

Cette banque californienne fondée en 1983 par des anciens cadres de Bank of America était très implantée auprès des sociétés technologiques et particulièrement des « start-ups » !

Elle fournissait notamment des services bancaires à des sociétés nouvellement créées et coordonnait les opérations financières avec des sociétés de Venture Capital locales.

En 2020 et 2021, dans le contexte de la crise du Covid, de nombreuses sociétés high-tech ont tiré leur épingle du jeu grâce à l'accélération sans précédent de la digitalisation de l'économie et ont engrangé de plantureux bénéfices.

Cela a naturellement permis à la banque de voir le montant des dépôts de leurs clients monter en flèche pour atteindre près de 200 milliards de dollars fin 2022.

Tant que les taux d'intérêt à court terme étaient bas ou du moins inférieurs aux taux à long terme, pas de problème (la banque rémunérait les dépôts à des taux inférieurs à ses propres placements), mais la banque avait investi de très gros montants en obligations du Trésor américain (soit la qualité suprême) à +/- long terme.

C'était sans compter sur le mouvement assez violent de hausse des taux initiée par la Fed

(la Federal Reserve) depuis mars 2022 et l'inversion de la courbe des taux (les taux à long terme devenant temporairement inférieurs aux taux à court terme).

Lorsque les taux remontent, la valeur de revente des obligations diminue mécaniquement.

Et c'est là tout le problème ! Tant qu'on ne vend pas, on ne perd pas ! Mais lorsque des clients ont retiré d'importantes liquidités de leurs comptes auprès de la SVB, cette dernière n'avait pas d'autre solution que de vendre des obligations à perte pour assurer la liquidité nécessaire aux retraits des clients.

Commence alors un cercle vicieux dont on ne se remet pas : le marché est informé que la SVB est en train de perdre beaucoup d'argent suite à la vente de ses obligations, ce qui pousse les autres clients à eux aussi effectuer des retraits importants.

Ce « bank run » conduit irrémédiablement la banque à la faillite.

Heureusement pour les clients, la Fed a garanti les liquidités des clients pour calmer le jeu et éviter un effet domino sur les marchés.

Surtout qu'au même moment, Signature Bank et Silvergate (une banque spécialisée en cryptomonnaies) avaient, elles aussi, plongé.

Est-ce la loi des séries ou la loi Murphy (thème d'un célèbre tube de notre Angèle nationale) mais quelques jours plus tard, la confédération suisse pousse UBS à racheter dare-dare la banque Credit Suisse, elle aussi victime de retraits massifs de clients inquiets.

La banque avait accumulé des erreurs de gestion ; mais sans le contexte particulièrement tendu, il est probable qu'elle serait parvenue à effacer ses pertes en 2-3 ans.

Les banques sont bien mieux capitalisées qu'elles ne l'étaient en 2008 et mieux surveillées. Elles ne prêtent plus d'argent à des clients insolubles et sans garanties.

Cela n'a pas empêché la chute (momentanée et exagérée) des cours de bourse des principales

Dans ce numéro :

Economies - Marchés -

Stratégie : les tendances | 2

Asset allocation - Indexes | 3

Investment School | 4



banques européennes, plus par contagion du sentiment d'inquiétude que pour des raisons objectives.

Lorsqu'une banque perd la confiance de ses clients et du marché, même pour de mauvaises raisons, il devient très compliqué de lui éviter une issue dramatique.

Le sauvetage de Credit Suisse par UBS et la garantie de la Fed donnée aux clients de SVB ont finalement permis d'éteindre l'incendie et d'éviter une propagation irrationnelle à l'ensemble du secteur bancaire.

Nous pouvons en tirer quelques leçons plutôt rassurantes.

Malgré le début de panique parmi les clients concernés, leurs avoirs bancaires n'ont absolument pas été touchés par cette crise.

Et même si Credit Suisse avait fait faillite sans intervention

des autorités suisses et d'UBS, les portefeuilles titres des clients n'auraient pas été impactés.

Concernant les liquidités, un fonds de garantie assure 100.000 francs suisses par titulaire.

Il suffit de placer le solde, le cas échéant, en Sicavs monétaires pour éviter le moindre risque.

Des actions coordonnées des grandes banques centrales (Etats-Unis, Union Européenne, Suisse, Royaume-Uni, etc) ont rapidement circonscrit le sinistre.

Les bourses ont un peu frémi mais n'ont pas plié.

Donc, non : nous ne sommes pas de retour en 2008, même si on ne s'ennuie pas !

Les regards se portent à nouveau sur le thème central : la maîtrise de l'inflation.

Economies - Marchés - Stratégie: les tendances

Fabien PLANCQ

Senior Wealth Manager

Charles BOK

Administrateur délégué

Malgré les craintes de récession au sein des grandes économies mondiales, l'année 2023 a contre toute attente bien débuté, tant sur les marchés boursiers qu'obligataires. Les bourses européennes ont même mené la danse alors que la guerre continue de faire rage en Ukraine.

Mais en mars, ce rallye haussier s'est interrompu suite aux inquiétudes sur la solidité des banques. En effet, les fortes hausses de taux des grandes banques centrales mondiales depuis un an ont provoqué de sérieux dégâts. L'an dernier, les différentes salves de la Réserve fédérale américaine (Fed) ont fait plonger les actions technologiques et les valeurs immobilières cotées ainsi que provoqué une grave crise des cryptomonnaies qui a abouti à la faillite de la plateforme FTX et plus récemment de Silvergate Bank. En mars, nous apprenions la faillite retentissante de la Silicon Valley Bank. Quelques jours après, ce fut au tour de Credit Suisse, banque renommée fondée il y a 167 ans, d'être victime de la crise de confiance envers les banques, provoquant le rachat forcé par UBS. Les souvenirs de la crise bancaire de 2008 étant toujours bien présents dans les esprits, les investisseurs s'inquiétaient d'une contagion sur tout le secteur bancaire. Fin mars, Deutsche Bank était la nouvelle victime des spéculateurs mais les autorités allemandes ont vite fait de rassurer les marchés sur la solidité de la première banque germanique. Malgré tous ces déboires, il ne fait aucun doute que le secteur bancaire est actuellement dans une situation plus solide qu'en 2008. A l'époque, la crise était systémique. En 2008, on retrouvait des produits toxiques dans quasi

toutes les banques et tout a explosé en même temps. Ce n'est plus le cas maintenant car le problème est circonscrit. Cette nouvelle perte de confiance envers les banques a provoqué un retour des investisseurs vers les sociétés « big tech » qui regorgent de cash. Cette rotation sectorielle inattendue a inversé la tendance baissière dont le secteur technologique avait été victime en 2022 et a poussé le Nasdaq à la hausse.

Outre la nouvelle crise bancaire et la guerre en Ukraine, l'inflation continue d'être un sujet brûlant cette année. Certes, les prix de l'énergie ont fortement baissé. Par exemple, le prix du gaz naturel en Europe est repassé sous le niveau d'avant l'agression russe. Mais l'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation, alcool et tabac) continue à être orientée à la hausse.

Afin de continuer à juguler l'inflation aux Etats-Unis, la Fed a relevé début février et fin mars ses taux directeurs de 0,25% à chaque fois. Le taux des fonds fédéraux atteint désormais 5%, un niveau inédit depuis l'été 2007.

De l'autre côté de l'Atlantique, comme attendu, la Banque centrale européenne (BCE) a augmenté ses taux d'intérêt directeurs à chaque fois de 0,5% début mars et mi-mars. Ces hausses, identiques à celle de décembre, ont porté les taux européens à 3%, le plus haut niveau depuis 2008.

En général, il faut 12 à 18 mois pour que l'on ressente les effets des resserrements monétaires sur l'économie et l'inflation. Nous nous situons maintenant à 12 mois après la première remontée des taux aux Etats-Unis (mi-mars 2022). Mais certains économistes se demandent si la Fed n'est pas allée trop vite et trop loin dans ses resserrements monétaires. Ceux-ci ont déjà provoqué des remous importants dans le secteur bancaire et pourraient entraîner une récession peu souhaitable.





Globalement, l'économie se porte plutôt bien et le ralentissement tant attendu semble tarder à se concrétiser. Dans ce contexte, nous estimons que les marchés boursiers pourraient conclure une année 2023 de bonne tenue, surtout que l'inflation et la hausse des taux devraient peser sur le marché immobilier physique.

Du côté des devises, le dollar US s'est légèrement replié durant le premier trimestre de l'année. Il clôture le trimestre 2023 sur une baisse de -1,3% par rapport à l'euro. La perte

de confiance envers le secteur bancaire a bien évidemment été bénéfique pour l'or, valeur refuge : le métal jaune monte de près de 8% en 2023. Quant au pétrole, victime du ralentissement économique, il affiche une baisse de -5,7%. Tout comme le gaz, l'or noir se situe dorénavant à un niveau inférieur au niveau atteint avant la guerre russo-ukrainienne.

Clôture de rédaction le 03/04/2023

Asset allocation préconisé pour un investisseur MEDIUM en EUR

Allocation d'actifs		Exposition devises	
Total actions individuelles et fonds actions (immobilier inclus)	40%	EUR	85%
Actions européennes	17%	USD	12%
Actions américaines	20%	Autres	3%
Actions émergentes + Japon	3%		
Obligations et fonds obligataires	32%		
Fonds alternatifs	10%		
Divers (Or et autres matières premières)	5%		
Liquidités et fonds monétaires	13%		
	100 %		100 %

Lignes directrices de notre politique-maison. Pour de multiples raisons, des différences, parfois substantielles, peuvent exister entre plusieurs portefeuilles.
Clôture de rédaction le 03/04/2023.

Indices

BONDS	2023 YTD
Bloomberg Barclays Euro Aggregate Total Return Index	2,09%
Bloomberg Barclays US Aggregate Total Return Index	2,96%
Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return Index	2,15%

EQUITIES	2023 YTD
EURO STOXX 50	13,74%
STOXX Europe 600	7,75%
CAC 40 (Paris)	13,11%
BEL 20 (Brussels)	2,49%
S&P 500 (New York)	7,03%
NASDAQ 100 (New York)	20,49%
NIKKEI 225 (Tokyo)	7,46%

COMMODITIES (IN USD)	Gold	Silver	Oil (WTI)	Bloomberg Agriculture
As at 31/12/22	1.824,02	23,95	80,26	68,82
As at 31/03/23	1.969,28	24,10	75,67	68,03
%	7,96%	0,60%	-5,72%	-1,15%

CURRENCIES	GBP	GBP	CHF	JPY
As at 31/12/22	1,0705	0,88534	0,98956	140,41
As at 31/03/23	1,0839	0,87902	0,99218	144,09
%	-1,25%	0,71%	-0,26%	-2,62%



L'influence de la hausse des taux sur la valorisation des sociétés

Raphaël Vulfs, CFA
Portfolio Manager

Depuis bientôt un an, les banques centrales de nombreux pays ont commencé leur phase de hausse de taux. Leur objectif est clair : lutter contre l'inflation.

Les effets de ces hausses de taux sont nombreux et complexes. Si pour certains actifs, comme les obligations, les conséquences sont prévisibles et suivent une logique quasi mathématique, pour les actions, les effets sont plus difficiles à appréhender.

La problématique peut être étudiée sous différents aspects tels que l'endettement, le pricing power (la capacité d'une société à transférer les coûts additionnels à ses clients) ou l'élasticité (la sensibilité des clients à une hausse du prix des produits d'une société). Cependant, j'ai décidé de me focaliser sur une approche : la valorisation par la méthode des « discounted cash-flows » (flux de trésorerie actualisés).

Cette méthode de valorisation très connue des professionnels consiste à calculer les flux de trésorerie futurs et à les actualiser, c'est-à-dire à les ramener à leurs valeurs actuelles. Pour chaque année, nous prendrons une fraction dont le numérateur est le flux de trésorerie net de l'année en question et dont le dénominateur est $1 + r$ le taux d'intérêt $(1+r)^n$. Ce facteur sera mis à la puissance n (nombre de l'année)

soit $(1+r)^n$. En additionnant chacune des fractions annuelles, nous obtenons la valeur théorique de la société.

Illustrons cela à travers un exemple simple : imaginons l'actualisation d'un flux de €1.000.000 à percevoir dans 3 ans. Si le taux d'intérêt de référence est de 2%, le flux actualisé aura une valeur $1.000.000 / (1+0.02)^3$ soit €942.322. Si le taux d'intérêt passe à 5%, l'actualisation du même flux ne donne plus qu'un montant de €863.838.

Grâce à cette formule, nous pouvons constater qu'au plus un flux de trésorerie est distant dans le futur, au plus il sera impacté par le taux d'intérêt et par une hausse de celui-ci.

Pour le marché des actions, la sagesse populaire nous dit qu'en période de tension sur les marchés, il est avisé d'investir dans des actions dites « valeur » aux dépens de celles dites « croissance ». Cette règle informelle est soutenue par la méthode des discounted cash-flow (flux de trésorerie actualisés) que je viens de vous exposer.

En effet, une action de croissance représente par définition une société dont les revenus futurs sont significativement plus importants que les revenus actuels. L'impact négatif d'une hausse de taux sur la valorisation sera donc plus important pour une société de croissance par rapport à une société dite « valeur ».

Creterra Finance est une société de gestion indépendante agréée et contrôlée par les autorités luxembourgeoises et belges (Commission de Surveillance du Secteur Financier – Banque Nationale de Belgique). N'hésitez pas à consulter notre site www.createrra-finance.com ou à prendre contact avec nos collaborateurs pour une information détaillée (gestion de portefeuille, choix d'une banque dépositaire, planification et structuration de patrimoine). Si vous avez une demande concernant le traitement de vos données personnelles, vous trouverez les formulaires disponibles sur notre site www.createrra-finance.com, onglet « Protection des données ».

Editeur responsable: Creterra Finance S.A. - Réalisation: Drukkerij van Hoeilaart - Rien de cette publication ne peut être copié et/ou publié sans l'autorisation explicite de l'éditeur. Les informations communiquées proviennent de sources fiables et reposent sur des analyses approfondies. Ces informations vous sont communiquées sans garantie ni engagement de la part de l'éditeur.

LUXEMBOURG
Rue d'Arlon 6 - 8399 Windhof
Téléphone +352 45 16 36 1
www.createrra-finance.com

BELGIQUE
Rue du Tabellion 66 - 1050 Bruxelles
Téléphone +32 2 346 26 76

Pour plus de renseignements
creterra@creterra-finance.com



CREATERRA
FINANCE

Une vision globale de la gestion de patrimoine

Member of
IRIS Finance International Group