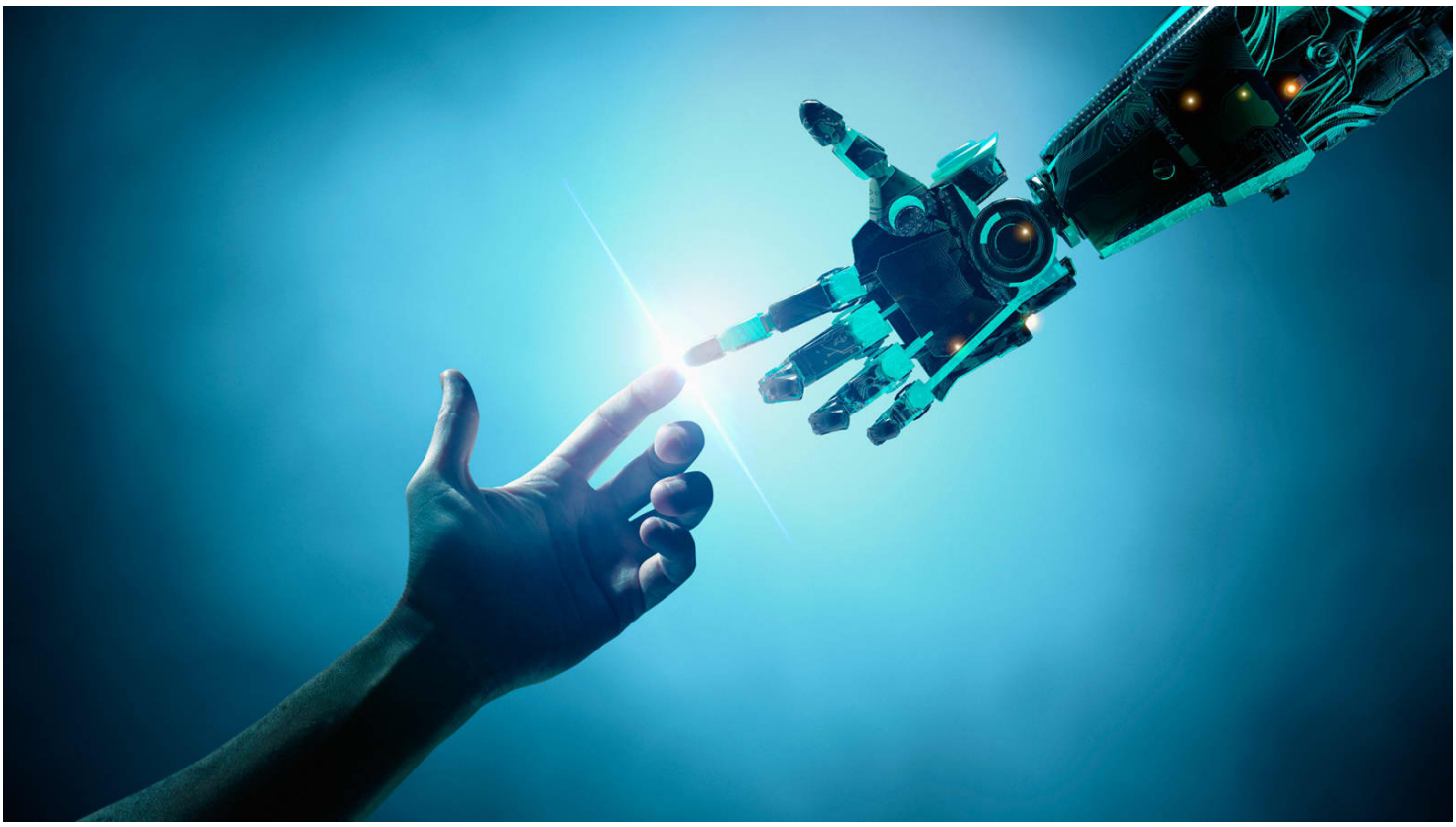
JVR INVEST
GET HIGHER

Avril 2023

Newsletter



JVR INVEST
GET HIGHER

Message du CEO

Si nous avons eu un mois de février inquiétant, en mars, nous avons assisté à la chute historique d'une banque phare de la Suisse depuis longtemps. Une banque avec des pratiques qui se sont révélées douteuses et qui a surtout perdu le capital le plus important : la confiance et la réputation auprès des investisseurs. Une solution de fusion avec UBS qui s'est sortie des problèmes de la crise de 2008, soutenue par une ligne de prêt de la Banque Nationale Suisse au cas où les choses se compliqueraient. Trop grande pour faire faillite avec les conséquences négatives qui se produiraient pour l'économie mondiale. La solution a plu aux marchés et nous avons assisté à un rebond conséquent. La plupart des banques en Suisse qui font la banque traditionnelle de conservation et de gestion d'actifs se trouvent dans une situation hors de tout danger.

La montée des taux a rendu difficile l'activité des ménages et des entreprises. Le combat contre l'inflation implique une diminution de l'activité, et tout le problème réside dans la recherche de l'équilibre pour ne pas entraîner l'économie sur la pente de la récession. Nous attendons les prochaines décisions des autorités monétaires qui seront décisives pour la suite de l'évolution des marchés.

L'augmentation des taux devrait également se refléter dans la rémunération de l'épargne, et nous constatons déjà une réticence des banques espagnoles et françaises à proposer cette augmentation aux clients. Cette attitude coordonnée qui limite la concurrence est un exemple générateur de méfiance que l'on a évoqué avec Crédit Suisse.

En ce qui concerne les cryptos, nous conseillons encore la prudence dans ce secteur.

Nous espérons vous revoir bientôt et partager tous ces sujets avec vous.

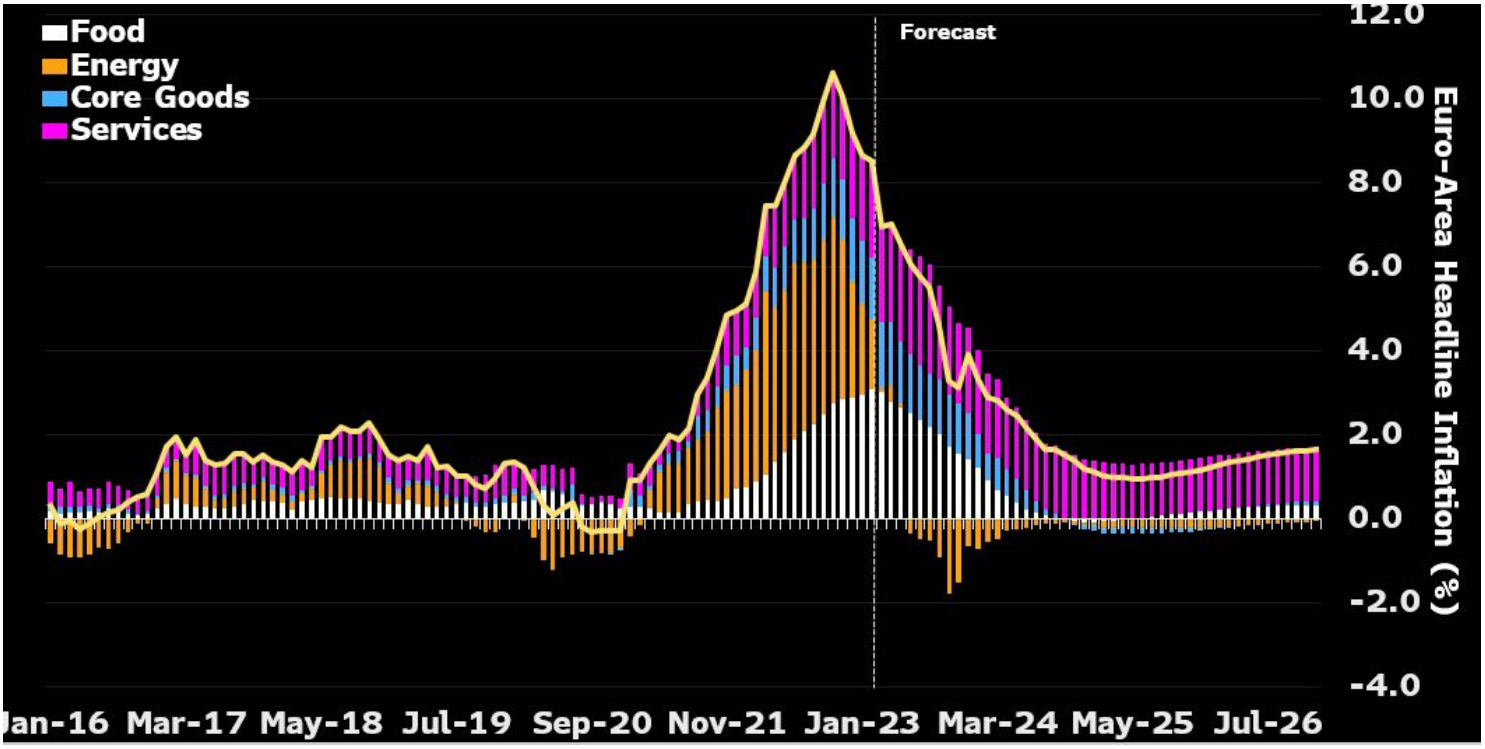
Joaquin Vispe

JVR INVEST
GET HIGHER

I - Point Macroéconomique

En mars, le taux d'inflation sous-jacente dans la zone euro a atteint un niveau record. Cela signifie que les prix ont augmenté pour les biens et services de base, comme le logement, l'éducation et la santé, même en excluant les éléments volatils tels que les coûts de l'énergie et de l'alimentation. Cette hausse de l'inflation sous-jacente est préoccupante pour la Banque centrale européenne (BCE) car elle indique que les entreprises augmentent leurs prix et que les travailleurs demandent des salaires plus élevés pour compenser la perte de pouvoir d'achat.

En même temps, l'inflation globale a connu une chute record à 6,9%, par rapport à 8,5% en février. Cette baisse est due à la diminution de la hausse des prix de l'énergie suite à l'attaque de la Russie contre l'Ukraine. Cependant, la BCE se concentre davantage sur l'inflation sous-jacente, qui est plus stable et reflète mieux les tendances à long terme de l'inflation, plutôt que sur l'inflation globale qui est plus volatile et susceptible de fluctuer en raison de facteurs temporaires.

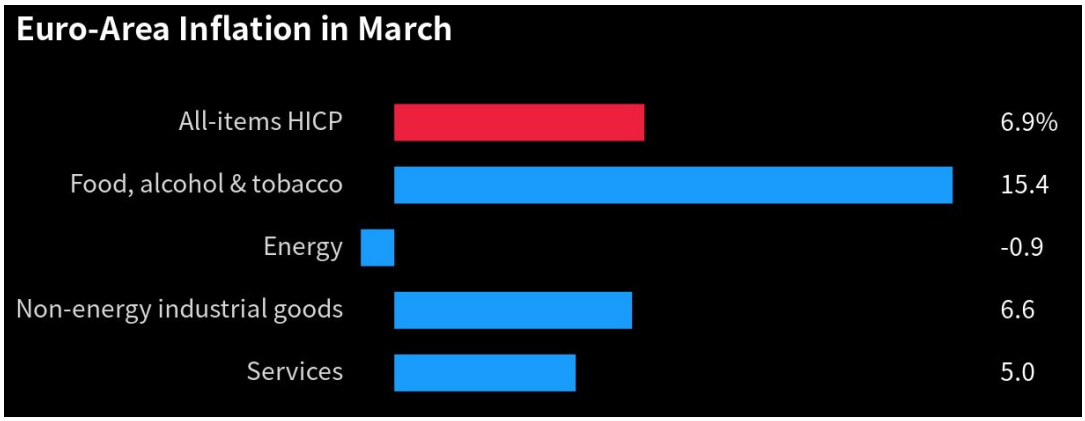


Il y a une différence entre les deux mesures de prix dans les plus grandes économies de la région. En Espagne, la croissance des prix de base est restée presque la même, même si la mesure globale a presque été divisée par deux pour s'établir à seulement 3,1%.

Les marchés monétaires ont réagi à la baisse de l'inflation globale et ont réduit les paris sur une hausse des taux. Les investisseurs prévoient un pic de 3,61% en octobre, contre un pic de 3,71% avant les données de vendredi. Le rendement de deux ans en Allemagne était légèrement plus élevé à 2,73%, après avoir atteint 2,83% plus tôt.

Le mois dernier, la Banque centrale européenne (BCE) a augmenté son taux d'intérêt principal à 3%, mais n'a pas donné d'indication sur la suite, invoquant la turbulence financière. Depuis lors, cependant, plusieurs décideurs politiques ont insisté sur la nécessité de resserrer davantage la politique monétaire, ce qui signifie qu'ils pourraient augmenter les taux d'intérêt à nouveau pour ralentir la croissance des prix et maintenir l'inflation sous contrôle.

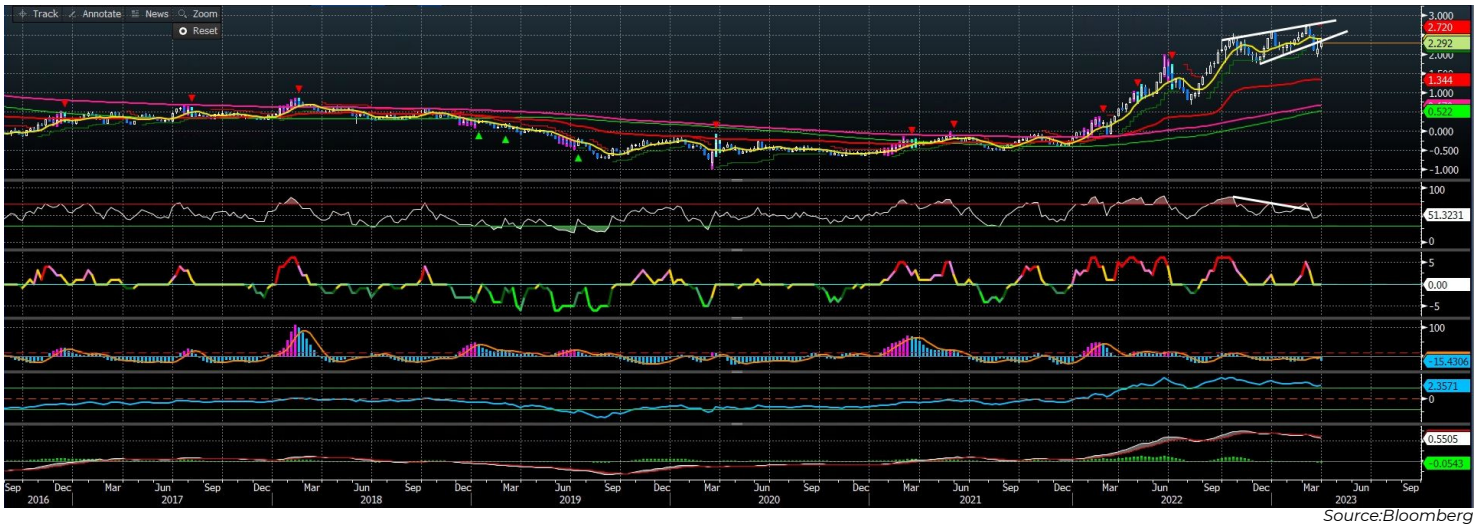
Source:Bloomberg



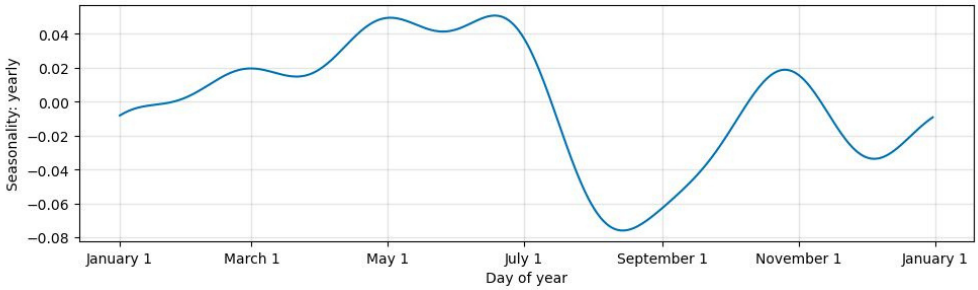
Les conséquences de la crise économique pourraient entraîner des restrictions de crédit, ce qui aurait pour effet de ralentir l'inflation. Cependant, il est difficile de dire dans quelle mesure cela se produira, comme l'a souligné Isabel Schnabel, membre du Conseil exécutif de la BCE. Pour l'instant, les tensions bancaires se sont calmées, et certains décideurs de la BCE demandent une nouvelle augmentation des coûts d'emprunt. Ces appels sont motivés par la résilience de l'économie européenne face à la crise énergétique, comme l'ont montré les enquêtes de S&P Global, qui ont révélé une activité économique plus forte en mars, principalement dans le secteur des services.

II - Crédits

Le taux allemand a matérialisé une sortie par le bas de sa figure en wedge dont nous parlions le mois dernier. Le pull-back actuel est un phénomène classique qui suit ce type de cassure par le bas. La tendance devrait reprendre le chemin de la baisse en direction des 2%. D'un point de vue cyclique nous sommes a contre courant. Mais nous l'étions aussi en janvier ce qui fait que le décalage entre la saisonnalité et le trend actuel est de deux mois environ.



Source:Bloomberg



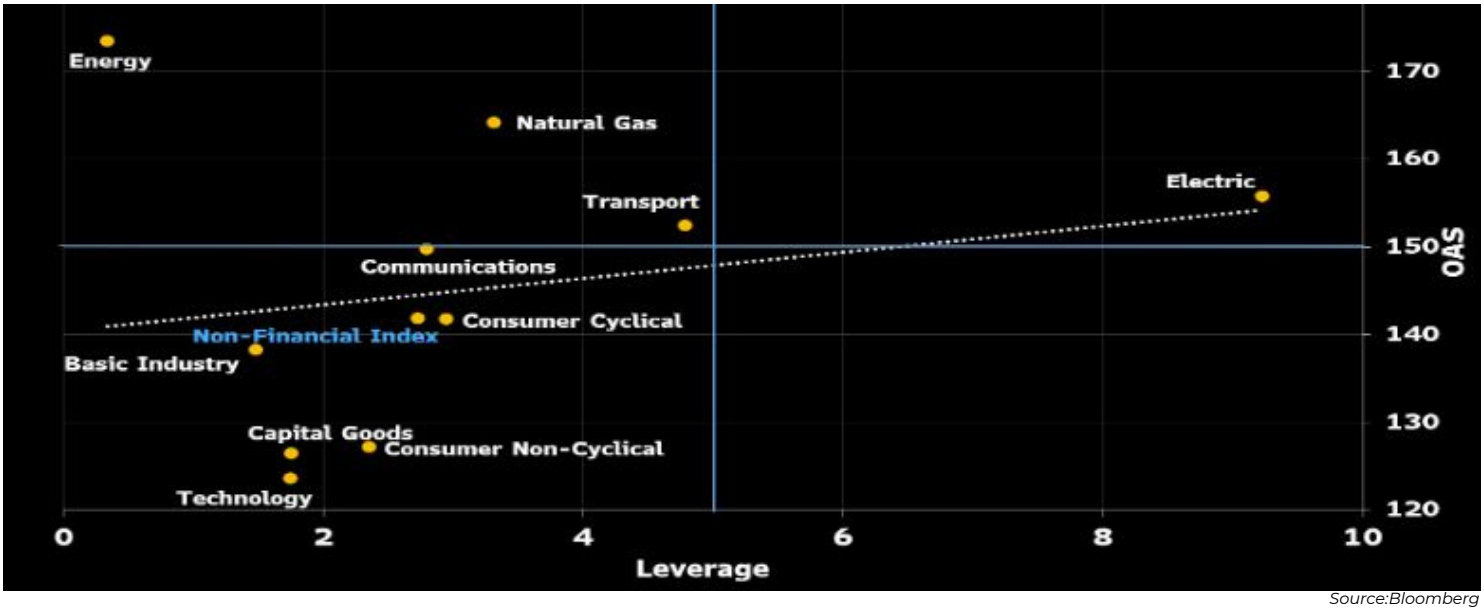
Contrat Bund échéances roulées Hebdomadaire

A l'inverse le contrat est une figure dite en falling wedge qui traduit un bottom au niveau de la tendance de moyen terme. Contrairement au taux 10ans le contrat continue d'évoluer dans sa figure sans avoir réussi pour le moment a s'affranchir de la résistance. On maintien quand même notre objectif à 142 pour mi-mai puis 145 pour début juillet.

La crise bancaire a partiellement calmé les traders swap dont les attentes on baissé de 30bps pratiquement. Leurs attentes de nombre de hausses de taux de la BCE est retombé à 4.

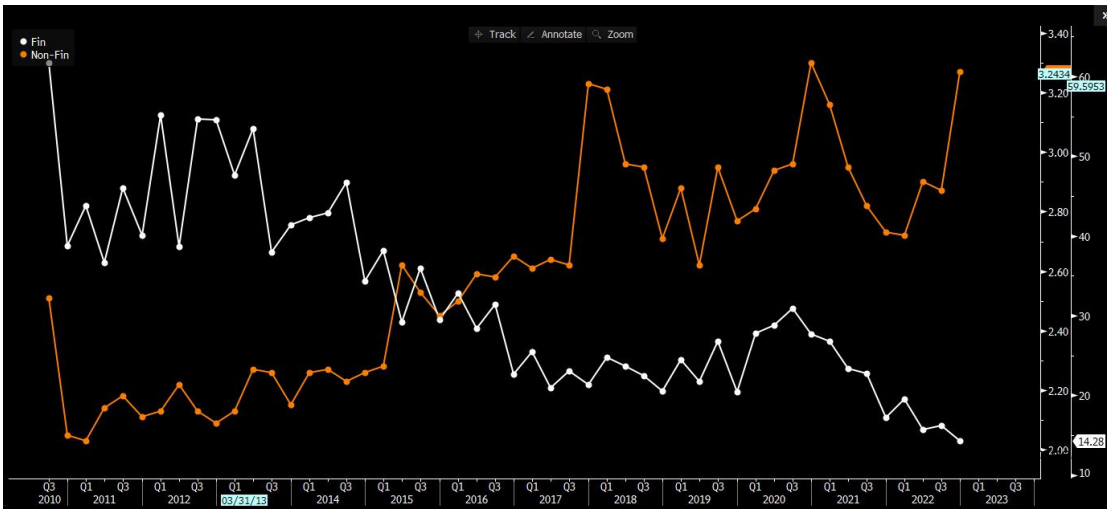
Source: Bloomberg

La zone euro est confrontée à une inflation élevée, une politique monétaire restrictive et une crise bancaire. Les sociétés du compartiment Investment Grade ont des indicateurs de levier et de couverture qui se détériorent, approchant même leur niveau le plus bas depuis le début de la pandémie, et cela continue à se dégrader au quatrième trimestre. Cette situation devrait continuer en raison de l'augmentation importante de l'offre prévue pour ce trimestre. Le niveau de valorisation du secteur Energie est avantageux en termes d'indicateurs, tandis que celles du secteur de la technologie et de la consommation non-cyclique sont très chers.



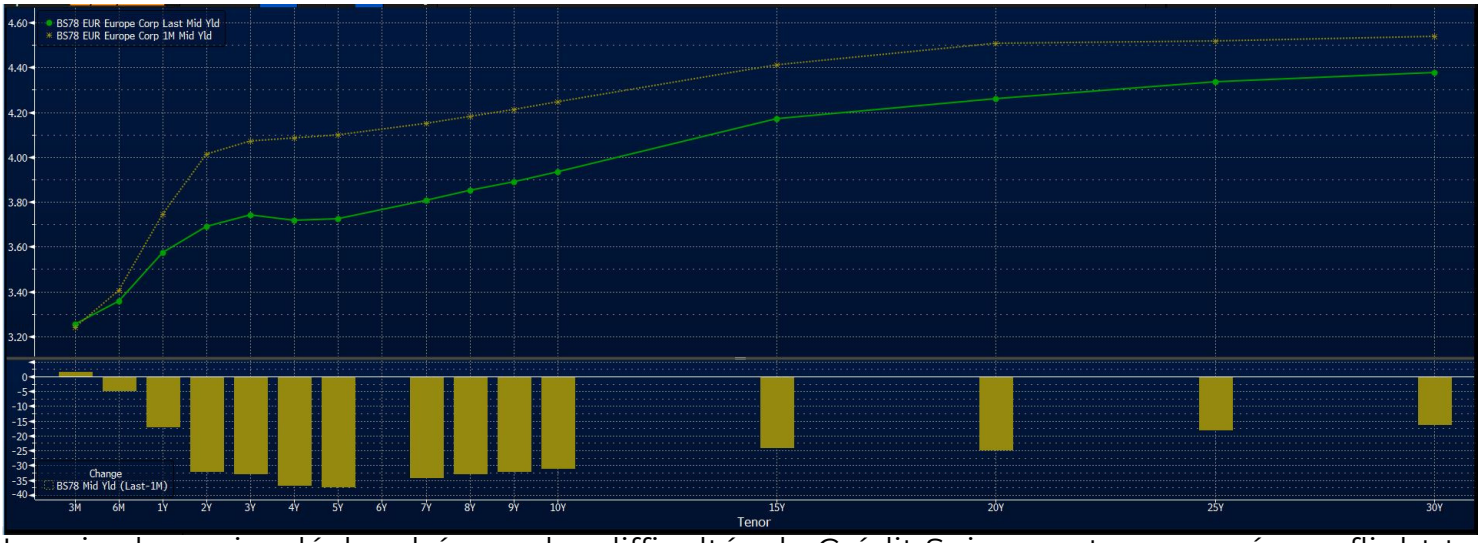
Source:Bloomberg

Après la publication des résultats du 4ème trimestre, on constate une accélération de la détérioration des fondamentaux des entreprises non-financières du segment IG en euros, avec un endettement qui a atteint 3,27x en 4Q (proche du pic de Covid de 3,3x) contre 2,87x au 3ème trimestre. Par contre, les institutions financières ont diminué leur endettement, atteignant un point bas de 14,28x en 4Q, poursuivant la tendance des deux dernières années. Comme nous l'avions prévu, l'impact de la guerre, de l'inflation et des hausses de taux de la banque centrale sur les mesures de crédit se ressent de plus en plus, avec un endettement des entreprises atteignant de nouveaux sommets. Alors que l'inflation reste élevée et que les rendements des entreprises sont de 2 % supérieurs aux coupons, l'endettement pourrait rester élevé au cours du prochain cycle de résultats.

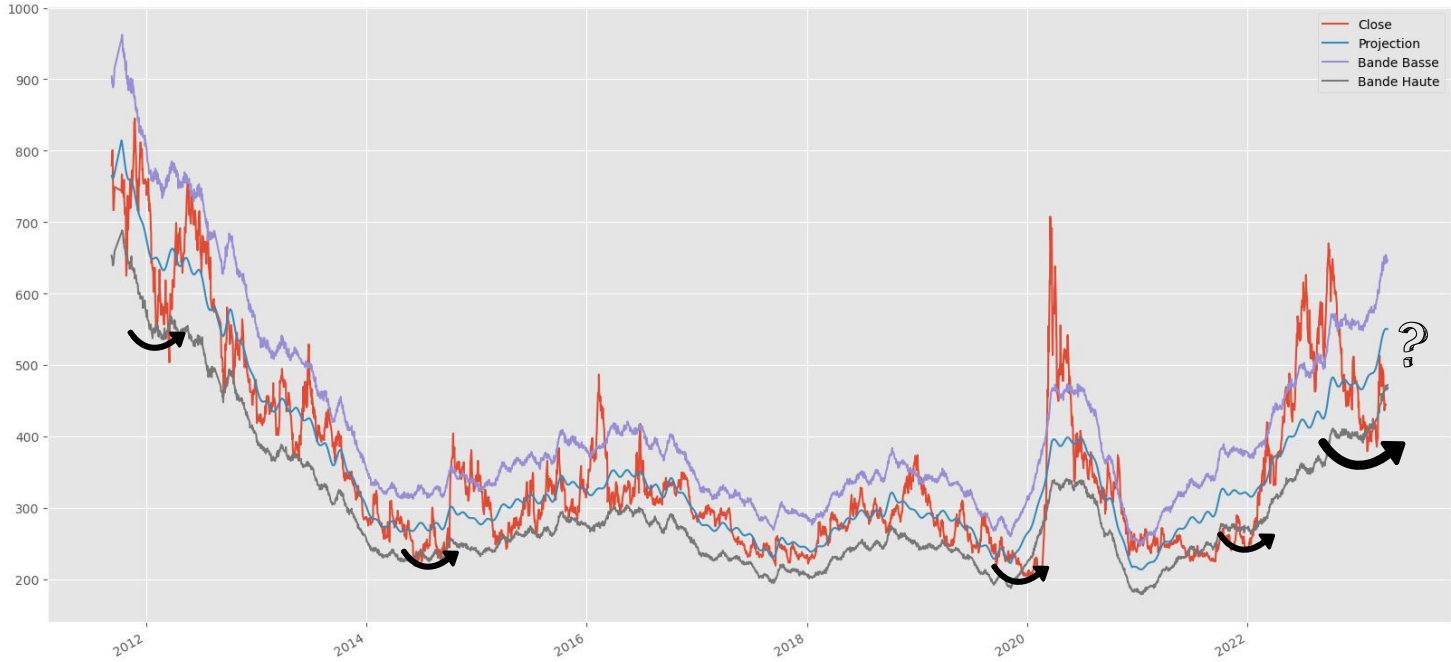


EUR IG Corporate Yield Curve Aujourd'hui - 1 mois

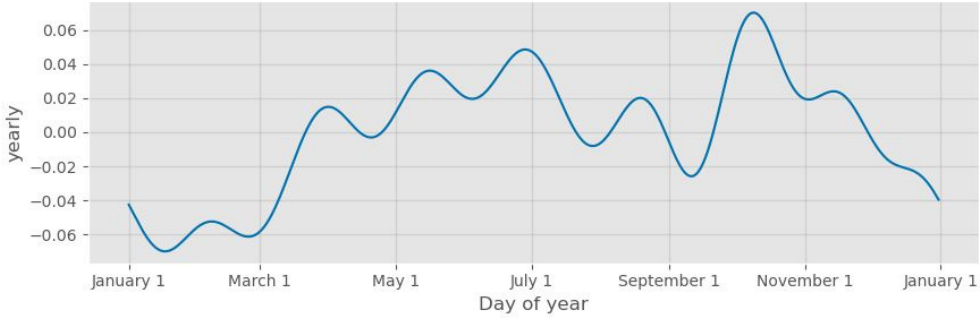
Source : Bloomberg



La crise bancaire déclenchée par les difficultés de Crédit Suisse ont provoquée un flight to quality violent sur le Crédit et notamment l'Investment Grade. La Short End s'est appréciée de plus de 17bps par rapport au mois précédent ce qui est assez considérable. La partie médiane 2y-10y s'est même resserrée de 30bps en moyenne.



EUR Itraxx Xover (Bloomberg)



Les banques centrales ont réussi à calmer les esprits notamment aux Etats-Unis puisque le Move Index a perdu 70 points depuis son pic à 200 au moment de la faillite de certaines banques américaines (SVB, Signature Bank..).

Source:Bloomberg

Source:Bloomberg

Après le choc bancaire le CDX HY 5y s'est très vite retourné a la baisse reflétant le soulagement des agents suite à l'intervention de la Fed pour éviter que cette crise à forte dominante systémique se propage de manière définitive au reste du monde. On reste confiant dans le fait que le pire est derrière nous et que cet event était une opportunité de faire des achats à bon compte sur le segment du Crédit.

III- a-Marchés européens

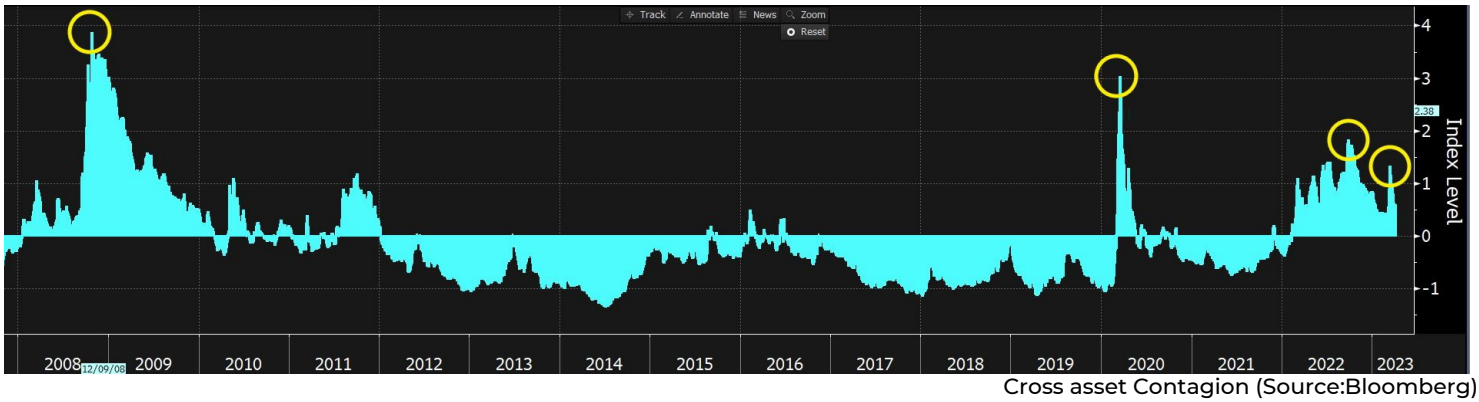
Eurostoxx 50

Source : Bloomberg

La crise bancaire de mi-mars semble être déjà oublié tant les choses pour calmer les inquiétudes des marchés ont été bouclées rapidement. On a réalisé un V bottom sur l'Eurostoxx 50 avec une recovery des plus solides puisque l'on dépasse les plus hauts précédents pour rallier les niveaux de Janvier 2022.

Nombre de membres de l'Eurostoxx au dessus de leur MM50

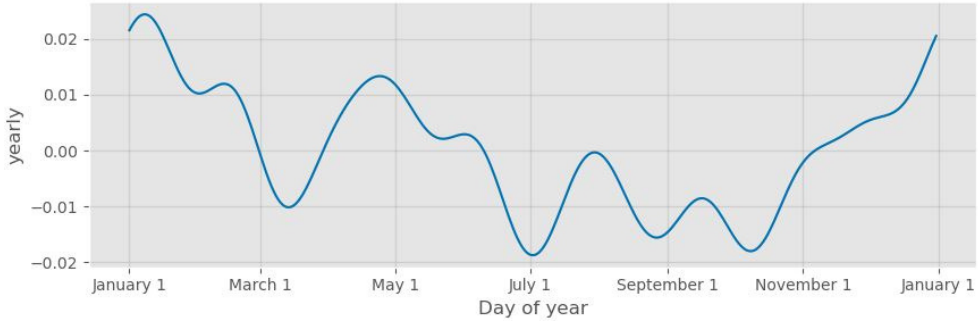
Source : Bloomberg



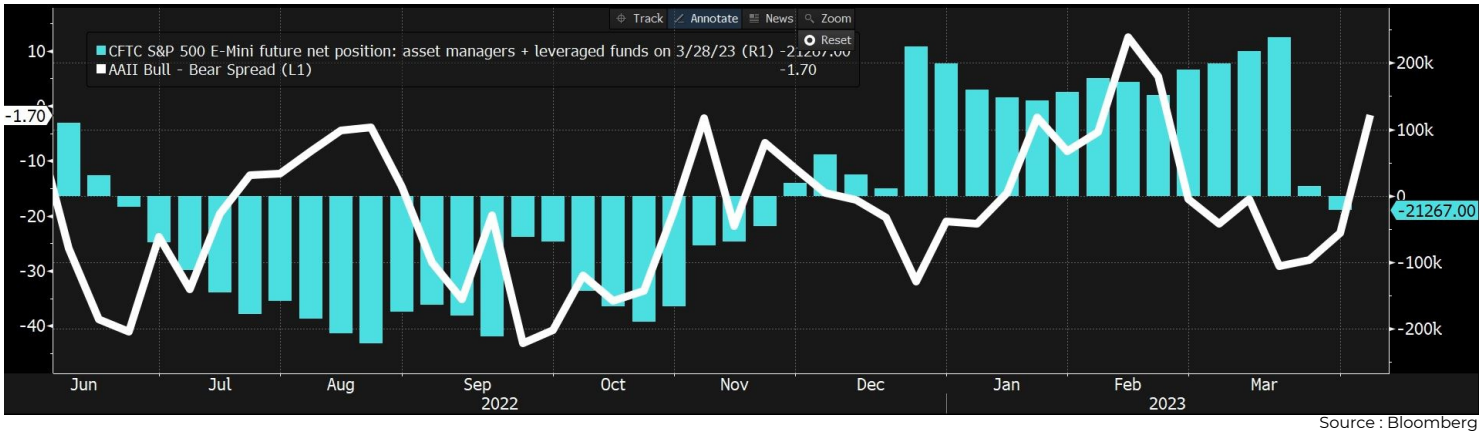
Cross asset Contagion (Source:Bloomberg)

La contagion avait bien démarré en Cross Asset sur l'ensemble des marchés. La bonne réactivité des banques centrales ainsi que la fusion UBS-Credit Suisse en temps record transformé cette esquisse de crise en épiphénomène. Maintenant au regard du graphique ci-dessus il faut peut-être se poser la question si nous n'allons vers une récurrence ce type d'évènements dont la fréquence pourrait augmenter sensiblement?

D'autres parts, le dernier potentiel de hausse devrait se faire au mois d'Avril avant une période habituellement sous le signe de la correction jusqu'à fin juillet.



III- b- Marchés Américains.



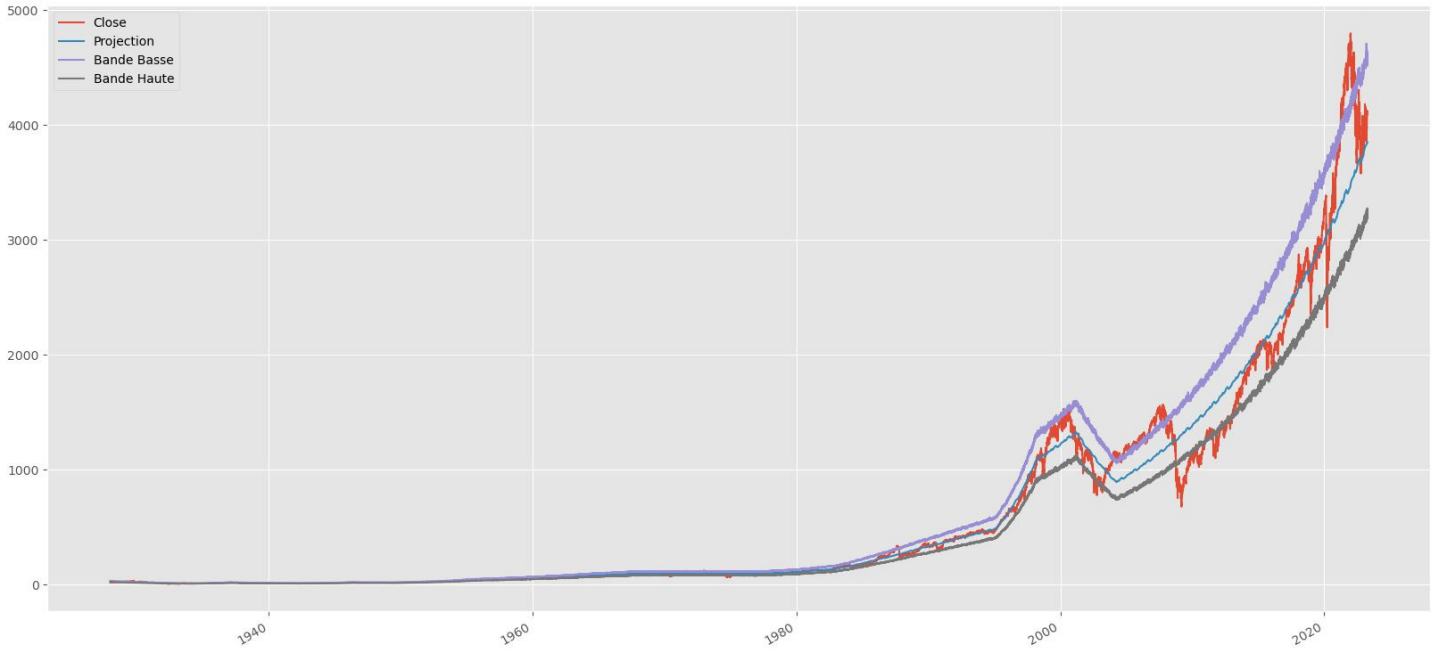
Source : Bloomberg

Des divergences assez importantes apparaissent entre le sentiment spread AAII et le CFTC total des positions institutionnelles . A court terme le sentiment diverge fortement mais ils est fort possible que les institutionnels aient raison à partir de Mai. Comme nous l'avions énoncé pour l'Eurostoxx 50 le potentiel de hausse sur les indices actions semble limité à ce mois-ci.

VIX/VIX3M

Source : Bloomberg

Si l'on se réfère au ratio VIX/VIX3M on constate que le sentiment AAII spread à raison. Notre signal traduit un tassement de la volatilité dans le temps ce qui plaide pour une hausse des marchés.



En cas de correction sur le S&P500 les 3800pts doivent tenir car en cas de cassure de ce dernier les vendeurs cibleront les 3200pts. Il faut que le marché parvienne a se stabiliser autour des 4050pts afin de consolider son rebond post crise bancaire.

Les moyennes de long termes s'aplatissent sur le seuil psychologique des 4000pts. La dernière poussée de fièvre haussière pourrait durer le temps du mois d'Avril dans notre scénario avant des prises de profits pour sécuriser les performances durant la période estivale.

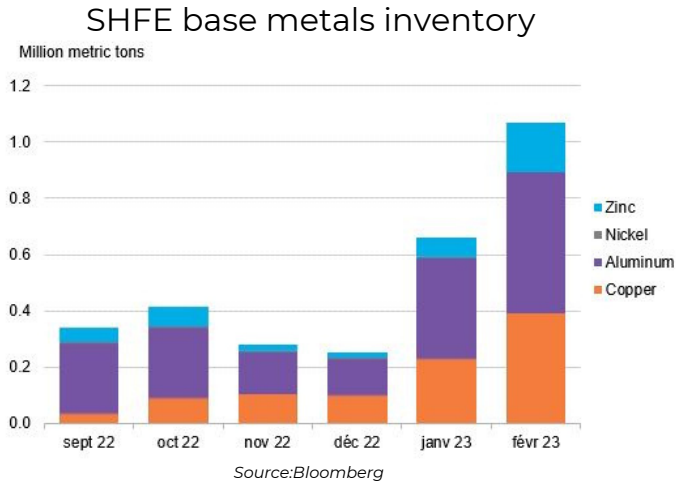
IV. Métaux de base et Métaux précieux

- Cuivre.

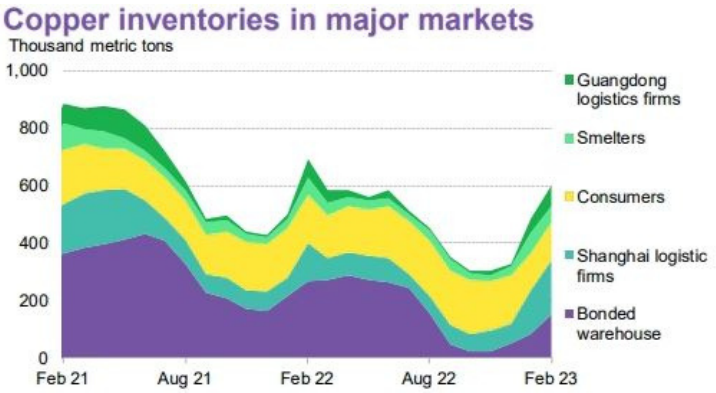
Les données concrètes des deux premiers mois de 2023 montrent que la Chine est en train de se rouvrir après la pandémie. Bien que nous n'ayons pas encore d'informations détaillées sur les échanges commerciaux, les indices officiels de la production manufacturière et de la construction ont atteint des niveaux records en février. L'avenir des métaux industriels dépend de la reprise de la demande en Chine, car l'Europe et les États-Unis ont encore du mal à surmonter la récession et les craintes d'inflation.

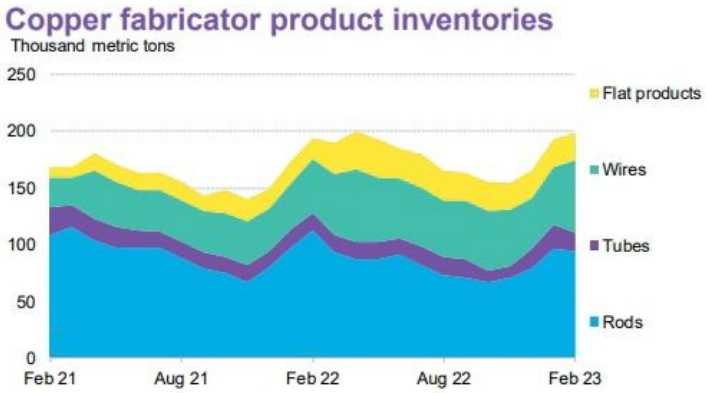
Sur la même période, les stocks de cuivre ont fortement augmenté en Chine en février, atteignant près de 600 000 tonnes, soit une augmentation de 24% par rapport au mois précédent. Les stocks dans les entrepôts douaniers chinois ont connu la plus forte hausse, avec une augmentation de 86% par rapport au mois précédent.

Les stocks chez les sociétés logistiques de Shanghai et de Guangdong ont également augmenté de manière significative pendant la même période. Les stocks de produits de fabrication de cuivre ont également atteint des niveaux élevés, avec 198 668 tonnes à la fin de février. Depuis novembre 2022, les stocks ont augmenté chaque mois et sont au plus haut niveau depuis février 2022.



Source:Bloomberg

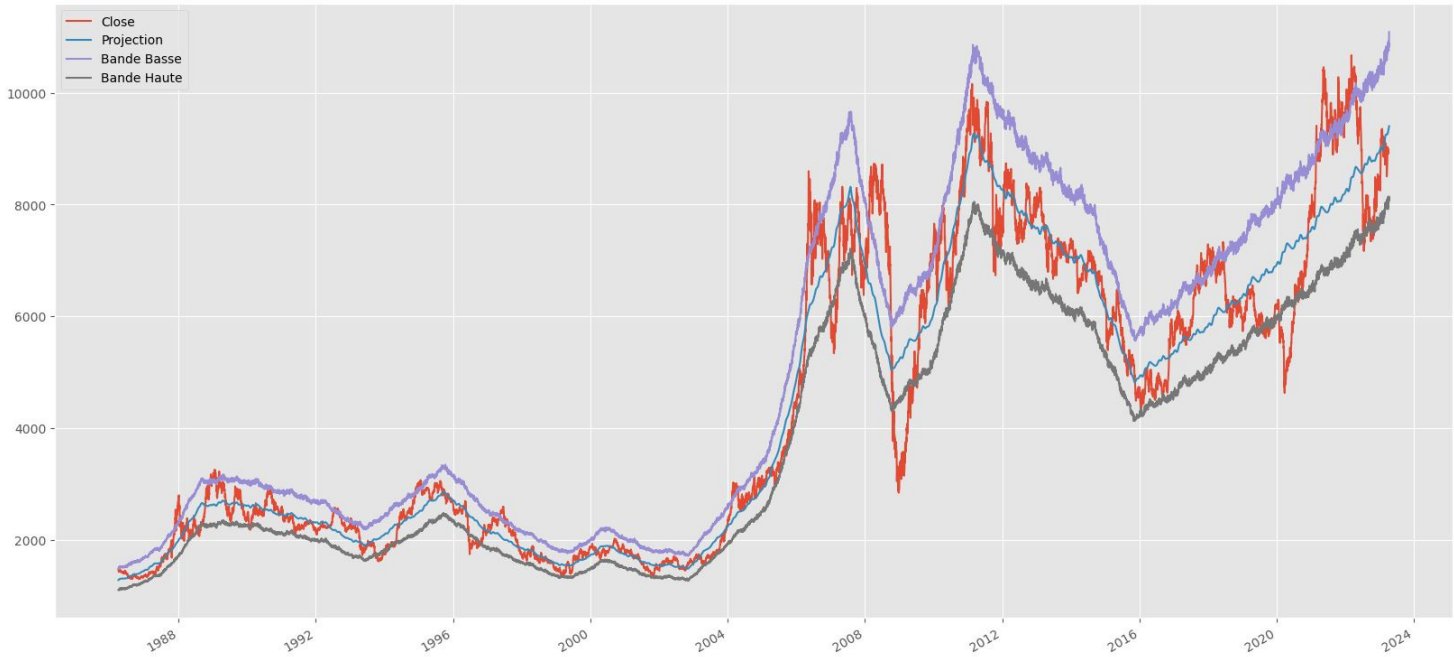


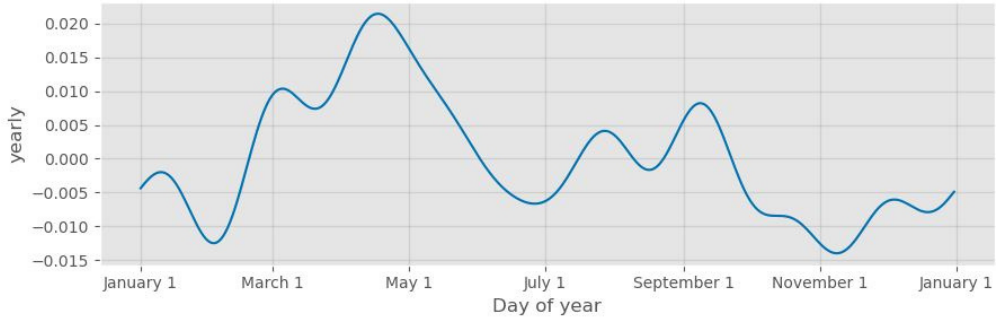


Source:Bloomberg

Source:Bloomberg

En Hebdomadaire, il n'y plus de tendance sur le Cuivre depuis fin février. Les doutes d'une croissance impressionnante en Chine se sont évaporés. Coincé dans ce canal intermédiaire ascendant, les agents sont en attente d'y voir plus clair. Le décalage entre les stocks de Cuivre sur le SHFE et le LME sème le trouble. Si l'on se fit à la saisonnalité, on s'aperçoit qu'un mouvement assez net pourrait se matérialiser à partir de fin avril début Mai.





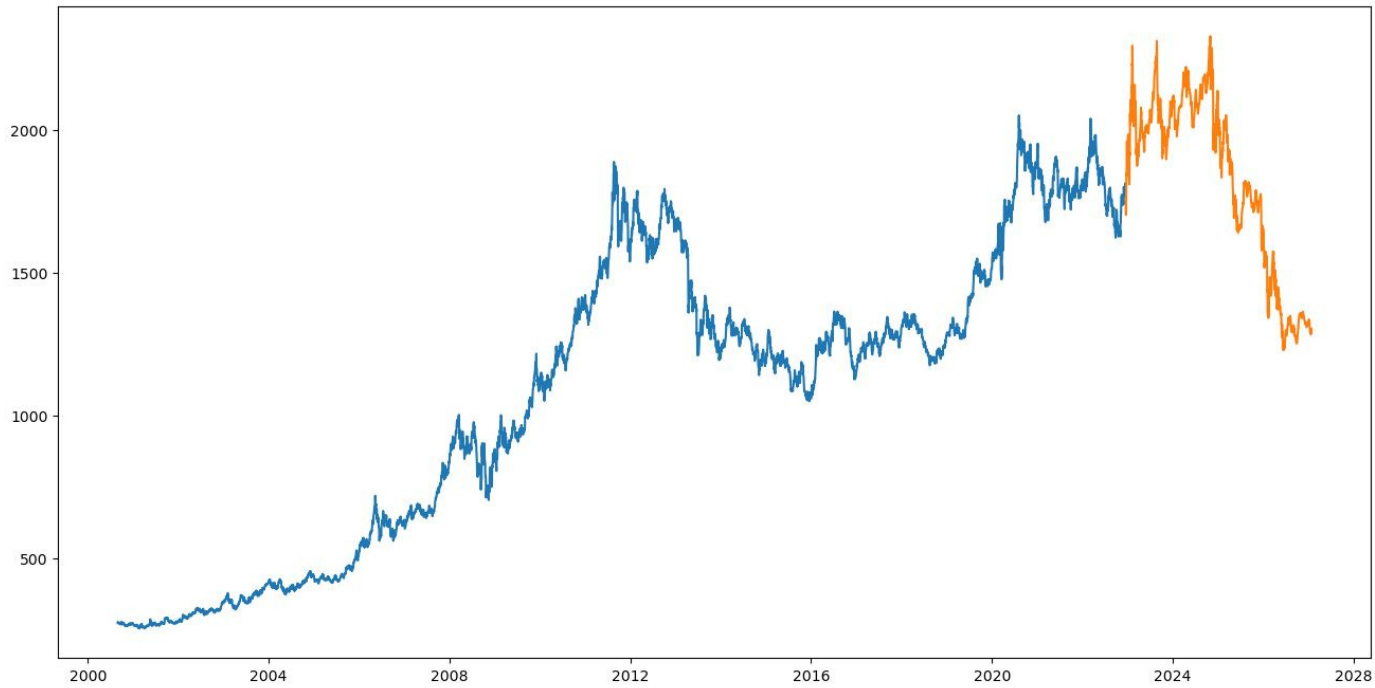
- Gold.

L'or s'est maintenu près de son plus haut niveau en 13 mois pour rester au-dessus de 2 000 dollars l'once, les traders assimilant les dernières données en provenance des États-Unis et leur impact potentiel sur la trajectoire des taux d'intérêt de la Réserve fédérale. Les craintes de récession ont augmenté après que les données de mercredi ont montré que le secteur des services aux États-Unis avait connu une expansion en mars à un rythme beaucoup plus lent que prévu, tandis que les entreprises ont ajouté moins d'emplois que prévu. Ces signaux de ralentissement économique pourraient inciter la banque centrale à assouplir sa politique de resserrement monétaire, ce qui serait positif pour l'or non productif d'intérêt.

Source:Bloomberg

La dernière fois que le Fed Fund Future a croisé a la baisse le Fed Funds target rate, l'or s'est apprécié de 600$. Allons nous assister au même mouvement cette fois-ci. Il est en tous cas fort probable qu'un revirement de la Fed sur sa politique restrictive entraîne un affaiblissement du dollar et donc de meilleures conditions pour les agents d'obtenir du métal jaune.

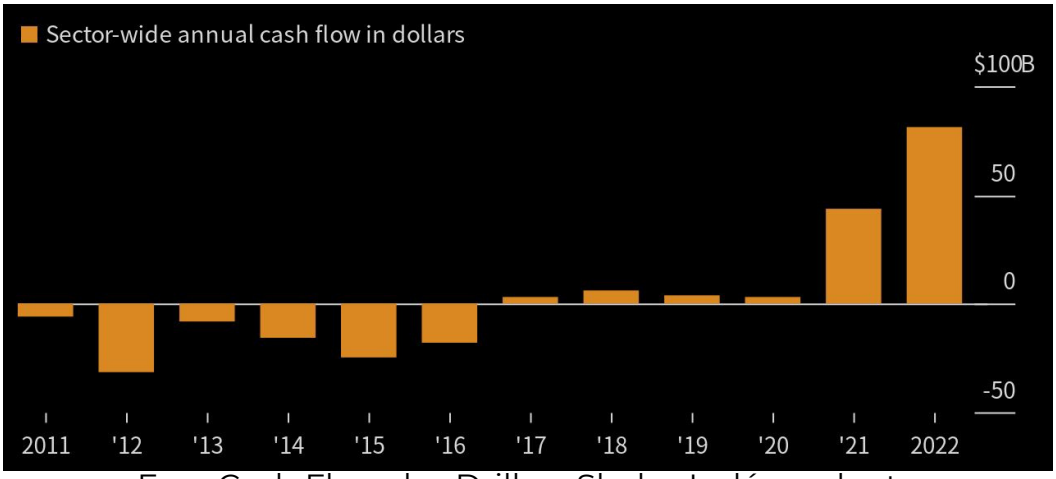
Nous maintenons un objectif à 2145$/once pour le métal jaune. Chaque repli à court terme sera une opportunité pour renforcer la position longue. Seul un passage sous 1800$ invaliderait notre scénario.



Simulation du Gold pour les 2 prochaines années

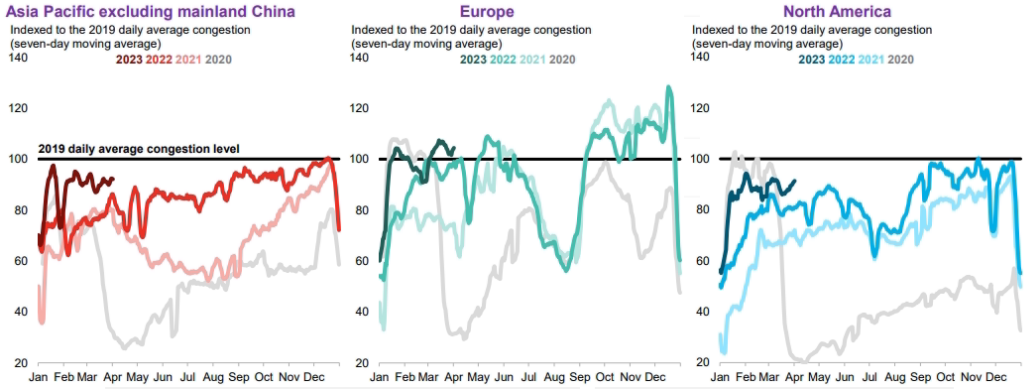
V- Energie

L'OPEP+ a annoncé qu'elle réduirait sa production de pétrole brut de plus de 1,6 million de barils par jour à partir de mai, par rapport à son objectif de février 2023. Cela signifie qu'il y aura une baisse effective de l'offre de pétrole. La plupart des pays membres respectent leurs niveaux cibles, sauf la Russie. Cela inclut les cinq plus grands producteurs de pétrole brut de l'OPEP+. En février, les pays ont produit en excès par rapport à leurs objectifs, mais à partir de mai, ils vont réduire leur production de 1,15 million de barils par jour. La Russie produit également moins de pétrole que ce qu'elle s'est fixée comme objectif, mais elle contribuera quand même à la réduction de la production. Selon les estimations, l'OPEP+ devrait réduire sa production de plus de 1,3 million de barils par jour, mais si la Russie respecte ses objectifs, la réduction sera de 1,6 million de barils par jour. Les pays membres de l'OPEP+ qui ne participent pas n'auront qu'une légère augmentation de l'offre, sans impact majeur. Ces réductions de production interviennent juste avant une hausse prévue de la consommation de pétrole en Chine.
De plus l'API (American Petrol Institute) vient donner les derniers chiffres des stocks de pétrole aux Etats-Unis, les stocks de brut américains ont chuté de 4,3 millions de barils.
De plus, la décision surprenante de l'OPEP de réduire la production de pétrole risque de profiter à un groupe inattendu : les producteurs de pétrole de schiste des États-Unis. Cette annonce a fait grimper les prix du pétrole américain jusqu'à 6 dollars le baril, ce qui annonce une nouvelle vague de profits pour l'industrie du schiste, qui était autrefois le plus grand ennemi de l'OPEP. Cependant, cette situation peut être préjudiciable aux consommateurs qui souffrent déjà d'une inflation galopante et qui risquent de voir les prix de l'essence augmenter alors que la saison des déplacements estivale approche. De plus, les décisions de production prises dans des endroits éloignés tels que Riyad et Luanda auront une influence majeure sur les prix du carburant dans la plus grande économie du monde, car les dirigeants de l'industrie du schiste ont déjà promis de maintenir la production de pétrole à un niveau relativement stable cette année afin de se concentrer sur l'amélioration des rendements pour les investisseurs.



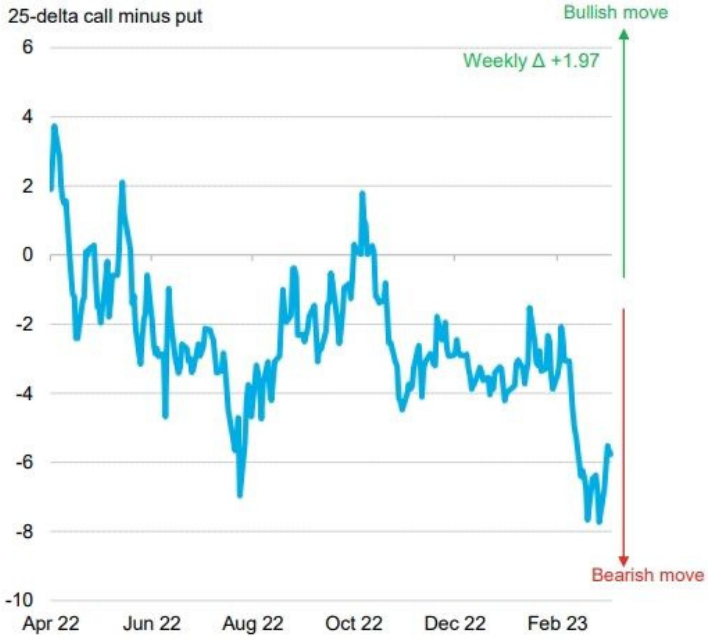
Free Cash Flow des Drillers Shales Indépendants

On constate une nette amélioration dans toutes les régions avec des indicateurs de congestion au-dessus de leur moyenne saisonnière.



Source:Bloomberg

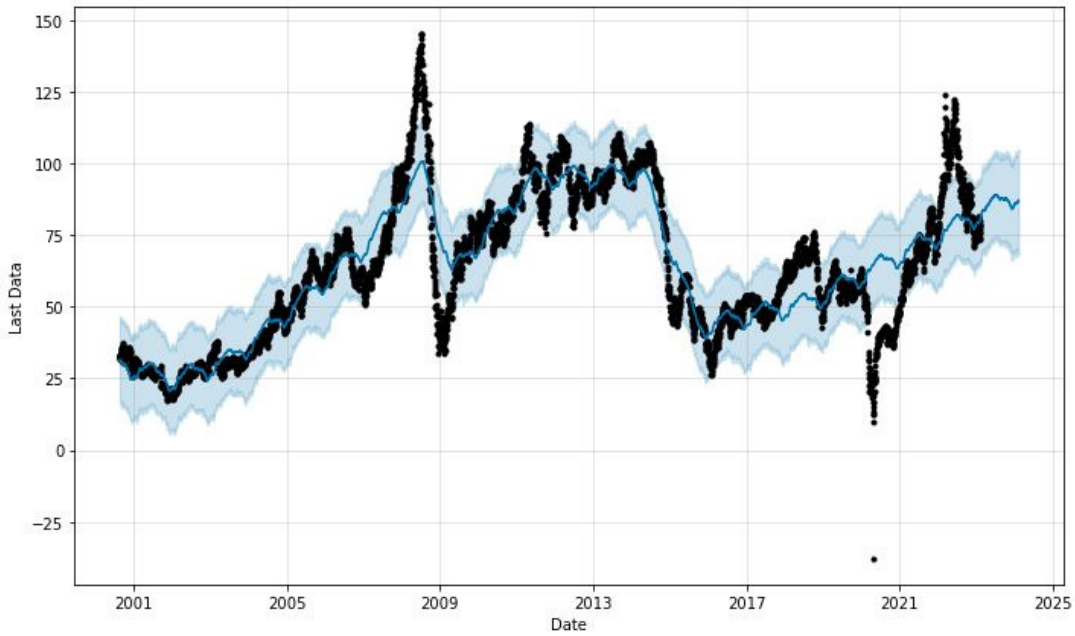
Week-on-week (2019 average = 100)	Latest week: Apr 1	Δ vs. Mar 25	4-week MA	Δ vs. Mar 25
Asia Pacific ex-China	92.1	+1.2 (1.4%)	90.1	-0.5 (-0.5%)
Europe	104.5	+1.6 (1.6%)	104.8	+0.9 (0.8%)
North America	91.4	+3.6 (4.1%)	89.2	-0.1 (-0.1%)

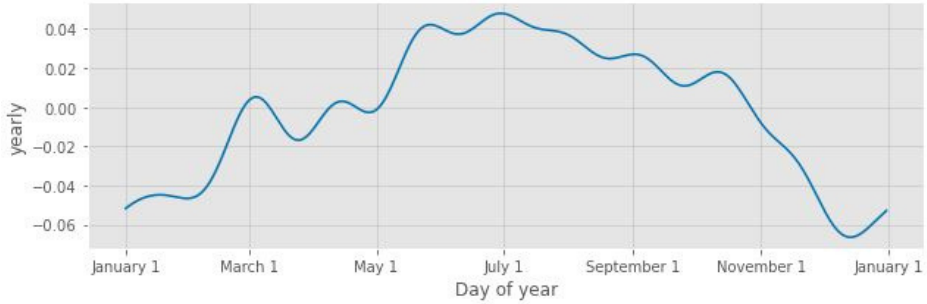


Source:Bloomberg

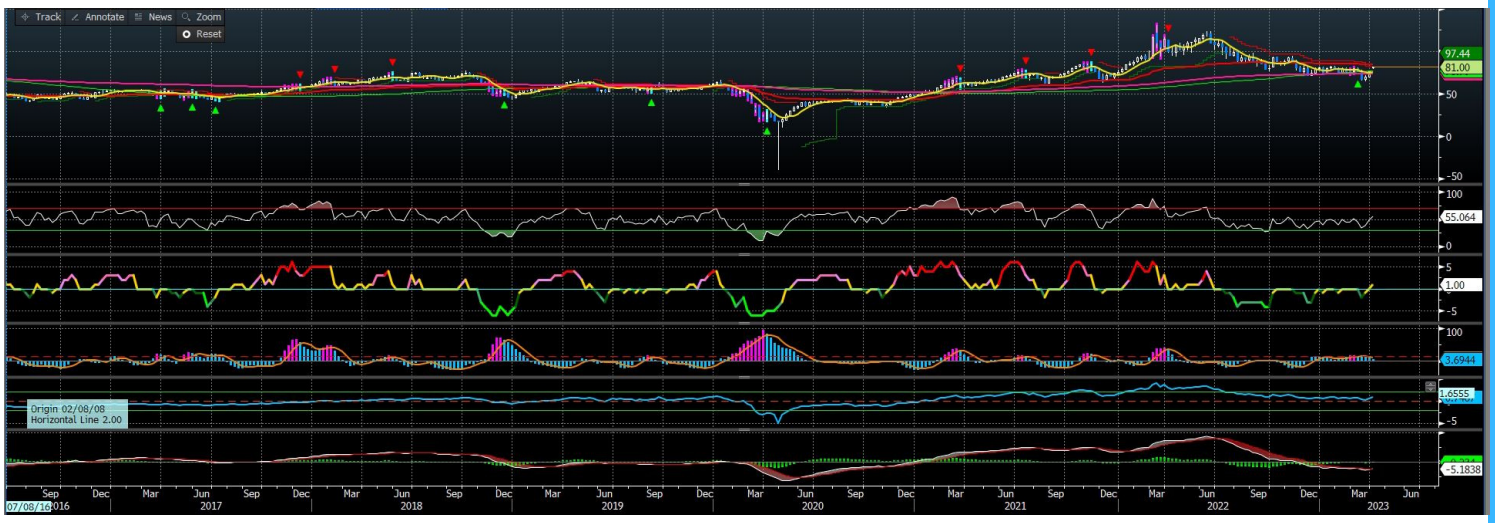
Brent WTI

Une embellie sur le front des options que ce soit pour le WTI que le Brent. L'annonce de la réduction de 1.6 millions de barils effectifs début Mai a changé la perception des agents sur leur peur de devoir se protéger contre une baisse brutale des indices pétroliers.

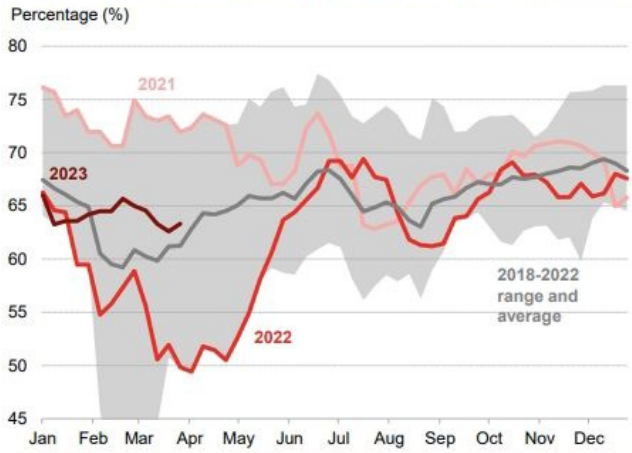




Le rebond de l'or noir suite à la décision de l'Opep en début de mois l'a poussé jusqu'au niveau du seuil pivot des 80$. Si dans les prochaines semaines il parvient à se maintenir au-dessus de ce seuil alors on peut s'attendre à ce que ce dernier parvienne à notre objectif à 91$. Les indicateurs ne sont pas encore en zone positive mais ne devrait pas tarder a s'affranchir de leur seuil neutre.

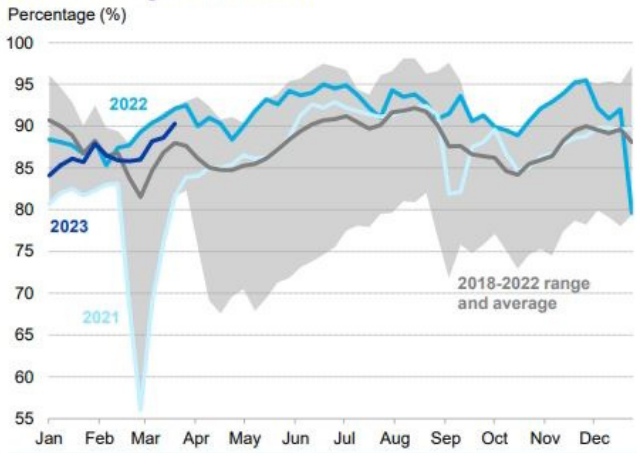


Chine



Source:Bloomberg

US



Source:Bloomberg

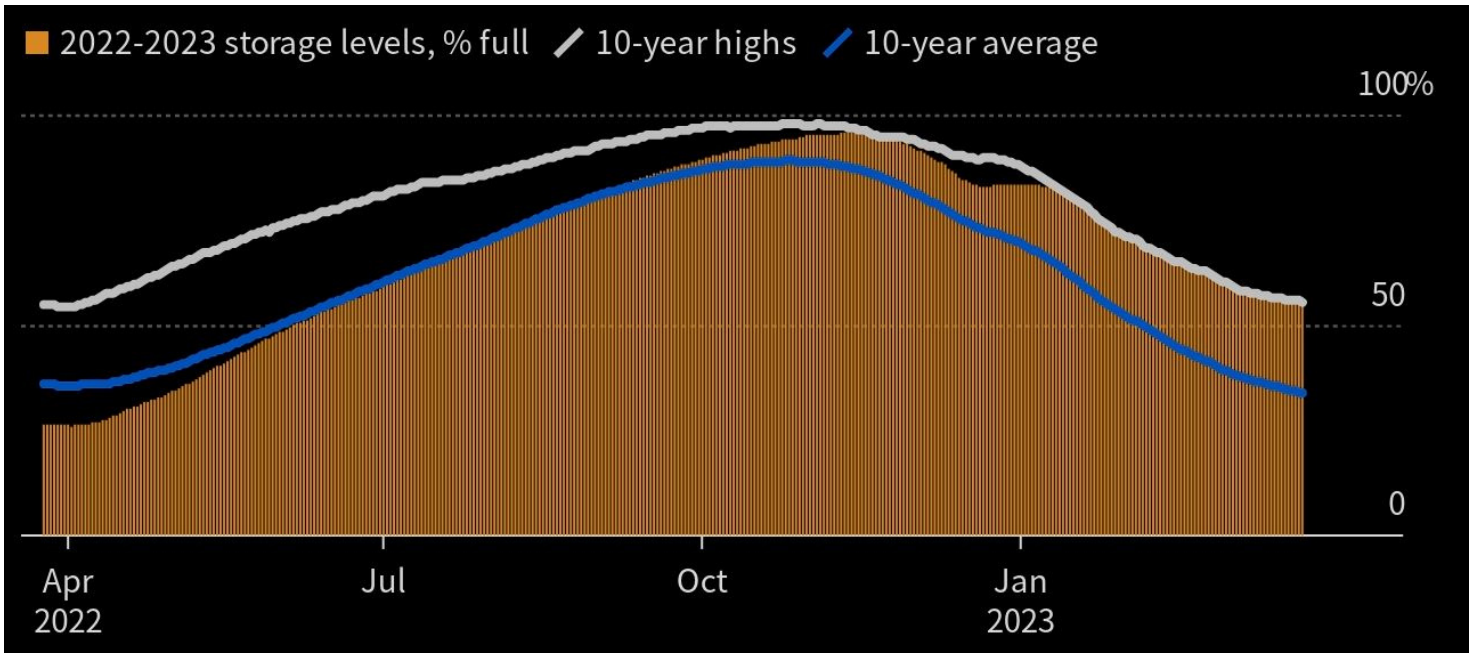
Les raffineries chinoises semblent avoir touché un plancher au niveau de leur capacité de raffinage aux alentours de 63%. La reprise de l'activité au premier trimestre doit être particulièrement timide pour que les raffineurs ne retrouve pas leur niveau médian. A l'inverse aux Etats-Unis, depuis début Mars il y a une franche volonté de retrouver les niveaux de capacités de production de 2021. Les craintes sur une recession sont encore décalées avec cet indicateur car les capacités de raffinage réagissent assez rapidement au contexte économique.

Nat Gas & LNG

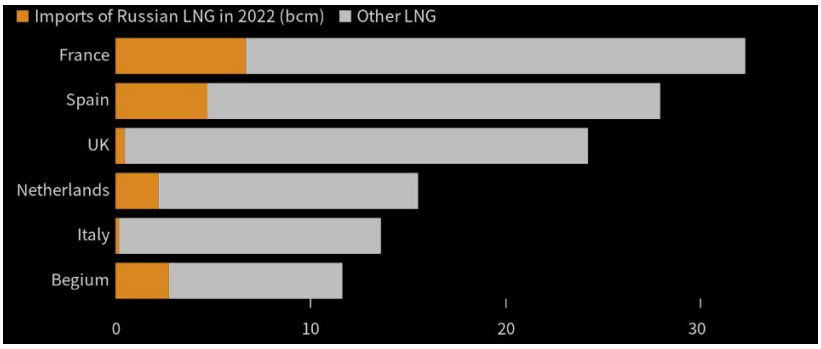
La demande de gaz en Europe va continuer à baisser au cours des 12 prochains mois, ce qui devrait permettre de stocker une grande quantité de gaz dans les réserves de l'Europe (qui inclut le nord-ouest de l'Europe, l'Italie et l'Autriche) pour atteindre un niveau de remplissage de 49% d'ici fin mars 2024. Cependant, des risques subsistent malgré cette perspective positive.

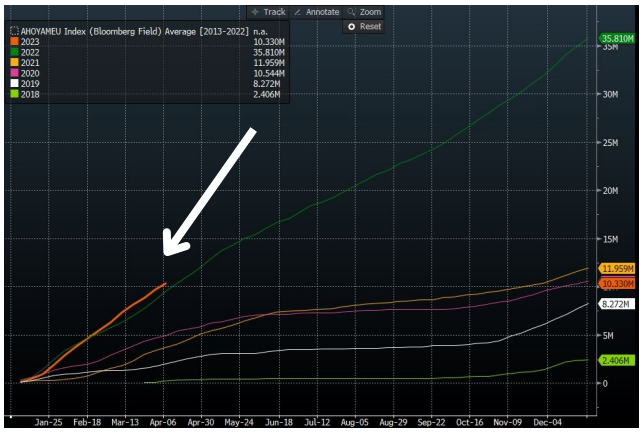
Entre avril et septembre, la demande de gaz dans cette région devrait être de 11 milliards de mètres cubes, soit 9% de moins que la moyenne entre 2016 et 2020. Cela devrait également se produire pendant l'hiver, où la demande de gaz devrait être inférieure de 26 milliards de mètres cubes, soit une baisse de 11% par rapport à la moyenne de 2016 à 2020.

Cependant, ces réductions ne suffiront pas à atteindre les objectifs de l'Union européenne. La réduction de la demande de gaz est essentielle pour maintenir un équilibre énergétique en Europe, surtout pendant l'hiver prochain. Pour y parvenir, l'Union européenne a prolongé les mesures visant à réduire la demande de gaz de 15% pour une autre année. Même sans ce soutien politique, la réduction de la demande devrait se faire progressivement, car les prix de gros du gaz restent élevés, ce qui se répercute sur les prix de détail payés par la plupart des consommateurs.



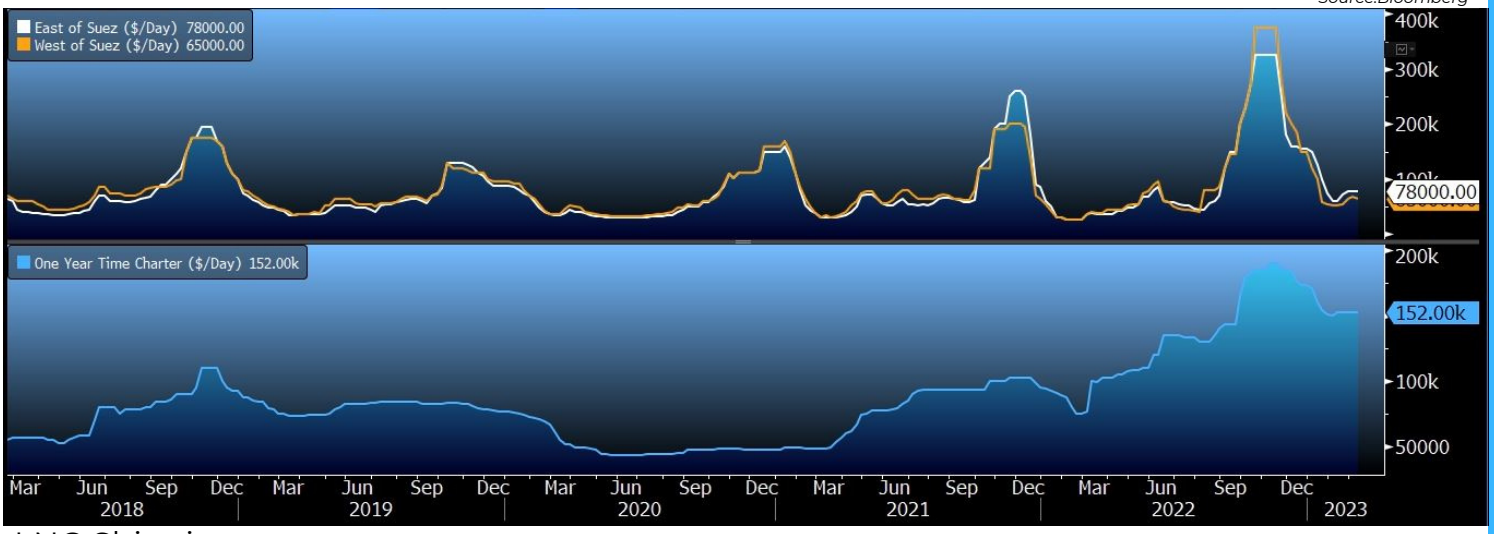
La part de la Russie dans la demande totale de gaz de l'Union européenne est passée de 40% en 2021 à moins de 10% à la fin de l'année dernière, car de plus en plus de pays ont opté pour des alternatives telles que le gaz naturel liquéfié (GNL) provenant des États-Unis. La fourniture de gaz russe, qui était déjà limitée, est devenue encore plus incertaine en raison de la guerre en Ukraine, qui perturbe les flux de gaz naturel via les pipelines. En revanche, les importations de GNL en provenance de Russie ont augmenté, mais il y a une pression croissante sur les entreprises européennes pour mettre fin à ces achats. Certains pays, comme le Royaume-Uni et les pays baltes, ont déjà interdit ces importations. L'Espagne, l'un des principaux acheteurs de gaz russe en Europe, a appelé les entreprises à réduire leurs achats, mais une interdiction totale serait difficile à mettre en place. La Russie a fourni environ 14% de l'ensemble des importations de GNL de l'Europe l'année dernière. Si la région devait interdire ces flux, cela représenterait une perte importante et très difficile à remplacer.





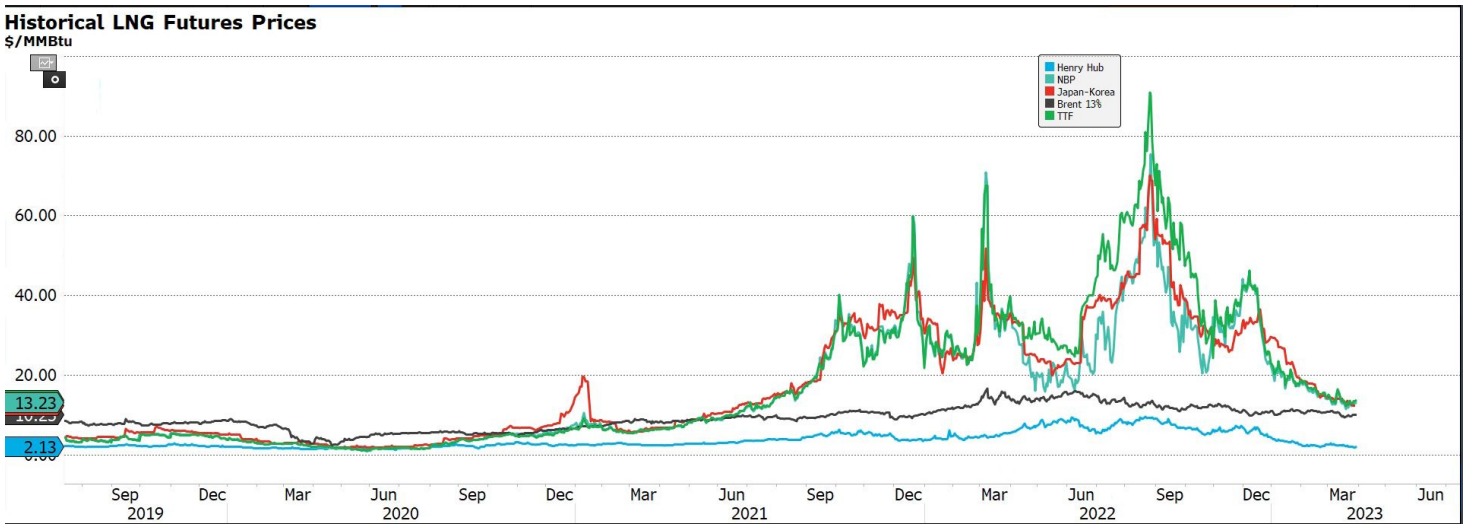
Du côté américain depuis le début du conflit en Ukraine sont en termes d'exportations journalières de GNL très largement au-dessus de leurs moyennes historiques. Il est difficilement concevable qu'ils parviennent à eux seuls à compenser le déficit lié aux sanctions sur la Russie.

Source:Bloomberg



LNG Shipping spot rate

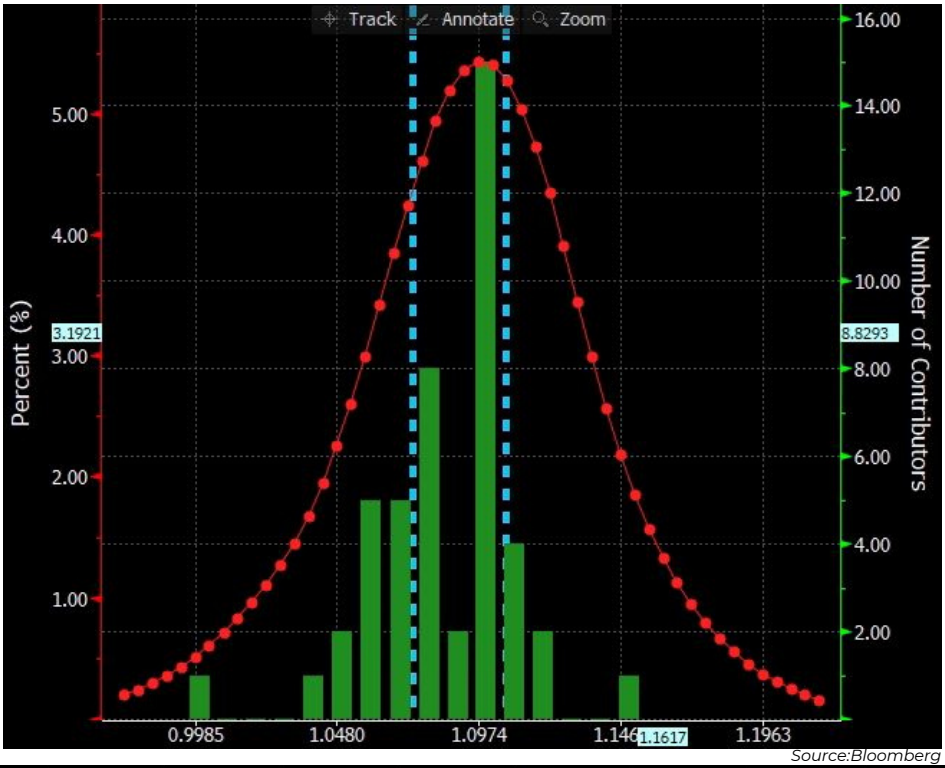
Au niveau du shipping spot rate on est parfaitement dans la saisonnalité avec un retour dans la zone des 60000/80000$.



NatGas en Hebdomadaire

Un bottom en U est en formation en hebdomadaire, on target 3.51$ sur le Nat gas d'ici mi-juillet. Cette remontée serait principalement du a une nouvelle tension sur l'offre hors saisonnalité induit par des pays européens qui commenceraient à restocker trop tôt comme l'année dernière.

VI- Forex



Source:Bloomberg

Source:Bloomberg

Les marchés anticipent des baisses de taux d'intérêt de la Fed d'ici la mi-année, ce qui entraîne une baisse du BBDXY 3 mois Risk reversal. La demande de gamma avant l'IPC américain de la semaine prochaine maintient la volatilité du dollar à court terme. Les analystes restent campés sur leurs objectifs compris entre 1.0770 et 1.1070.

L'euro devrait s'apprécier face au dollar américain et atteindre les 1,25 dollars sur un an. Les taux d'intérêt plus bas réduisent l'attrait du dollar pour les investisseurs, ce qui peut entraîner une faiblesse continue de la devise américaine. Par conséquent, si les taux d'intérêt américains entament un cycle de baisse, l'euro pourrait se renforcer davantage par rapport au dollar. Le niveau des 1.2500 constitue le niveau actuel de la moyenne à 200 mois.

JVR INVEST
GET HIGHER

Notre allocation d'actifs pour 2023:

Classe de actifs	Négatif	Neutral	Positif
Actions États-Unis			
Actions Europe			
Actions Emergents			
Bonds			
Or			
Pétrole			
Cryptomonnaies			
Immobilier			

DISCLAIMER :

Cette newsletter est destinée à des investisseurs qualifiés et ne constitue en aucun cas une offre commerciale ou une invitation à acheter les produits mentionnés. Elle est établie exclusivement pour les destinataires et est considérée comme confidentielle. Les idées et opinions exprimées dans ce message sont celles de son auteur, JVRinvest SARL. Le but de la newsletter est de fournir des informations et d'aider les investisseurs dans la prise de leurs décisions. Toute publication, utilisation, distribution, impression ou copie non autorisée de cette newsletter doit être préalablement autorisée par JVRinvest SARL. JVRinvest SARL décline toute responsabilité quant à cette newsletter, en cas de modification.