

AVRIL 2024

Editorial

Une année 2024 qui démarre en trombe !

10.16% de hausse pour le S&P500 aux Etats-Unis, 12.43% de hausse pour l'Eurostoxx50... Les marchés actions ont plus que bien démarré l'année, pratiquement sans aucune vague baissière correctrice. Ceci est d'autant plus remarquable que le dernier trimestre 2023 s'était révélé très bon avec là aussi des hausses à deux chiffres pour le S&P500 (+11.24% sur T4 2023). Face à un tel sursaut, nous nous sommes évidemment demandé si cette hausse était soutenue par de bons fondamentaux ou s'il s'agissait d'une bulle. Force est de constater que cette euphorie boursière ne s'est pas faite sur du vide. Aux Etats-Unis, plus des 2/3 des sociétés ont publié des résultats au-dessus des attentes au titre du quatrième trimestre 2023. Et surtout, la croissance économique s'est avérée résistante, avec une inflation en baisse, un redressement du secteur manufacturier et des profits des entreprises qui se maintiennent, voire qui augmentent fortement comme pour les « mega » caps liées au thème de l'intelligence artificielle. Les investisseurs qui craignaient une récession en 2023, ne pouvant rester éternellement en dehors du marché, ont bien dû prendre le train en marche et cette dynamique positive a permis de propulser le S&P 500 vers de nouveaux records.

Cela étant, si l'on se penche d'un peu plus près sur cette économie américaine, quelques écueils deviennent visibles. Certains signes indiquent en effet que les ménages à faibles revenus sont soumis à des tensions. Ainsi, les taux de défaillance sur les cartes de crédit et les prêts automobiles sont devenus supérieurs aux niveaux observés avant la pandémie. Au niveau des entreprises, les impayés dans le secteur de l'immobilier commercial continuent de croître et la situation des banques régionales n'est guère florissante. Fort heureusement, les entreprises et les ménages ont construit de solides protections contre le resserrement monétaire de la Réserve fédérale américaine après l'épisode covid, en accumulant d'importantes réserves de liquidités et en figeant sur des niveaux très bas les taux d'intérêt sur les prêts hypothécaires à 30 ans et les obligations d'entreprise à long terme. Toutefois, ces défenses s'affaiblissent aujourd'hui et rendent cruciale une action de la Fed finement calibrée, de telle sorte que l'inflation parvienne à s'établir autour des 2 % et que le taux de chômage reste à des niveaux peu élevés. La tâche ne sera pas aisée pour Jerome Powell : retarder les réductions de taux et assouplir trop lentement peut créer un risque de récession, tandis qu'un assouplissement trop rapide pourrait déclencher le rebond de l'inflation. Il nous faudra monitorer cela de près dans les prochains mois. Pour le moment, les opérateurs anticipent une première baisse de taux dès

juillet. Cela soutient clairement les marchés actions. Mais attention si la prudence de la Fed à l'égard d'une sticky inflation (i.e. une inflation qui aurait du mal à rebaisser vers son taux cible de 2%) devait retarder encore les réductions de taux. Ceci augmenterait la probabilité que l'atterrissage en douceur actuellement évalué par les marchés se transforme en une légère récession.

La plupart des autres économies développées ont également fait preuve de résilience économique, notamment l'Europe et le Japon. La zone euro a été aidée par des prix du gaz revenus à des niveaux inférieurs à ceux observés avant l'invasion russe en Ukraine, par la reprise de l'activité manufacturière mondiale et par une reprise de la croissance des prêts bancaires. Et une Banque centrale européenne qui dans son discours laisse à penser que les baisses de taux pourraient probablement débiter en juin en réponse à la tendance baissière de l'inflation de base. Le Japon a également positivement surpris, tant en termes d'activité écono-



Jerome H. Powell, Président de la Réserve fédérale des États-Unis

mique et de croissance des bénéfices des entreprises que sur les marchés financiers avec un indice Nikkei en hausse de 20.03% sur le premier trimestre. Deux points à surveiller sur ce pays : l'amélioration de la gouvernance est-elle désormais complètement intégrée dans les prix ? Et quid du yen ? Après trois ans de forte baisse, contre USD et contre EUR, le yen est actuellement revenu sur ses points bas de 1998, autour des 151 yens pour un dollar. Ceci est favorable pour les exportatrices nippones mais renchérit considérablement le coût des importations énergétiques. La Bank of Japan va-t-elle être tentée d'intervenir ? Doit-on s'attendre à d'autres hausses de taux ?

Pour ce qui est de la Chine, les nouvelles ont été un peu plus mitigées ces derniers mois. Les problèmes du marché immobilier sont en particulier loin d'être résolus. Jusqu'à présent, les mesures de relance ont été fragmentaires, mais l'objectif de croissance du PIB de 5 % que s'est fixé Pékin pour 2024 laisse entrevoir des mesures plus significatives dans les prochains mois. Pour l'heure, les

	Q1 2024	YTD 2024	Close 29/03/24
DOW JONES	5.62%	5.62%	39,807.37
S&P 500	10.16%	10.16%	5,254.35
FTSE 100	2.84%	2.84%	7,952.62
EUROST.50	12.43%	12.43%	5,083.42
CAC 40	8.78%	8.78%	8,205.81
FTSE MIB	14.49%	14.49%	34,759.69
MSCI EM	1.63%	1.63%	1,043.20
CRUDE OIL	16.08%	16.08%	83.17
GOLD	8.09%	8.09%	2,229.87
EUR/USD			1.0790
EUR/CHF			0.9730
EUR/GBP			0.8548
EURIBOR 1M			3.855%

opérateurs restent attentistes, tant sur la Chine que sur les bourses émergentes en général. L'indice Hang Seng est en baisse de -2.97% sur le trimestre tandis que le MSCI Emerging Markets ne progresse que d'un modeste 1.63%.

Nous l'évoquons dans notre dernière quarterly newsletter, cette fin d'année 2023, avec ce fantastique rebond des marchés actions qui s'est matérialisé sur les deux derniers mois de l'année, nous a confirmé le bien-fondé de ne pas être en dehors du marché. Les mouvements de court terme restent très difficiles à prévoir. Et sortir des actions demeure un exercice périlleux, obligeant, lorsque l'on a tort, à courir après le marché et à racheter plus cher ce que l'on a vendu auparavant. Mais nous restons globalement attentifs et vigilants. Aujourd'hui, en ce début du mois d'avril, nous sommes 10 à 12% plus haut par rapport à notre dernière publication et c'est une évidence que de dire que le marché, surtout américain peut-être, sera sur ces niveaux plus sensible à des mauvaises nouvelles ou a de mauvaises surprises, tant économiques que géopolitiques. L'indice S&P500 se traite désormais autour de 21.5x les bénéfices 2024, bien au-dessus de la moyenne de ces dix dernières années. Notons toutefois que la formidable hausse de ces quatre derniers mois ne s'est pas faite de manière homogène, loin s'en faut. L'indice Russell 2000, représentatif des petites et moyennes capitalisations américaines, n'a progressé que de 4.81% YTD (vs +10.16% pour le S&P500). Idem l'an dernier : +15.09% pour le Russel 2000, + 24.23% pour le S&P500, + 53.81% pour le Nasdaq 100 ! La bourse américaine regorge donc de quantité de valeurs bon marché, ignorée pour le moment par les investisseurs, obnubilés par les 7 magnifiques (Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla). Mais attention, ces sept valeurs, depuis le début de l'année, progressent dans un ordre un peu plus dispersé. Ainsi, Tesla est-elle en baisse de -29.25% quand Nvidia monte pour sa part de



+82.46%, portée par l'engouement mondial autour de l'intelligence artificielle, révolution comparable pour certains analystes, à celle de la locomotive à vapeur ou de l'avènement d'Internet à la fin des années 90. Toujours sur les Etats-Unis, il est à noter aussi que le marché anticipe actuellement une hausse d'à peu près 10% des bénéfices par action cette année. Et les indicateurs de sentiment sont très positifs, les opérateurs collectivement plutôt optimistes, anticipant une softlanding avec une inflation en baisse et non une récession ou une stagflation. Beaucoup de bonnes nouvelles sont vraisemblablement intégrées dans les prix actuels. Méfiance face aux déceptions donc.

En comparaison, l'Europe, dépourvue des actions liées à l'Intelligence Artificielle qui ont dopé le Nasdaq l'an dernier, apparaît meilleur marché, avec un ratio cours/bénéfices de 14.29x pour l'Eurostoxx50. Idem pour le MSCI Emerging Markets qui se paye actuellement 12.59x les bénéfices. Ils pourraient en bénéficier en relatif dans les prochains mois si les bénéfices parviennent à dépasser le consensus relativement timide du marché, qui prévoit une croissance de seulement 2,8 % du bénéfice par action pour 2024. Autre facteur de soutien potentiel, la Banque Centrale Européenne qui pourrait se révéler un peu plus accommodante que le Fed cette année. Ou en tout cas, peut-être plus précoce dans son cycle de baisse de taux. À suivre...

En ce qui concerne la sphère obligataire, nous restons très constructifs sur cette classe d'actif pour le reste de l'année, surtout après le retraçage haussier observé sur les taux longs depuis le début de l'année. Les rendements de l'emprunt d'Etat US à 10 ans avaient en effet fortement reflué depuis la mi-octobre, passant de 5.00% à 3.88% en fin d'année. Ce mouvement était probablement un peu exagéré, anticipant une action de baisse par la Fed probablement trop ample et trop rapide de ses taux directeurs. Nous terminons en revanche le trimestre à 4.20% pour le 10 ans US. Et 2.30% sur le Bund à 10 ans vs 2.02 fin décembre. Et ces niveaux nous paraissent constituer un bon point d'entrée pour les fonds obligataires de notre sélection. Comme évoqué dans notre Special Topic, nous continuons à privilégier les fonds à maturité, gages d'une très belle diversification. Les spreads de crédit étant désormais très resserrés entre les émetteurs High Yield et les emprunts gouvernementaux, nous avons récemment renforcé la part allouée au segment Investment grade, plus qualitatif et protecteur en cas de scénario économique défavorable.

Nous continuons bien évidemment à monitorer de près la situation géopolitique et en premier lieu une éventuelle implication plus directe de l'Iran dans le conflit entre Israël et le Hamas. La hausse récente du prix du baril est sans doute en partie liée aux incertitudes entourant la zone. La rhétorique toujours plus anti-occidentale du président Poutine qui voit la main de l'Ouest partout, y compris derrière le terrible attentat de Moscou, n'a pour l'heure que peu d'influence sur les marchés financiers. À une exception notable : les valeurs du secteur de la défense, en forte hausse depuis trois mois. Le leader russe aura en tout cas gagné une chose : il aura tiré l'OTAN de son hibernation et provoqué un sursaut parmi les dirigeants européens sur la nécessité d'accroître leurs dépenses militaires. C'est tout bénéfique pour nos fleurons européens que sont Dassault Aviation ou encore Thales.

Christophe Carrafang

Grand Angle

La Chine, grande perdante des élections américaines ?

Début 2024, parmi les risques géopolitiques majeurs retenus par les investisseurs, la guerre froide entre les États-Unis et la Chine se trouvait en bas de classement. En effet, les deux parties ont de bonnes raisons de maintenir ce calme dans leurs relations cette année. Le président américain, Joe Biden, n'a pas besoin, dans une année électorale, d'une crise de politique étrangère supplémentaire, déjà bien occupé avec l'Ukraine et le Moyen-Orient. Quant au dirigeant chinois, Xi Jinping, il a assez de soucis à gérer en interne avec un malaise économique persistant.

Nous avons même retrouvé un semblant d'amélioration dans les relations US/Chine ces derniers mois : avec une première rencontre officielle entre les deux chefs d'Etats, en novembre dernier, pour tenter d'apaiser les tensions au sujet de Taïwan ; et un entretien téléphonique, tout récemment, où il a été question d'Intelligence Artificielle, de TikTok, de la Russie et du Fentanyl.

Mais ce calme relatif pourrait avoir une date d'expiration : le 5 novembre, le jour du scrutin des élections américaines. Surtout, depuis la confirmation que Donald Trump sera le candidat du Parti Républicain. Malgré ses déboires avec la justice, il devrait pouvoir se présenter.

Les ambitions de Trump pour un second mandat pourraient de nouveau impacter les liens entre les Etats-Unis et la Chine. En effet, rappelons-nous la confrontation commerciale initiée par Donald Trump en 2018 : les relations économiques avaient été largement fragilisées. Aujourd'hui, cela ne semble pas avoir changé : Trump souhaite imposer d'énormes tarifs susceptibles de minimiser considérablement les échanges commerciaux avec la Chine, jusqu'à les réduire à néant se-

lon Bloomberg Economics. La stratégie de Trump pourrait contraindre Joe Biden à adopter des positions plus strictes envers la Chine pour renforcer son électorat.

Sous l'administration Biden, bien que le ton ait légèrement changé, la stratégie fondamentale à l'égard de la Chine reste ferme. Biden est conscient qu'il doit adopter une position inflexible. Bien que ses propositions ne soient pas aussi extrêmes que les droits de douane envisagés par Trump, et que son administration ait exprimé son opposition à un découplage total, il a un éventail de restrictions sans précédent à imposer, de la gestion des données à l'industrie des véhicules électriques. Pour Xi Jinping, la probable intensification du conflit économique avec les Etats-Unis intervient à un moment critique. Pékin doit déjà gérer l'effondrement du secteur immobilier, qui a lourdement affecté son moteur de croissance, ainsi que la chute des marchés actions. La proximité de la Chine avec la Russie avant et pendant l'invasion de l'Ukraine a renforcé le discours américain. Les alliés européens, qui considéraient auparavant la Chine, davantage comme un marché que comme une menace géopolitique, ont commencé à prêter attention aux avertissements américains, notamment en ce qui concerne le risque d'invasion de Taïwan. L'impact global est clairement négatif, pesant sur la croissance chinoise et augmentant la pression sur son économie avant les élections américaines.

Nous restons attentifs aux évolutions que pourraient prendre le conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine. Nous n'avons pas augmenté notre exposition sur la zone, mais nous maintenons les positions. Les valorisations attractives et le soutien économique apporté par le gouvernement pourraient acter un niveau plancher sur les indices actions chinois.

Damien Beasse



Macroéconomie

Inflation: Une baisse plus contenue

- Euro Zone : L'inflation se stabilise autour des +2.4% en mars, avec un indice core qui poursuit sa baisse à +2.9%, contre +3.4% en décembre.
- On observe le même phénomène aux USA; l'indice des prix est à +3.2% et l'indice core poursuit son recul à +3.8%.
- La Chine sort (provisoirement ?) de la déflation avec un indicateur à +0.7% en ce début d'année.

Marché de l'emploi: Toujours remarquablement stable

- Les facteurs démographiques structurels sont toujours à l'œuvre et permettent une grande stabilité du taux de chômage de la Zone Euro à 6.5%, sur des niveaux historiquement faibles.
- Aux Etats-Unis, le taux de chômage remonte légèrement de 3.7% à 3.9% sur le trimestre. Les créations d'emplois, restent sur une moyenne de 200 000 emplois créés par mois.

Activité manufacturière: Amélioration sauf pour les poids lourds de la Zone Euro

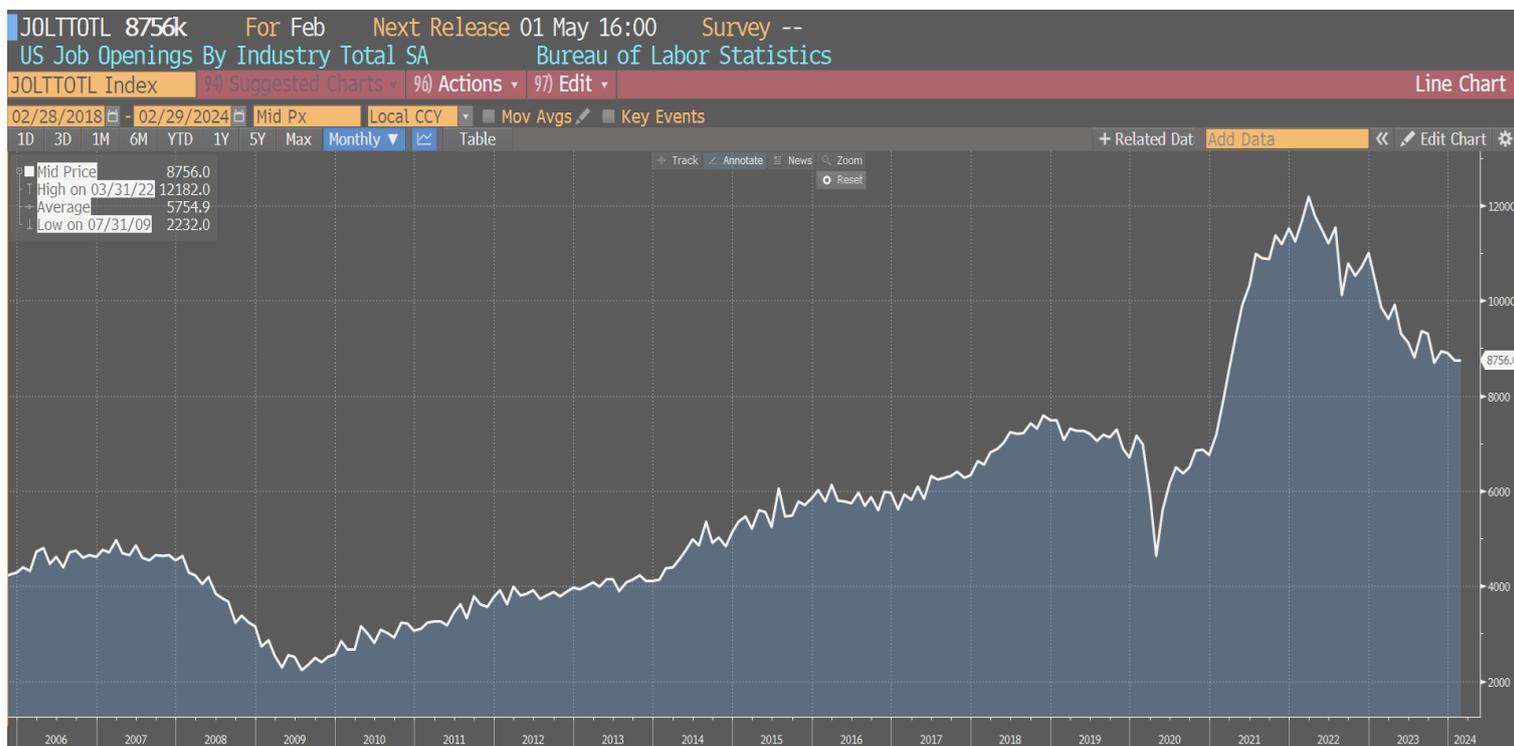
- L'indicateur global autour de 49 pendant un an, repasse en positif sur le trimestre (50.6 en mars).
- Aux USA l'indicateur est enfin dans le vert à 50.3 ; l'ISM manufacturier était resté entre 47.4 et 46.7 pendant plus d'un an.
- La France et l'Allemagne restent soumis à des difficultés manufacturières quand, une fois n'est pas coutume, le sud de la Zone Euro se porte mieux.
- L'activité chinoise se redresse en mars, mais il est trop tôt pour en tirer des conclusions.

Activité des services: Une situation contrastée

- L'indicateur global est assez stable depuis plusieurs mois.
- Aux Etats-Unis l'ISM des services déçoit (51.4), mais l'indice des prix rassure !
- En Zone Euro l'indicateur se reprend, porté par L'Europe du Sud et l'Allemagne. La France reste en retard.
- La croissance des services en Chine rebondit depuis plusieurs mois grâce à une consommation des ménages bien orientée, bien que l'activité dans le secteur de l'immobilier soit toujours morose.

Damien Liegeois

US Jobs Opening



Cet indice représente le nombre mensuel total d'offres d'emploi non pourvues aux États-Unis, fournissant ainsi un indicateur de la demande de main-d'œuvre dans l'économie américaine.



Special Topic

Pourquoi le High Yield surperforme -t-il depuis 2022 ?

L'année 2022 fut une année de forte correction sur l'ensemble des segments du marché obligataire hormis celui des taux variables. Les obligations High Yield ont été emportées par la baisse mais en relatif elles ont mieux tenu : en reculant de -14% quand dans le même temps un indice d'obligations de meilleures qualités baissait de -15% et celui des obligations gouvernementales de -19%.

Par la suite, et de façon plus surprenante, cette surperformance s'est poursuivie jusqu'à aujourd'hui avec plus de +20% de performance depuis le plus bas, notamment à travers les gérants actifs, qui ont la capacité de sélection et qui peuvent éviter les entreprises trop endettées, surreprésentées dans les indices de référence.

Habituellement les hausses de taux que nous avons connues s'accompagnent rapidement d'une détérioration de l'activité et des états financiers de ces entreprises dites « plus fragiles ». S'ensuivent des estimations de défaut en hausse et un écartement des spreads de crédit (écart avec les taux sans risques) provoquant une baisse généralisée du prix des obligations des entreprises les moins bien notées.

Force est de constater que le cycle que nous vivons est différent, et il remet en cause les modèles de prévisions des stratèges qui n'achetaient le haut rendement qu'une fois la baisse des taux amorcée.

Pourquoi ce cycle est-il si différent ?

Une particularité de ce cycle est qu'il intervient deux ans à peine après le choc covid. Les directeurs financiers ont été marqués, et ont appris à être extrêmement prudents. La période de taux bas a été mise à profit pour reconstituer des réserves à des taux très avantageux ; les entreprises sont globalement bien fournies en cash et les échéances de refinancement bien échelonnées dans le temps.

Dans le monde du Corporate High Yield, les bilans se sont assainis et le niveau de l'endettement est relativement bas. Ce constat est le même dans les pays développés ainsi que dans tout le monde émergent. D'ailleurs, les notations s'améliorent nettement : à la veille de la crise de 2008, dans l'univers du haut rendement, il y avait 39% de BB, il y en a désormais 57% ; les notations B sont passées de 46% à 34%. Ainsi, les taux de défauts restent faibles et contenus aux entreprises déjà fragiles avant les hausses de taux.

Une autre particularité de ce cycle est que, malgré une récession manufacturière et un secteur immobilier en difficulté, les économies, pour le moment, ne sont pas tombées en récession ou que très partiellement. Plusieurs éléments expliquent ce phénomène nouveau : des cycles économiques plus courts sans stock, une pénurie structurelle de main-d'œuvre qui maintient le taux de chômage bas et soutient la consommation et le secteur des services.

La bonne performance du secteur tient aussi au fait que, pour les investisseurs, même si l'écart de rendement (spread) est relativement serré, le taux absolu de rendement est très attractif et sur des niveaux qui protègent à la fois d'éventuelles nouvelles hausses de taux et d'un élargissement des spreads en cas de détérioration économique.

Pour notre exposition à travers cette classe d'actif nous avons surtout choisi l'approche en « fonds datés » de maturités échelonnées, très diversifiés, qui nous apportent une tranquillité d'esprit vis-à-vis de ce qui inquiète le plus les investisseurs dans cet univers : les défauts de paiement.

Damien Liegeois

Spread HY vs Govies 10Y



Ce graphe représente la différence de rendement entre les obligations à haut rendement (high yield) et les obligations gouvernementales à 10 ans (govies).

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 8 avril 2024. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés. Sources / photos (page 1) : Flickr ; (page 2) : pxhere.com