

JANVIER 2024

Editorial

Quelle incroyable année 2023!

Beaucoup auront une nouvelle fois été dérouterés par ces marchés tellement surprenants. Les Cassandre, qui prévoyaient l'année dernière une récession lourde et des bourses mondiales en berne, en auront été pour leurs frais. Si la performance des bourses émergentes, Chine en tête, s'est révélée modeste (+ 7.04% pour le MSCI Emerging Markets), aux Etats-Unis, le S&P500 finit l'année avec un respectable +24.23%, tandis qu'en Europe, l'Eurostoxx 50 termine pour sa part à +19.19%. Comme toujours, cette performance ne s'est pas faite en ligne droite et les opérateurs ont connu en 2023 leur lot de sueurs froides. Rappelons-nous le trou d'air du mois de mars, avec la crise bancaire aux Etats-Unis. Ou les 3 mois de forte baisse (des actions comme des obligations), de fin juillet à fin octobre, sur fond de résilience de l'inflation cœur, de messages plutôt restrictifs de la part des banquiers centraux et d'une violente tension sur les taux longs. Et puis ce formidable et presque inespéré rallye de fin d'année à partir de début novembre, avec une belle détente sur les rendements longs et une inflation qui, à l'aube de cette nouvelle année, a sensiblement diminué, tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Ainsi, l'indice CPI américain (Consumer Price Index), qui était encore à 6.5% il y a un an (après un pic à 9% en juin 2022), se stabilise désormais autour de 3.1%. Les marchés financiers s'attendent désormais à ce que la Fed et la BCE commencent à réduire leurs taux d'intérêt en 2024, dans un contexte où les perspectives de croissance économique globale pour 2024 devraient ralentir, évolution somme toute logique après 11 hausses consécutives des taux d'intérêt aux Etats-Unis et 10 relèvements de taux en Europe. L'OCDE, qui a publié ses dernières prévisions à la fin du mois de novembre, prévoit un ralentissement de la croissance aux États-Unis de environ 1,5 % et une légère reprise de la croissance dans la zone euro à environ 0,9 %.

Si ces prévisions s'avèrent correctes, les premières baisses de taux d'intérêt en Europe et aux États-Unis devraient se matérialiser dans les prochains mois, probablement au début du deuxième trimestre 2024. C'est cette perspective qui a entre autres permis le rallye boursier de ces deux derniers mois avec des bourses européennes qui ont repris plus de 12% depuis fin octobre. Certains économistes, passant d'un extrême à l'autre, prévoient désormais une baisse de 125 points de base aux Etats-Unis et même 150 points de base pour la zone euro en 2024. Ceci nous semble probablement un peu trop optimiste compte-tenu d'une inflation sous-jacente certes en baisse, mais qui reste malgré tout relativement élevée en termes absolus (4% aux Etats-Unis, 3.6% dans la zone euro) et de la propension à la hausse des coûts de main d'œuvre des deux

côtés de l'Atlantique. Si la Fed baisse ses taux de 75 points de base en 2024 (3 baisses de 0.25%), ce sera déjà très bien.

Sur le front obligataire, la détente des taux longs a été rapide et significative. En Europe, le rendement à 10 ans du Bund allemand est ainsi passé de 3% début octobre à 1.895% le 27 décembre avant de remonter à 2.05% au moment où nous écrivons ces lignes. Idem pour le rendement de l'US Treasury à 10 ans, passé de 5% mi-octobre à 3.97% aujourd'hui. Mais malgré ces baisses récentes, les rendements obligataires restent à des niveaux assez attractifs par rapport à ce que nous avons observé ces dernières années, pendant cette longue phase où les banques centrales avaient mené des politiques ultra-accommodantes des deux côtés de l'Atlantique. On se souvient que de mai 2019 à janvier 2022, le rendement du Bund allemand à 10 ans était même resté en territoire négatif, un non-sens du point de vue des investisseurs ! Aujourd'hui, 4% de rendement sur des papiers d'état américains à 10 ans, alors que l'inflation est à 3.1, que l'économie ralentit et que la Réserve Fédérale n'a pas entamé son cycle de baisse des taux, c'est loin d'être inintéressant. Sans compter l'aspect potentiellement protecteur de tels instruments si par malheur, le scénario de « soft landing » (atterrissage en douceur) qui reste majoritaire aujourd'hui, devait céder la place à un scénario de « hard landing » ou de récession lourde autrement dit. C'est pour cette raison que nous avons, il y a plusieurs semaines déjà, rallongé un peu la durée de nos portefeuilles tout en renforçant la qualité de nos investissements.

Avec ces rendements obligataires de nouveau décents, les portefeuilles diversifiés multi-actifs ont retrouvé leur attractivité, d'autant que la décorrélation entre actions et obligations ré-augmente depuis quelques temps. En d'autres termes, les bienfaits de la diversification (le principal étant la réduction du risque) par l'ajout d'obligations à un portefeuille mixte se font de plus en plus sentir.

L'année 2023 et tout spécialement le formidable rebond boursier du mois de novembre, survenu après une baisse de plus de 10% sur 3 mois, nous a conforté dans nos convictions selon lesquelles les mouvements de court terme sur les actions sont très difficiles à capturer et qu'il est très pénalisant d'être en dehors du marché, même si le contexte international pour le moins anxiogène de cet automne poussait à l'inverse à la frilosité. Si l'on regarde sur 20 ans l'évolution du MSCI World, de septembre 2003 à septembre 2023, la performance annualisée ressort à +8.02% pour un investisseur étant resté investi sur toute la période. Mais attention ! Le chiffre tombe à +4.77% pour l'investisseur ayant raté les 10 meilleures séances boursières

	Q4 2023	YTD 2023	Close 31/12/23
DOW JONES	12.48%	13.70%	34 065.02
S&P 500	11.24%	24.23%	4 311.12
FTSE 100	1.65%	3.78%	8 920.76
EUROST.50	8.31%	19.19%	4 521.65
CAC 40	5.72%	16.52%	7 534.18
FTSE MIB	7.47%	28.03%	30 351.62
MSCI EM	7.45%	7.04%	925.29
CRUDE OIL	-21.08%	-10.73%	71.65
GOLD	11.60%	13.10%	2 062.98
EUR/USD			1.1039
EUR/CHF			0.92887
EUR/GBP			0.86691
EURIBOR 1M			3.845%

(sur un total de 4800 séances). A +2.71% pour l'investisseur ayant raté les 20 meilleures journées. Et à -0.23% pour l'investisseur absent des 40 meilleures séances !

En ce début 2024, nos convictions n'ont pas bougé et nous restons pour le moment exposés sur les marchés actions. Peut-être légèrement moins qu'il y a une semaine ou deux, le rallye de ces deux derniers mois ayant été propice à quelques prises de bénéfices ici et là. Mais exposés tout de même. En effet, les risques et opportunités sur les bourses mondiales sont de notre point de vue à ce jour bien équilibrés.

Regardons tout d'abord les facteurs de soutien. On peut en dénombrer trois principaux.

Tout d'abord, la fin du cycle de hausse de taux de la part des banques centrales. Si l'on analyse les 35 dernières années boursières, depuis 1989, il s'avère que dans 80% des cas, les marchés actions ont connu une évolution positive dans les douze mois qui ont suivi la dernière hausse des taux de la part de la Réserve Fédérale américaine. Avec une performance moyenne d'un peu plus de 15% pour le S&P500 et d'un peu plus de 20% pour le MSCI Emerging Markets. Nous aborderons d'ailleurs entre autres dans notre Grand Angle en page 2 la problématique du rebond boursier chinois qui pourrait enfin se matérialiser après trois années compliquées.

Autre facteur de soutien dans un contexte probable de baisse des taux courts, les bénéfices par action. Les analystes estiment actuellement que la croissance des BPA devrait s'accroître en 2024 (+11.40% pour le S&P500, +9.2% pour le Stoxx600), ce qui en théorie est bon pour les cours de bourse.

Troisièmement, les valorisations. Si le marché US se traite aujourd'hui légèrement plus haut que sa moyenne historique en termes de ratio cours/bénéfice, l'indice européen Stoxx600 se traite pour



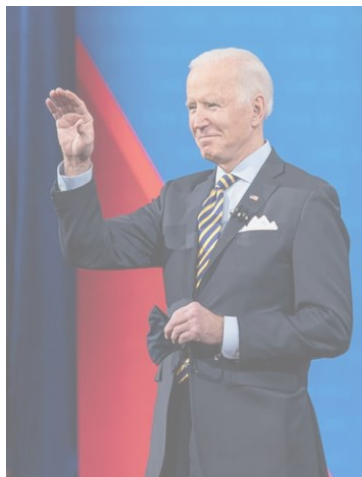
sa part en dessous (13.12 vs 14.21 en moyenne depuis 2006 avec souvent des pointes à 17 comme en 2015, 2016 et 2017). Et les marchés émergents sont valorisés à leur moyenne historique. Ces chiffres masquent en outre des pans entiers de la cote qui sont clairement sous-valorisés. N'oublions pas que durant la plus grande partie de 2023, la performance des bourses a été concentrée sur un nombre assez limité de valeurs, tout spécialement technologiques, laissant sur le côté bon nombre de belles sociétés qui n'ont pas vu leur cours de bourse évoluer à la hausse comme ils auraient normalement dû le faire. Dans un contexte de ralentissement économique généralisé dans les pays de l'OCDE, les taux longs devraient rester autour des niveaux actuels, voire baisser encore un peu. Ceci est également mécaniquement bénéfique pour les valorisations.

Passons maintenant aux facteurs de risques. Quels seraient les événements susceptibles de faire fléchir les bourses mondiales dans les prochains mois ?

Tout ce que nous avons écrit jusqu'à présent s'inscrit dans le cadre d'un scénario d'atterrissage en douceur des économies occidentales. Mais qu'en serait-il si le scénario alternatif d'une stagflation se matérialisait ? Imaginons un instant que pour l'une ou l'autre raison d'ordre géopolitique par exemple, l'inflation se maintienne aux niveaux actuels (i.e. au-dessus des objectifs des banques centrales), voire réaccélère un peu. Ceci conduirait les banques centrales à maintenir les taux courts en territoire restrictif plus longtemps que prévu, ce qui aurait pour conséquence de freiner encore plus l'économie, au risque d'engendrer une récession. Sans parler de la déception des opérateurs qui tablent en moyenne aujourd'hui sur 3 baisses de 25 points de base aux Etats-Unis. Ceci créerait les conditions d'un environnement très négatif pour les marchés actions, avec des pressions sur les bénéfices et les multiples de valorisation. Surtout que le marché US, comme déjà entrevu plus tôt, n'est pas spécialement bon marché.

Autre facteur potentiel de volatilité, les élections présidentielles américaines du 5 novembre prochain, qui vont se tenir dans un climat tout sauf serein. Donald Trump est pour l'heure le grand favori des sondages, mais il est toujours en proie à des démêlés judiciaires. Dernier en date, la décision prise par l'État du Maine l'excluant des bulletins de vote de la primaire républicaine. Le milliardaire a été jugé jeudi "inapte à la fonction de président" en raison de l'assaut contre le Capitole de janvier 2021 commis par ses partisans. Trump a aussitôt fait appel de la décision. Mais cela en dit long sur l'ambiance de cette pré-campagne. Dans le camp républicain, c'est Nikky Haley, l'ancienne gouverneur de Caroline du Sud et ambassadrice des États-Unis auprès des Nations unies,

qui semble avoir le vent en poupe dans le cas où l'ancien président ne pourrait pas se représenter. Dans le camp démocrate en revanche, c'est le flou qui prédomine. Joe Biden, lui-même potentiellement vulnérable avec l'inculpation de son fils au niveau fédéral pour fraude fiscale, a dit qu'il se représenterait si Trump y allait. En revanche, vu son âge et sa fatigue apparente, il est probable qu'il jette l'éponge si c'est un autre républicain qui émerge dans le camp adverse. Problème : il n'y a pas grand monde qui se détache de manière claire dans le camp démocrate, pas vraiment de candidat naturel pour le moment. Des élections très ouvertes donc, avec des conséquences importantes en matière de politique étrangère, en particulier si Donald Trump était élu, et cela dans un monde de plus en plus incertain, marqué par le retour en force des empires (l'empire russe, l'empire perse, l'empire ottoman, l'empire du milieu...)



Cette dimension géopolitique est probablement la plus épineuse, tant pour l'économie mondiale, que pour les marchés financiers en 2024. L'onde de choc de l'attaque sanglante du Hamas en Israël du 7 octobre dernier avec ses représailles intenses depuis trois mois dans la bande de Gaza n'ont pas pour l'heure affecté les marchés, les opérateurs ayant considéré avec raison mais non sans cynisme que tant que le conflit restait « local », les bourses n'avaient pas de raison d'être impactées. La donne est peut-être en train de changer ces jours-ci avec l'élimination ciblée de Saleh Al Aroui, numéro 2 du Hamas, par une frappe de drone israélien dans la banlieue sud de Beyrouth, mardi 2 janvier, élimination qui suscite une forte inquiétude. Tous les regards se tournent désormais vers le Hezbollah qui jusqu'alors se tenait tranquille (la présence des deux porte-avions en Méditerranée y étant certainement pour quelque chose), mais qui a promis des représailles à la suite de ce coup porté en plein cœur de son territoire, première attaque du genre depuis 2006. Israël, qui n'a pas terminé sa traque du Hamas dans la bande de Gaza, pourrait-il faire face à un second front dans le nord de son territoire ? Sans parler de la Cisjordanie à l'Est... Plus au sud, ce sont les attaques des rebelles Houthis contre les navires commerciaux qui ont inquiété les opérateurs. A juste titre. A coups de missiles,

de drones, d'assauts en mer et de prises d'otages, ces derniers multiplient les opérations en mer Rouge contre des cargos, des porte-conteneurs et des pétroliers, assurant cibler les navires se dirigeant vers l'Etat hébreu ou étant liés, d'une manière ou d'une autre, à Israël. Plusieurs compagnies maritimes et pétrolières ont d'ores et déjà suspendu le trafic maritime en mer Rouge en raison de ces attaques houthis soutenues par l'Iran. Ceci alimente les inquiétudes concernant d'éventuelles perturbations des chaînes d'approvisionnement. Car le détournement des bateaux par le cap de Bonne-Espérance rallonge les temps de transports de 10 à 15 jours en moyenne. Et donc les coûts de livraison. Un peu plus au Nord-Est, les Etats-Unis scrutent avec attention le détroit d'Ormuz, tout proche de l'Iran, par lequel circule un tiers du brut transitant par voie maritime dans le monde. Et 12% du commerce mondial.

Sur le front ukrainien, les bombardements russes redoublent d'intensité sur Kiev ces derniers jours, pour à la fois créer un climat de terreur et déstabiliser le pouvoir en place. Les Polonais pour leur part renforcent leur dispositif militaire à la frontière et se tiennent prêt à intervenir avec leurs avions en cas de besoin. Une interrogation demeure à ce stade. Vladimir Poutine ne veut-il que le Donbass, la Crimée, l'accès libre à la mer Noire ? Ou veut-il renverser le gouvernement actuel pour mettre en place un gouvernement « ami » pro-russe ? Les Polonais et les Moldaves ont-ils raison de s'inquiéter ?

Terminons enfin sur les élections du 13 janvier prochain à Taïwan. Ces élections seront particulièrement scrutées par la Chine et les Etats-Unis en raison de leur importance pour l'avenir des relations entre l'île autonome et Pékin. L'Empire du Milieu, qui la considère comme partie intégrante de son territoire, s'est juré de la ramener un jour dans son giron, en recourant à la force si nécessaire. Encore une zone de conflit potentiel, dans une partie du monde où là encore transite une bonne partie du commerce mondial.

En conclusion, les portefeuilles multi-assets devraient une nouvelle fois bien se comporter en 2024, avec des actions encore potentiellement assez volatiles mais qui pourraient bénéficier de la baisse des taux et des obligations, surtout la frange la plus qualitative, qui devraient poursuivre leur mouvement d'appréciation entamé il y a plusieurs mois. Mais le monde n'a jamais été aussi incertain comme nous venons de l'évoquer, avec beaucoup de foyers d'instabilité en plusieurs points du globe. Tout cela nous incite à faire preuve d'humilité face aux risques et à nous préparer à tous les scénarios. Encore une fois, qualité et diversification seront les maîtres-mots de notre approche.

Christophe Carrafang



Macroéconomie

Inflation: La désinflation s'installe

- Euro Zone : L'inflation recule encore à +2.4% en novembre, avec un indice « core » lui aussi en baisse à +3.6%.
- Aux USA l'indice des prix est de +3.1%. L'indice « core » poursuit son recul à +4%.
- Au Royaume-Uni l'indice des prix accélère son recul à +3.9%, contre +6.7% il y a encore un trimestre.

Marché de l'emploi: Toujours stable

- Malgré une croissance très faible en 2023, le taux de chômage dans la Zone Euro reste très stable à 6.5%, sur des niveaux historiquement faibles.
- Aux Etats-Unis, le taux de chômage remonte légèrement de 3.4% à 3.7%. Les créations d'emplois, mêmes si elles sont plus faibles qu'en 2022, restent sur une moyenne de 200 000 emplois créés par mois.

Activité manufacturière: Stabilisation de l'activité

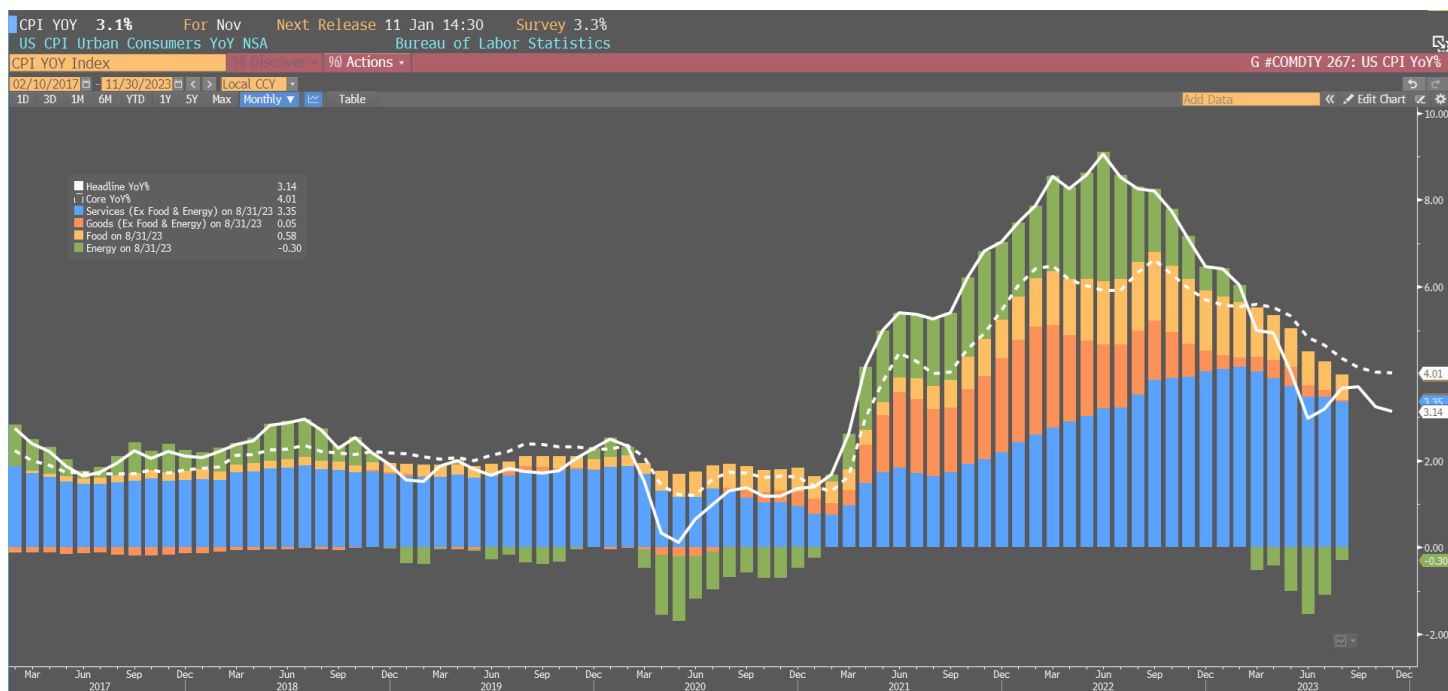
- L'indicateur global, autour de 49 depuis plus d'un an, reste en zone de récession.
- Aux USA rien de nouveau, l'ISM manufacturier est resté entre 47.4 et 46.7 tout au long de l'année.
- Les indicateurs européens restent déprimés entre 42 et 44 depuis plusieurs mois.
- L'activité chinoise est stable autour des 50 avec un secteur immobilier toujours en panne.
- La fin des déstockages n'a pas fait repartir l'activité mais elle l'a stabilisée.

Activité des services: Un ralentissement modéré

- L'indicateur global est relativement stable depuis le mois d'août, légèrement au-dessus de la zone de contraction.
- Aux Etats-Unis l'ISM des services est attendu à 52.5 en décembre contre 52.7 pour le mois de novembre.
- En Zone Euro l'indicateur se stabilise en zone de contraction, après son décrochage de l'été à 48.1.
- La croissance des services en Chine reste atone, elle est attendue en légère hausse pour décembre entre 50.5 et 51.6.

Damien Liegeois

Evolution de l'indice US CPI YoY (*) depuis 2017



(*) Cet indice représente les changements de prix de tous les biens et services achetés par les ménages américains urbains



Grand Angle

Un retour fortement attendu des investisseurs sur les actifs chinois

Ces trois dernières années ont été difficiles pour les investisseurs en actions chinoises. L'écart de performance absolue mais surtout relative s'est creusé violemment : depuis début 2021, l'indice MSCI China a sous-performé l'indice MSCI Monde de près de 70%.

De nombreux facteurs, dont nous avons déjà discuté lors de nos dernières publications, sont à l'origine de ce mauvais résultat.

- **Un manque de confiance, de la part des investisseurs, envers le gouvernement suite aux politiques strictes liées au Covid-19.**
- **Des difficultés dans le secteur immobilier surendetté, toujours d'actualité, et qui peuvent durer.**
- **L'interventionnisme du gouvernement à la fois imprévisible et parfois hostile aux plus grandes entreprises chinoises.**
- **De plus, il s'agit d'une année électorale assez chargée, notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Est-ce que la Chine sera utilisée comme punching-ball par les politiciens, comme nous l'avons déjà vécu par le passé ?**

Il existe néanmoins des raisons de croire à un rebond des actions chinoises dans les prochains mois :

- **Les valorisations des marchés actions chinois sont très basses : elles ont baissé de 57% par rapport à leur plus haut niveau de 2021. L'écart de valorisation entre les marchés actions chinois et la plupart des autres grands marchés mondiaux est proche de ses plus hauts historiques. A moins que l'économie chinoise ne s'effondre vraiment, les marchés d'actions semblent offrir beaucoup de valeur.**
- **Il y a un consensus parmi les prévisionnistes pour cette année 2024 selon lequel nous devrions assister à un rebond des indices chinois : ils parient sur une relance gouvernementale et sur un rattrapage de la consommation. Le gouvernement semble avoir commencé à stimuler sérieusement : l'expansion du bilan de la Banque populaire de Chine vient d'atteindre des niveaux jamais vus depuis plus de dix ans.**
- **La résilience de la Chine s'explique par une évolution importante : au cours des 5 dernières années, le mix des exportations chinoises s'est déplacé vers le haut de la chaîne de valeur pour inclure des produits à forte valeur ajoutée (trains, panneaux solaires, automobiles). Cela a contribué à soutenir la croissance des salaires chez les travailleurs de l'industrie, ce qui a maintenu la consommation. Un rebond de la croissance atténuerait certaines inquiétudes et pourrait de nouveau attirer les investisseurs internationaux.**

Si la Chine met plus de temps à repartir, d'autres pays émergents prendront le relais. On assiste depuis quelques mois à un déplacement des chaînes d'approvisionnement de la Chine vers d'autres acteurs émergents. Cela devrait engendrer un cercle vertueux d'augmentation de l'investissement et de la croissance de l'emploi, notamment en Inde, au Mexique et au Vietnam. Mais la Chine est également bien placée, avec un grand nombre d'entreprises présentes, pour participer à la forte croissance du continent eurasiatique dans les années à venir.

Damien Beasse

Special Topic

BCE : Perturbée par un ralentissement économique sans chômage ?

Mi-septembre, la Banque Centrale Européenne a surpris les marchés avec la 10ème hausse de taux depuis juillet 2022. En un peu plus d'un an, le taux directeur est passé de zéro, où il était depuis 2016, à 4.5% ; une hausse d'une rapidité inédite.

Si les précédentes augmentations ont toutes été plus ou moins attendues, la dernière a surpris à plus d'un titre.

Depuis ce commentaire il y a un trimestre la situation sur le plan de l'inflation a continué à évoluer à l'encontre des prévisions de la Banque Centrale Européenne. Sur la période, l'inflation a été divisée par plus de deux, passant de +5.2% à +2.4% ! L'inflation « core », elle, est passée de +5.3% à +3.6%. La pression inflationniste reflue fortement du fait du recul des prix énergétiques, de la déflation chinoise et du ralentissement économique qui commence à avoir des effets sur le prix des services.

Pourquoi donc la Banque Centrale peine-t-elle à changer de discours sur le sujet ?

Une des raisons tient peut-être au fameux adage de « ne pas vendre la peau de l'ours... », surtout après avoir un peu tardé quand il s'était agi d'initier ces hausses de taux.

Une autre raison est sans doute liée au marché de l'emploi dont l'élasticité aux hausses de taux a changé sur ce cycle. En effet, après de telles hausses en si peu de temps, une forte augmentation du chômage aurait semblé évidente. Or, la pénurie structurelle de la main d'œuvre, liée à des questions démographiques de fond, perturbe les modèles macroéconomiques malgré un ralentissement de l'activité, et fait craindre de nouvelles pressions sur les salaires.

Le fait que chômage de la Zone Euro, après une année où les taux sont passés de 0% à +4.5%, atteigne des plus bas jamais enregistrés est étonnant. Certes il augmentera probablement en 2024 mais il ne devrait pas atteindre les pics des cycles précédents. S'il n'y a pas de chômage, les ménages conservant leurs emplois continuent de payer leurs crédits à la consommation et immobiliers (ces derniers contractés en grande majorité à taux fixes bas). Ainsi, le secteur immobilier souffre d'un manque de nouvelles transactions mais pas

d'un effondrement engendré par les défauts de paiements. Logiquement, de simples baisses de taux devraient lui permettre de repartir.

Les marchés financiers, ces deux derniers mois, ont fait clairement leur choix de se satisfaire de cette désinflation couplée d'un ralentissement économique mesuré. Les baisses de taux, envisagées partiellement par certains il y a quelques mois pour la fin 2024 (-50bp), sont désormais attendues dès le premier trimestre de l'année 2024 avec plus de 100bp de baisse d'ici juillet.

En fin d'été 2023 le mot d'ordre des stratégestes obligataires, influencés par le discours des banquiers centraux, était : « des taux hauts pour longtemps » ; ils n'ont pas vu venir les baisses de taux des deux derniers mois. Beaucoup se sont trompés et n'ont pas assez profité de cette fenêtre d'investissement obligataire. La question est désormais de savoir s'ils en auront une autre en 2024 ? ou bien si leur prochain mot d'ordre sera plutôt lié à la déflation... ?

Damien Liegeois

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 6 janvier 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 2) : rawpixel.com; (page 4) : usbektrica.com