

LA LETTRE FINANCIÈRE

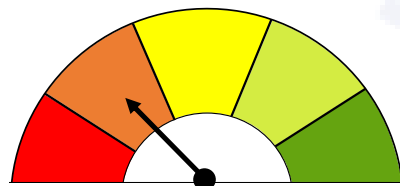
REVUE, OPINIONS ET PERSPECTIVES DES MARCHÉS



HIVER 2023-2024

Contexte d'investissement

Les contours économiques et géopolitiques du nouveau régime post-pandémique se dessinent lentement. Moins lisses, et libérés des contraintes des décennies précédentes. La tâche des dirigeants politiques et des banquiers centraux sera particulièrement complexe ces prochaines années. Après avoir gagné du temps, encouragé la financiarisation, toléré la montée des inégalités et créé de la dette, ils devront réinventer en profondeur les modèles économiques et sociétaux. Pas étonnant que les marchés financiers perdent leur tendance naturelle à revenir à leur moyenne (de long terme). Pour performer, il faudra innover en termes de construction de portefeuille et s'adapter aux chocs et aux incertitudes à venir.



*La transition entre régimes s'accélère
Les décideurs politiques doivent
urgemment proposer des solutions /
politiques créatives*

Principaux indicateurs en 2023
(au 20 décembre 2023)

Indicateurs	Variation %
Eurostoxx 50	+19.0
Swiss Market Index	+3.7
FTSE 100	+3.2
S&P 500	+22.4
Taux court terme EUR	4.5
Taux court terme USD	5.5
EURUSD	+3.4
EURCHF	-4.7
Barclays Euro Agg. Bonds	+7.4
Barclays US Agg. Bonds	+5.2

Vision globale



Perturbations "séculaires"

- Le climat / efforts de guerre
- Technologie, IA
- Inégalités



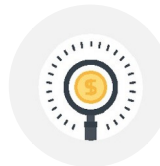
Démondialisation

- Commerce
- Relocalisation
- Dédollarisation



Politiques économiques

- Durabilité des taux réels positifs
- Économie de guerre
- Après l'effet richesse, quelle relance ?
- Monnaies numériques des banques centrales
- Viabilité de la dette (Minsky)



(Géo)-Politique

- Nouvel Ordre Mondial multipolaire
- Emergence du Sud Global
- Guerre au portes de l'UE

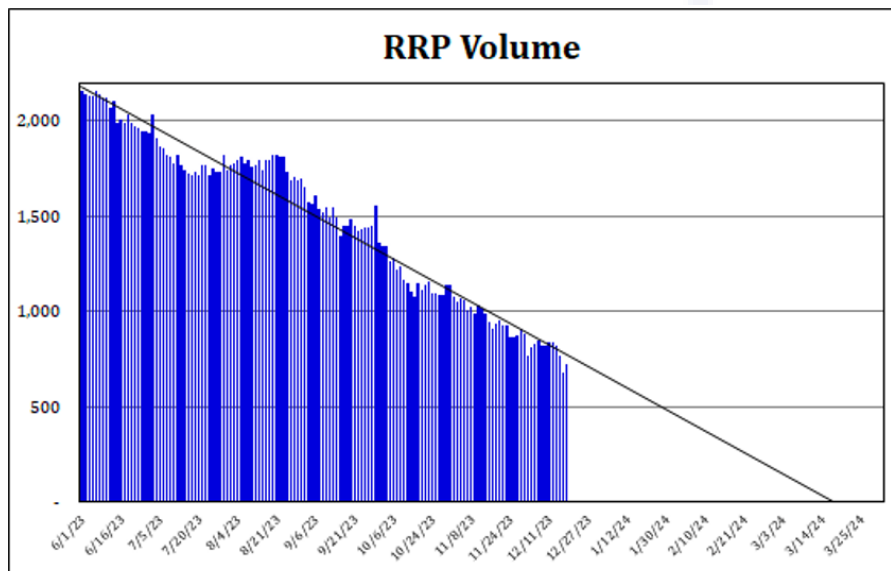
Cadre d'investissement

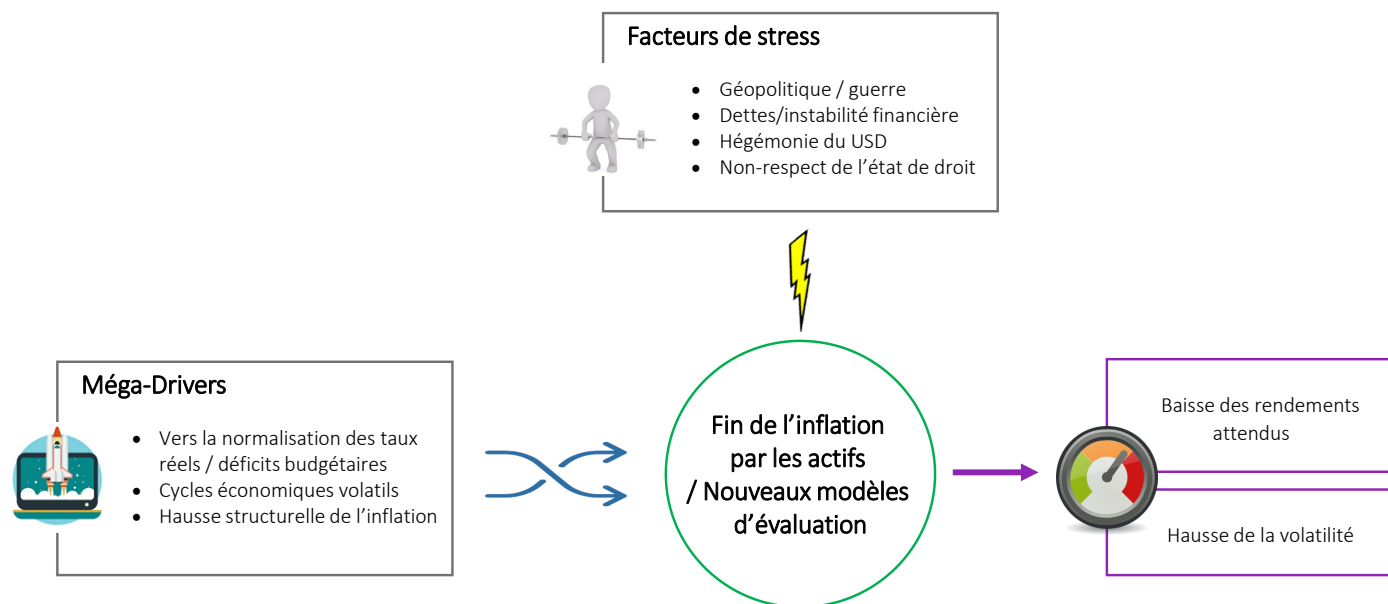
Le bear steepening toxique s'est terminé fin T3 grâce à l'injection de liquidités, l'ingénierie financière, la chasse aux bonnes affaires par les investisseurs longs et le déblocement de ventes à découvert des spéculateurs. Le "everything rally" qui a suivi T4 23 se base sur la conviction d'un scénario "Boucles d'or" 2024 : baisse de l'inflation, croissance résiliente, rebond de la Chine, renforcé par des taux d'intérêt plus bas. Ce scénario extrêmement favorable est trop beau pour être vrai. Le retour vertueux d'une corrélation négative actions – obligations est incertain, car conditionné par l'évolution de l'inflation, donc les futures politiques économiques. Nous plaçons pour une approche raisonnablement prudente de l'investissement, car de nombreuses surprises pourraient se produire.

Les fins de cycle sont naturellement synonymes de volatilité élevée

Le régime de réévaluation des prix des actifs devrait se poursuivre

Le pool de liquidités "vidé" par le Trésor américain (Reverse Repo) s'épuise rapidement





Les moteurs de long terme

Nous considérons **trois perturbateurs séculaires**. 1) *Changement climatique*. Les troubles climatiques atteignent des sommets en raison d'El Niño. Cela tend à renforcer l'inflation. 2) *Technologie*. La numérisation séculaire et l'IA sont transformationnelles. Il s'agit d'un processus fondamentalement désinflationniste qui, à terme, améliorera la productivité. 3) Les *macro-inegalités*. La répression financière les a aggravées. Les pandémies et les moteurs économiques de long terme marquent un changement radical, tout comme la démographie défavorable, la mobilité réduite de la main-d'œuvre et les facteurs sociétaux (grande résignation), la délocalisation renforçant la main-d'œuvre. L'accroissement du pouvoir de négociation des travailleurs est politiquement bienvenu, mais inflationniste par le biais des salaires.

La démondialisation. Les BRICS et les pays du Sud s'unissent pour mettre en place un nouvel ordre de règlement des transactions commerciales (yuan, or, etc.). La *dédollarisation* s'accélère et la renaissance de l'or est bien réelle.

(Géo)-Politique. La situation tendue sur plusieurs fronts devrait se poursuivre à moyen terme. Avec l'émergence possible d'un foyer asiatique (Corée du Nord, Taïwan). Le résultat des élections américaines pourrait, le cas échéant, ajouter à l'imprévisibilité. La perturbation des voies maritimes en Mer Rouge ou un embargo chinois sur Taïwan ramèneraient les problèmes des chaînes d'approvisionnement et de la hausse des prix des matières premières.

Politiques économiques. Le retour en force des justiciers obligataires résulte de l'inévitable normalisation des taux d'intérêt réels. Jusqu'à présent, les responsables politiques américains se sont montrés proactifs pour contenir la contagion et atténuer les risques d'une panne ou d'un accident majeur. Leurs mesures, qui ressemblent à de l'ingénierie financière et à un gain de temps, sont temporaires et techniques. Elles n'apportent pas de solution permanente. Les problèmes de déficit et de refinancement de la dette reviendront tôt ou tard, à moins qu'un nouveau cycle de répression financière ne soit imposé. Dans tous les cas, la volatilité fera surface.

Facteur de moyen terme

Retour du Génie dans sa bouteille ?

La Fed, comme la BCE, se félicite de la baisse cyclique de l'inflation, qui pourrait se poursuivre encore quelques mois. Nous nous rapprochons des objectifs des banques centrales. Toutefois, aux États-Unis (contrairement à l'UE), il serait dangereux de réduire fortement les taux directeurs avant que l'inflation ne revienne à 2%. Un tel scénario bénin se réaliserait en cas de récession. Un atterrissage en douceur ou l'absence d'atterrissage s'avérerait plus délicat sur le plan de l'inflation.

La prochaine grande inconnue est le futur proche

Vers un boom transformationnel de l'IA ?

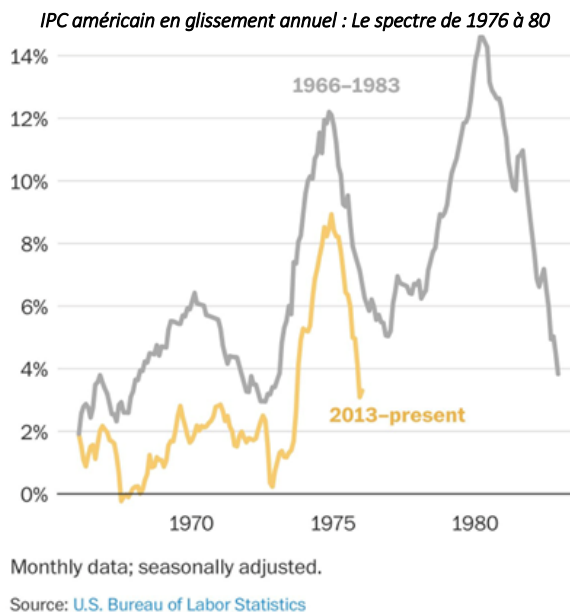
Ces dernières années, la productivité dans les principaux pays industrialisés a été très décevante. L'émergence du "travail à distance", l'accélération du départ à la retraite des baby-boomers et la réduction de la mobilité des travailleurs ont encore déconcerté les prévisionnistes. Pour sûr l'IA sera perturbatrice, mais à quel rythme ? Augmentera-t-elle le PIB par travailleur (en dopant leur efficacité) ou encouragera-t-elle le remplacement des humains par des robots intelligents, etc. En principe, elle devrait améliorer la productivité et réduire la pression sur les salaires. Rien n'est sûr. Personne ne le sait !

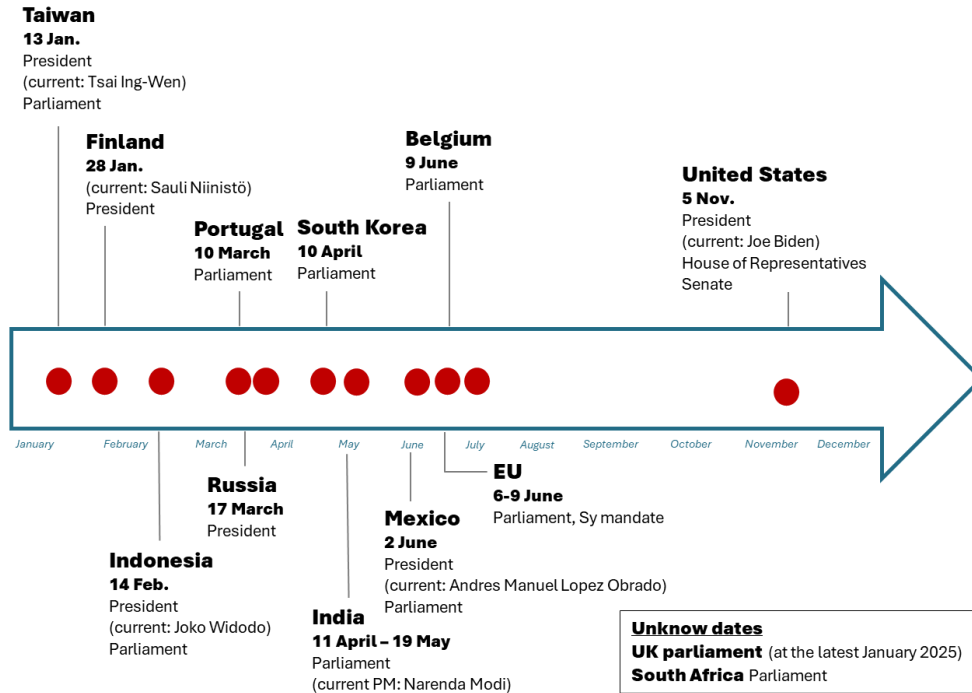
Grâce à une heureuse augmentation de la productivité, Greenspan avait délivré une croissance économique plus rapide et une prospérité accrue sans inflation significative. L'histoire peut rimer, ou pas ! L'inflation, et donc l'orientation future de la politique monétaire, dépendront (en grande partie) du cycle - hautement - imprévisible de la productivité.

Le retour désagréable de la politique

La Fed déteste les années électorales, qui perturbent inévitablement ses activités. Elle essaie a) d'éviter les récessions, b) d'être aussi passive que possible autour des élections. Si l'on considère la personnalité des deux candidats probables, à condition qu'ils soient exempts de problèmes juridiques, 2024 pourrait être une année particulièrement délicate pour Powell & Co !

Les excès de dépenses de "Bidenomics" et le calendrier politique national ont fait que la Fed a dû aller vite et fort en 2023. Au point de frôler l'effondrement. Pour finir, la hausse rapide et spectaculaire des taux d'intérêt réels au T2/3-23, au-delà du seuil "insoutenable" de 2% aux États-Unis, aura marqué un double tournant. La crise de confiance et le retour des justiciers obligataires ont été contenus au T4 grâce a) aux astuces de refinancement de J. Yellen et b) au revirement - implicite - de la Fed sur la baisse probable des Fed Funds en 2024.





Taiwan (où le candidat "indépendantiste" est en tête des sondages), l'Inde et l'UE en juin sont d'autres échéances importantes.

Régime d'investissement

Complexe et incertain.

Le rebond des liquidités américaines et chinoises a contribué à un assouplissement significatif des conditions financières au T4. Cette situation a été récemment exacerbée par le dernier "pivot" de la Fed. Si les risques d'un atterrissage brutal se sont éloignés, les chances d'une inflation bénigne pour 2025 ont également diminué. La volatilité pourrait quitter les obligations pour hanter les marchés des devises et des actions plus tard en 2024.

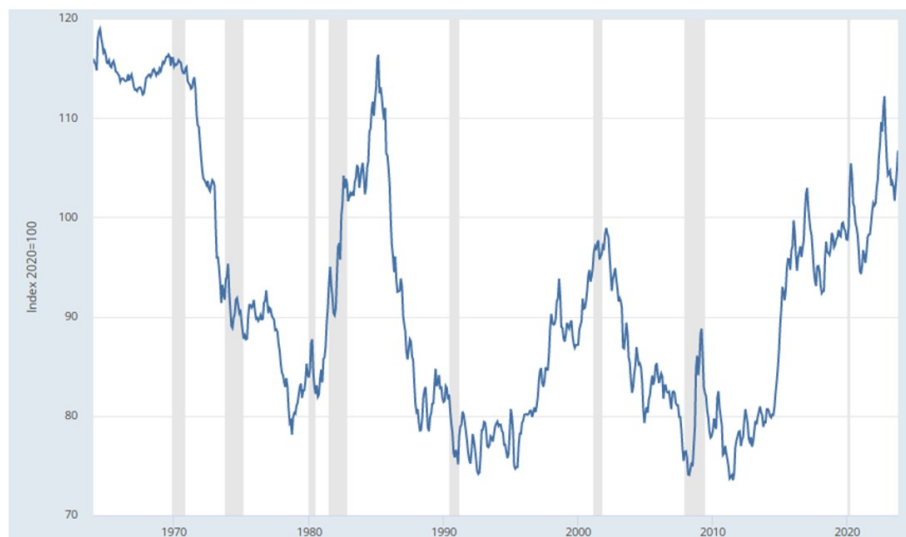
Devises

En période de ralentissement, l'appréciation du dollar n'est pas systématique. Il n'en demeure pas moins la devise la plus surévaluée.

Comportement du dollar en cas de récession

La croyance populaire est qu'un atterrissage brutal de l'économie est bon pour l'USD. Vraiment ? Un atterrissage brutal, par opposition à un atterrissage en douceur, déclenche une aversion au risque et une fuite des capitaux vers la monnaie la plus sûre/la plus liquide/de réserve.

Indice du dollar, en termes réels



Il y a eu 7 récessions aux États-Unis depuis la fin des accords de Bretton Woods. Le dollar s'est renforcé à 4 occasions et a chuté lors des 3 autres. Le moment exact de la récession peut faire des ravages sur les résultats.

- Entre 1973 et 1975, la chute du dollar a été ralentie par la récession.
- En 1980, il a chuté pendant la récession avant de reprendre sa longue hausse qui s'est poursuivie pendant la récession de 1981-82 et jusqu'à son pic de 1985.
- La récession de 1990-91 l'a vu chuter avant de rebondir.
- Le dollar a progressé pendant la récession de 2001. Cela a marqué un tournant.
- Il a poursuivi sa chute de février 2002 à avril 2008, 4 mois après le début de la crise financière.
- Il a ensuite rebondi, pour culminer en mars 2009, avant de chuter à son plus bas historique en juillet 2011.
- Enfin, la brève récession de 2020 a vu le dollar fortement progresser avant que la perspective d'un assouplissement de la Fed ne le fasse baisser.

Dans l'ensemble, la direction du dollar ne coïncide que peu avec l'ampleur de la récession, ni même au fait qu'il y ait eu une récession. Les crises de 2008 et 2020 soutiennent l'idée qu'une profonde récession pourrait déclencher une aversion au risque et un renforcement du dollar. La GFC de 2008-2009 n'a fait qu'interrompre, plutôt que mettre un terme, à la tendance baissière du dollar parce que la Fed a adopté le QE, le faisant baisser en 2009. Quant à la chute de 2020, elle a été orchestrée par la politique de la Fed avant que la force de l'économie ne soutienne le dollar.

Performance du dollar au cours des récessions		
	REER	NEER
Nov73 - Mar75	-6.2%	-5.5%
Jan80-Jul80	-1.9%	-0.1%
Jul81-Nov82	+6.9%	+8.3%
Jul90-Mar91	-0.4%	+5.5%
Mar01-Nov01	-0.2%	-1.1%
Dec07-Jun09	+7.2%	+4.5%
Feb20-Apr20	+1.0%	+0.9%

bon timing pour exploiter ce phénomène

En bref la tendance domine, mais ce qui se passe ailleurs compte. La manière dont les décideurs politiques réagissent à la récession est plus importante que l'ampleur du ralentissement économique. L'USD s'est redressé en 2021-2022 parce que les politiques budgétaires américaines ont jeté les bases d'une reprise forte. Il a chuté entre 2009 et 2011 parce que la Fed a maintenu une politique accommodante en l'absence d'inflation et que d'autres banques centrales ne l'ont pas fait.

Privilégier l'USD au plus fort des récessions. Mais il faut trouver le

Que disent les valorisations

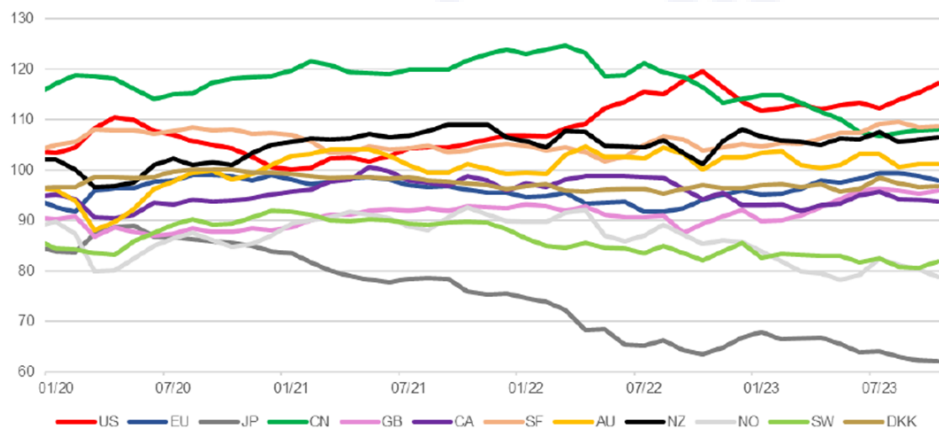
Il existe de nombreuses approches pour valoriser une monnaie, la plus connue étant l'indice Big Mac de The Economist. L'OCDE préfère des indices de parité de pouvoir d'achat plus sobres, comme l'indice mondial du coût de la vie. La devise la plus chère selon le modèle Big Mac dans l'univers G10 + Chine est le CHF tandis que la meilleure marché est le JPY. Le CHF reste le plus cher selon les calculs de l'OCDE, mais l'EUR et les devises Scandinaves sont attrayantes et la Chine surclasse le Japon comme devise la moins chère.

Attention, ces indices ne déterminent pas la direction des taux de change, mais mettent en évidence les extrêmes.

	Sur/sous-valorisation des devises	
	Big Mac	OECD
Switzerland	36.2	15.5
Norway	16.2	-14.2
Euro Area	2.4	-20.5
Sweden	2.5	-15.4
United Kingdom	-5.9	-9.0
Denmark	-0.6	-6.9
Canada	-8.1	-0.6
United States	-1.0	0.0
New Zealand	-11.4	-6.6
Australia	-12.6	-7.0
China	-38.2	-43.6
Japan	-46.3	-30.2

Sur la base des taux de change effectifs réels, le CNY a perdu sa place de monnaie la plus forte au profit du dollar. La plupart des devises évoluent à moins de 10% de leurs moyennes. Rien de très excitant. Les devises qui se démarquent comme étant beaucoup moins chères ou plus compétitives sur cette base sont la SEK, la NOK et, de loin, le JPY. En outre, la Banque du Japon quittera prochainement le régime des taux négatifs au moment où ses pairs devraient abaisser les coûts d'emprunt.

REER, en pourcentage de leur valeur moyenne des 25 dernières années



Source: SG Cross Asset Research, BIS data, author's calculations

Le JPY et les monnaies scandinaves sont les plus attrayantes, tandis que l'USD reste cher

Obligations

Un environnement favorable aux obligations. Des taux réels et nominaux rarement atteints au cours de la dernière décennie.

Les obligations ont du potentiel

Après avoir semblé aller dans une seule direction (à la hausse) ces derniers temps, les taux US ont reculé depuis le pic d'octobre. Depuis qu'il a atteint 5%, le taux US à 10 ans a chuté de plus de 100pbs. Après 6 mois consécutifs de performances négatives, les obligations affichent leur meilleure performance mensuelle depuis mai 1985.

Malgré une baisse significative, les taux restent nettement supérieurs à leurs moyennes de long terme. Les perspectives de performances positives restent élevées. Il ne faudrait pas une baisse importante et soutenue des taux pour générer des performances à 1 ou 2 chiffres à 12 mois pour les obligations de haute qualité. Une baisse de taux de 50pbs générerait un résultat proche de 7% sur 1 an. De plus, si l'économie ralentit et que la Fed baisse les taux plus agressivement que prévu, les obligations de haute qualité pourraient générer des performances supérieures à 10%.

Performances hypothétiques à 12 mois, évolution parallèle des taux

Hypothetical returns over 12 months: Interest rate parallel shift

Segment perf/Yield change	-100bps	-50bps	No change	+50bps	+100bps
US Aggregate Bond Index*	10,9	7,8	4,6	1,5	-1,7
US Treasury Bond Index*	10,4	7,3	4,2	1,1	-2,1
US Invest Grade Bond Index**	12,3	8,7	5,2	1,6	-2,0
US High Yield Index (5% default, Recovery 30%)**	7,5	5,9	4,3	2,7	1,1

* Current US 10-year yield at 3.90%

** No spread widening hypothesis

Tout aussi important, le niveau élevé des taux offre une protection. Un niveau de taux plus élevé diminue la probabilité de pertes dues à une hausse de taux. Il faudrait que les taux augmentent de 1% pour effacer les revenus.

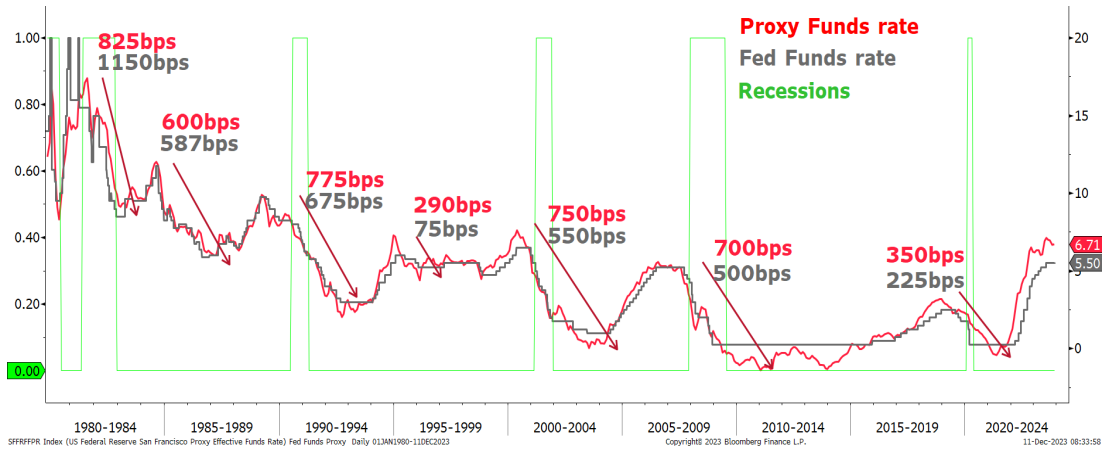
Les obligations d'Etat ont encore de la marge pour performer en 2024

Cycles d'assouplissement de la Fed

La Fed a annoncé son tant attendu pivot. Une fois le pivot amorcé, les baisses de taux sont l'étape suivante. L'ampleur de l'assouplissement de la politique monétaire diffère selon les cycles, atterrissage brutal ou en douceur.

- Lors du cycle 1990, le taux de la Fed a chuté de 675pbs à 3%.
- Lors de celui de 2000, la Fed a coupé les taux de 550pbs pour atteindre 1%.
- En 2006, la Fed a réduit ses taux de 512pbs à 0,125%. Après avoir atteint le plancher zéro, elle a lancé un QE équivalant à une nouvelle baisse de taux de 188pbs.
- Au cours du cycle 2019, la Fed a réduit les taux de 225pbs à 0,125%, puis a relancé le QE, entraînant une baisse additionnelle de taux de 250pbs.

Cycle des Fed Funds



Au milieu des années 1990, célèbre et unique épisode de *mid-cycle slowdown*, la Fed n’a réduit ses taux que de 75pbs. Cependant, le taux proxy de la Fed a été chuté de 300pbs. Le marché anticipe actuellement une baisse des Fed Funds de 135pbs au cours des 12 prochains mois et des coupes cumulées de 150pbs sur ce cycle d’assouplissement.

Le pivot de la Fed a ouvert le débat sur le potentiel de baisse des taux. Le taux US à 10 ans a chuté d’au moins 178pbs dans les 15 mois suivant son sommet lors de chacun des 8 derniers épisodes de pivot de la Fed. Il n’existe pas de relation directe entre l’ampleur de l’assouplissement de la Fed et la baisse des taux longs. Si le rebond des bons du Trésor se conforme aux normes historiques, le taux à 10 ans avoisinera les 3,20% d’ici fin 2024, peut-être moins.

Les pics des Fed Funds se traduisent toujours par une forte baisse des taux				
US 10-year yield				Fed Funds Change
Peak date	Peak level	Max drop	Trough date	
févr-80	13.7	-418	juin-80	-550
sept-81	15.8	-545	déc-82	-700
mai-84	13.9	-409	juin-85	-275
mars-89	90.5	-179	août-89	-75
nov-94	8	-251	janv-96	75
janv-00	6.8	-203	mars-01	-50
juin-07	5.3	-191	déc-08	325
jov-18	3.2	-178	sept-19	0

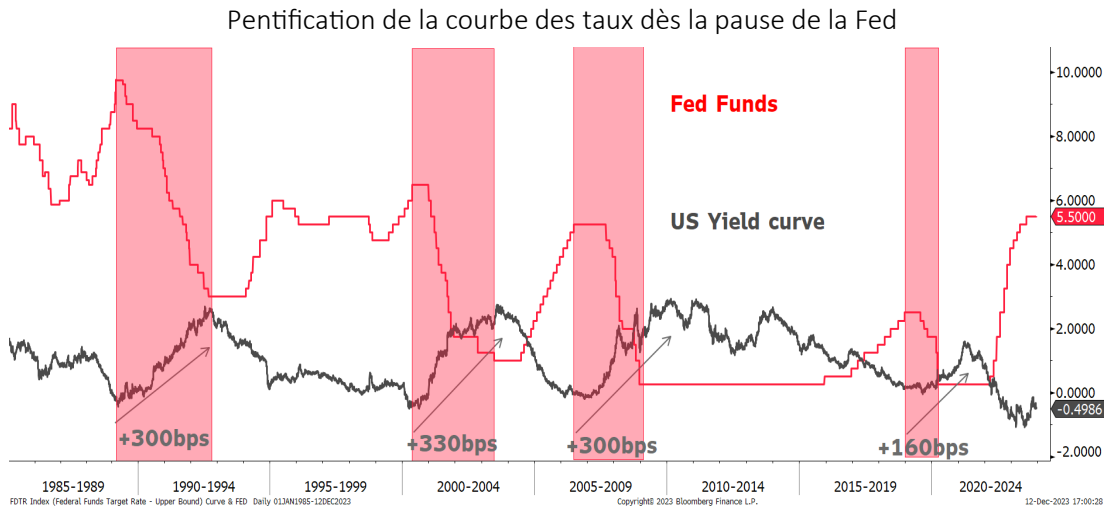
Le marché anticipe un parfait ralentissement de milieu de cycle

Les taux longs peuvent baisser davantage

Pentification à venir

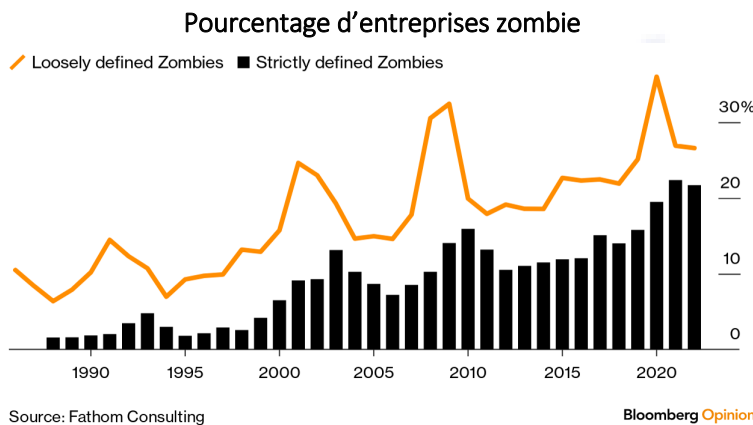
L’obsession pour l’inversion de la courbe des taux dans ce cycle a été élevée. Elle indique le moment où s’exposer aux obligations, lorsque la Fed réduit ses taux. Les derniers cycles de hausse de taux ont vu différents points terminaux pour la pente. Tous étaient négatifs. La pentification de la courbe qui suit a été comprise entre 160 et 300pbs sur le 2/10 ans.

Le thème de 2024 sera la pression en faveur de baisses de taux. Une pentification traditionnelle dure 3 ans avec une augmentation annuelle de 80/100pbs. La pente devrait donc revenir en territoire positif. Une pentification cumulée de 200pbs constitue davantage un risque pour 2025 si les pressions sur le déficit persistent. Une forte pentification semble peu probable. Les fonds de pension et les assurances ont faiblement investi cette année. Ils devraient accumuler des obligations, évitant une pentification trop prononcée.



Des risques de défauts plus élevés

La solidité financière est en déclin depuis le début des années 90. Selon l'Altman Z-score - un concept combinant rentabilité, effet de levier, liquidité, solvabilité et ratios d'activité - moins de 10% des sociétés cotées semblent solides et saines. La proportion d'entreprises US menacées de faillite ou en situation limite a atteint un nouveau record. Même si le score d'Altman est dépassé, les actifs incorporels représentant une part plus importante des bilans, la dégradation de la qualité du crédit est toujours d'actualité.



Un autre problème est le nombre croissant d'entreprises zombies. Des entreprises qui ne sont plus en mesure de croître ou même de produire suffisamment de bénéfices pour couvrir leur charge d'intérêts, mais qui ont survécu grâce aux taux zéro. Plus de 25% des entreprises US ont un EBIT qui ne couvre pas leurs charges d'intérêts depuis un an, et pour un peu plus de 20% cette situation persiste depuis au moins 3 ans.

Actions

Les facteurs positifs pour une bonne année 2024 sont là. L'évolution économique sera déterminante pour les actions.

L'année 2023 s'est avérée excellente malgré le pessimisme d'une grande majorité des investisseurs durant les 4 premiers mois de l'année (attente d'une récession et crise des banques régionales américaines).

La bourse américaine a grandement profité de l'extraordinaire performance des 7 Magnifiques (Apple, Microsoft, Alphabet, Nvidia, Amazon, Meta et Tesla). L'indice Bloomberg Magnificent Seven a progressé de 104%, toutefois, dans cette performance, il y a une partie de rattrapage boursier après une année 2022 excessivement difficile où leur cours des actions avait été divisé entre 2 et 4.

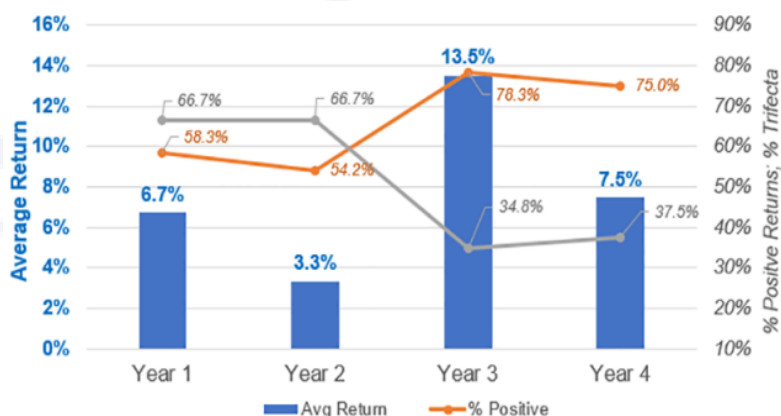
Mais la situation n'est pas aussi nette : si le S&P 500 est en hausse de plus de 20%, le S&P 500 Equal-Weight progresse tout de même de plus de 10%. L'Euro Stoxx affiche une hausse de 20%, alors que l'Europe n'est pas particulièrement connue pour ses stars de la technologie. L'Europe a profité de bons comportements boursiers de son secteur-star, le luxe, et d'autres secteurs Value et cycliques comme les matériaux de construction, la finance, l'automobile (en particulier Stellantis et Ferrari) et l'industrie.

L'année 2024 s'annonce favorable pour les actions avec la 4ème année d'un cycle présidentiel US, la reprise du cycle des profits, l'annonce par la Fed le 14 décembre de son *Pivot monétaire* et un flux potentiel d'argent venant des fonds monétaires.

La récession, la plus attendue de l'histoire, n'est toujours pas là aux Etats-Unis, alors que l'inversion de la courbe 10 ans-2 ans s'était produite en juillet 2022 et celle du 10 ans-3 mois en novembre 2022. En moyenne, une récession arrive dans les 12-15 mois après une inversion de la courbe. On est encore dans les temps. Les marchés des actions et obligataires anticipent un ralentissement conjoncturel de milieu de cycle plutôt qu'une récession, ce qui met un bémol à notre analyse : en général, nous sommes prudents sur les consensus.

La 3ème année d'un cycle présidentiel (2023) est statistiquement la plus forte et la 2ème (2022) la plus faible. Depuis 1928, le S&P 500 a progressé dans l'année 3 dans 78% du temps (points oranges) pour une moyenne de 13.5%. Les points gris sont le pourcentage de temps positif avec un *Trifecta* (un parti contrôle la Maison blanche et le Congrès); de toute évidence, les années 3 et 4 préfèrent qu'un parti ne contrôle pas tout, ce qui est le cas aujourd'hui.







Le cycle des élections présidentielles et les rendements du S&P 500



Le narratif d'un cycle présidentiel US repose sur cette théorie : les présidents font le gros du travail au cours de leur première et deuxième années de mandat, puis préparent leur réélection la quatrième année en se montrant favorables aux marchés la troisième année. Les analystes n'ont pas trouvé de facteurs coïncidents avec les politiques

fiscales et monétaires. Par contre, le degré de contrôle d'un parti sur le gouvernement et le Congrès est un facteur critique.

Historical economic regimes and market performance

Economic regime	Average 3-month S&P 500 return during period	Average 3-month return relative to all periods	Statistically significant (>95%)?
 Rising growth	2.99%	+0.81%	Yes
 Falling growth	1.54%	-0.64%	Yes
 Rising inflation	1.36%	-0.82%	Yes
 Falling inflation	2.70%	+0.52%	Yes
 Rising growth/ falling inflation	3.52%	+1.34%	Yes
 Falling growth/ rising inflation	0.49%	-1.70%	Yes

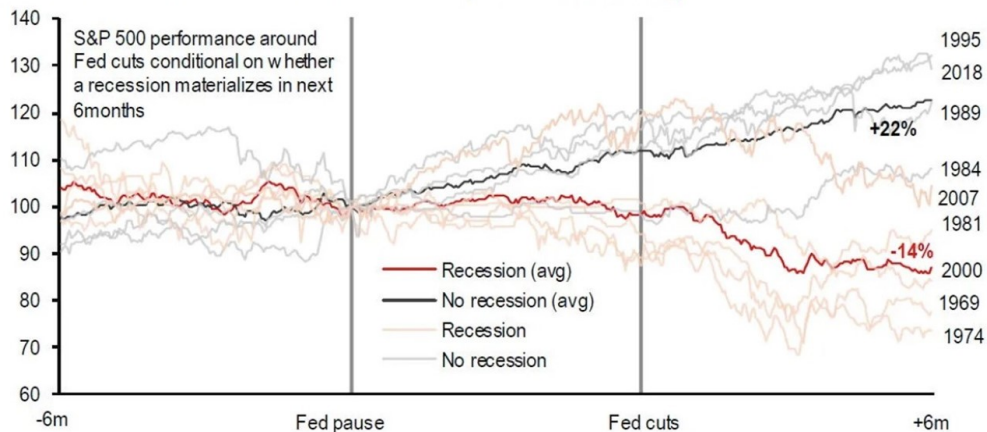
Source: U.S. Bank Asset Management Group.

possibles baisses des Fed Funds en 2024, mais la direction des bourses, du S&P 500 en l'occurrence sur le graphique ci-dessous, dépendra de la cause : réaction à une récession (mauvais pour les actions) ou baisse de l'inflation (bon pour les actions).

2024, sera-t-elle décevante compte tenu de la forte hausse des indices en 2023, largement supérieure à la moyenne de 13.5% ? C'est un risque. Le régime économique est important pour l'évolution des actions. Le tableau ci-dessous montre (depuis 1948) les performances du S&P 500 dans différents scénarios. Sans surprise, les périodes de croissance économique et de baisse de l'inflation sont les meilleures périodes.

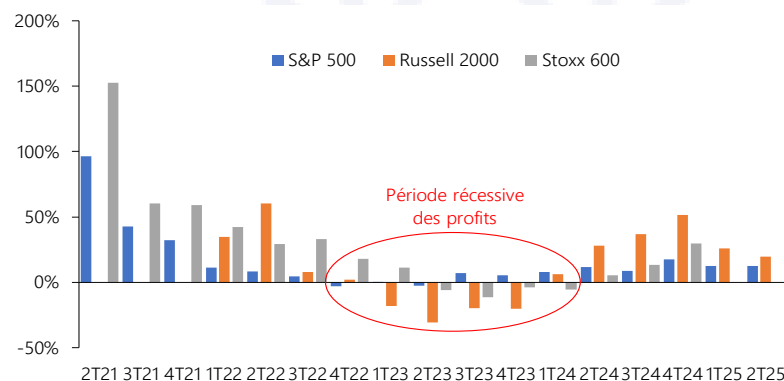
L'action de la Fed sera déterminante. Elle a annoncé de possibles baisses des Fed Funds en 2024, mais la direction des bourses, du S&P 500 en l'occurrence sur le graphique ci-dessous, dépendra de la cause : réaction à une récession (mauvais pour les actions) ou baisse de l'inflation (bon pour les actions).

19. Performance of S&P 500 around Fed pauses and easing

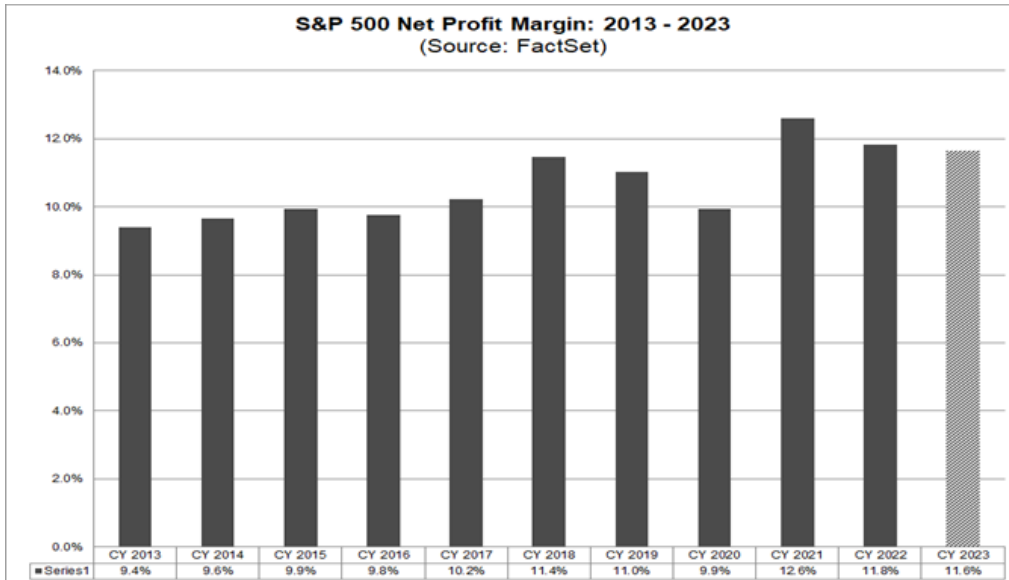


En conclusion, au moment où la Fed annonce une pause, l'orientation de l'économie sera déterminante.

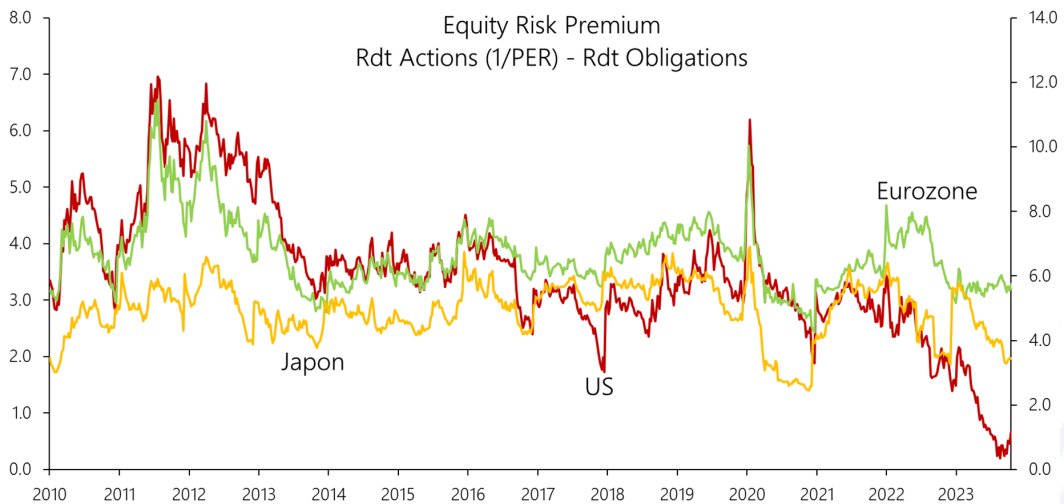
Les dernières estimations *bottom-up* de Factset et Lipper Alpha tablent sur une reprise du cycle des profits après une période récessive entre le 4T22 et le 1H23. Concernant le S&P 500, Factset et Lipper Alpha estiment pour 2023 une progression des BNPA de respectivement +0.6% et +2.5% et pour 2024 de +11.5% et +11%.



Pour 2024, les secteurs Energie et Santé recueillent le plus de recommandations positives, alors qu'en 2023 ces deux secteurs ont été parmi les plus mauvaises performances boursières. La Technologie et la Communication/Média restent des secteurs favoris, poussés par l'IA. Les entreprises ont démontré depuis 3 ans une forte résilience des profits et des marges.



L'Equity Risk Premium donne des résultats différents selon les régions. Aux Etats-Unis, on surpondérerait les obligations par rapport aux actions dans une allocation tactique. Par contre, en Europe et au Japon, l'ERP est neutre.

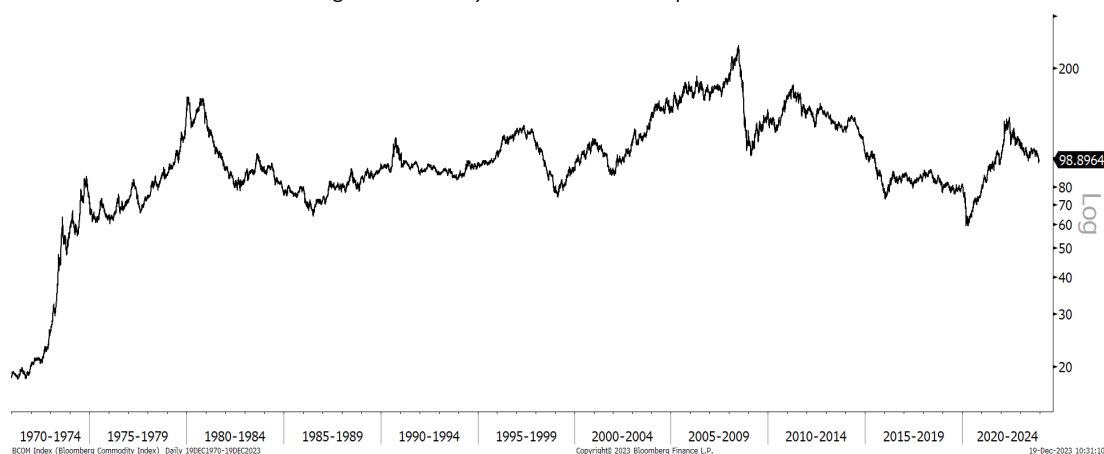


Matières premières

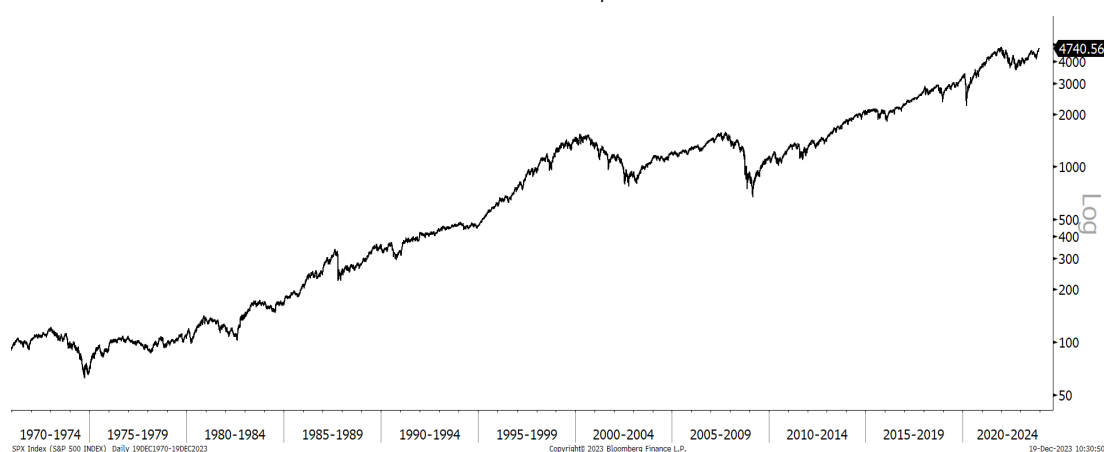
Le Supercycle des matières premières semble bien loin. Disruptions de l'offre et de la demande.

Contrairement aux actions, les matières premières physiques ne créent pas de valeur pour les investisseurs. C'est une question d'offre et de demande. La demande fluctue selon l'évolution économique et l'offre s'adapte pour être en adéquation avec la demande. Dans le pétrole, une partie de la production mondiale est contrôlée par l'OPEP pour essayer de maîtriser les prix. Les chocs géopolitiques entrent également dans l'équation.

Indice Bloomberg Commodity. Même niveau que dans les années 1970



S&P 500. Création de valeur pour les actionnaires



En 2020, on prévoyait une forte hausse de la demande en métaux industriels venant des investissements dans la transition énergétique, mais le coût de la pandémie et la hausse des prix de l'énergie et de l'électricité due à la guerre d'Ukraine ont ralenti les investissements verts. Les gouvernements n'ont plus les poches aussi profondes et préfèrent une transition douce où les énergies fossiles ne vont pas disparaître aussi rapidement que prévu.

La crise économique et immobilière en Chine pèse sur la demande en métaux industriels. La Chine a soutenu la demande durant 2 décennies, mais les prix n'ont pas explosé grâce à la réponse de l'offre. Et la demande diminue lorsque les prix deviennent trop hauts.

Indice Bloomberg Métaux industriels et prix du cuivre. Les niveaux actuels sont comparables à ceux de 2005 et 2010.



Avec la guerre Israël-Hamas et le dérèglement climatique, les chaînes d'approvisionnement utilisant le transport maritime, qui concernent également les matières premières, sont sous pression. Deux corridors stratégiques (17% du commerce mondial) sont menacés, le Canal du Panama et le Canal de Suez. Cela pourrait désorganiser le commerce mondial.

Le Canal du Panama a réduit de 40% à 50% le passage de bateaux en raison d'une sécheresse historique provoquée par El Niño. Le niveau du canal, alimenté par deux lacs artificiels actuellement asséchés, n'est plus assez élevé. 40% du trafic des containers US traversent le Canal du Panama. Quant au Canal de Suez, il est touché par les forces houthistes, proches de l'Iran, qui ciblent les bateaux occidentaux dans la Mer rouge. Toutes les grandes compagnies maritimes, MSC, Moller-Maersk, CMA, CGM, ont suspendu la navigation dans la zone.

L'économie mondiale étant déjà en flux tendue, le transport de gaz, pétrole, maïs, blé, soja, riz pourrait être fortement affecté, poussant potentiellement les prix à la hausse.

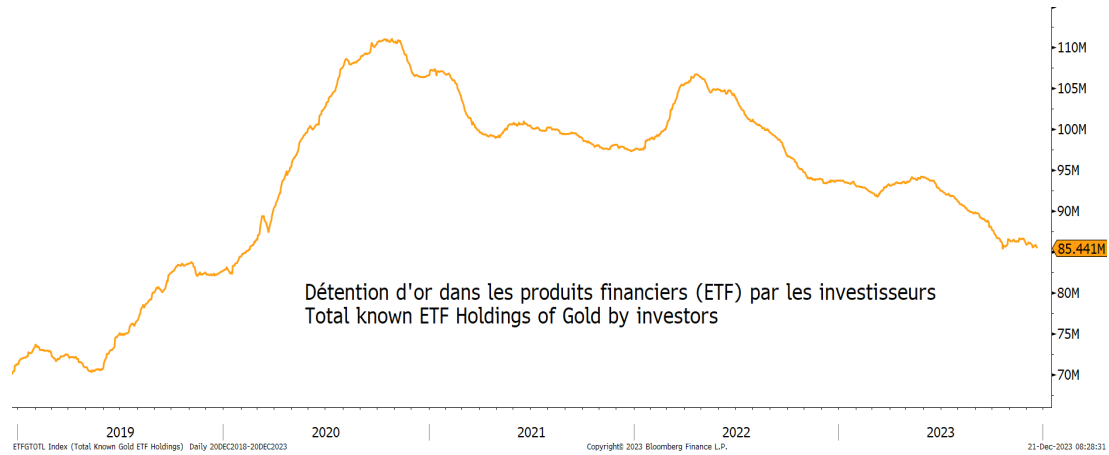
Nous restons prudents sur les métaux industriels, alors que le pétrole et le gaz restent « intéressants » dans la situation géopolitique actuelle.

Métaux précieux

Vers une cassure séculaire ?

Si l'on examine les flux vers les produits liés à l'or, les grands investisseurs institutionnels et autres allocateurs d'actifs ont montré peu d'intérêt en 2023, lorsque les taux d'intérêt ont augmenté. Normalement, lorsque le coût d'opportunité de la détention d'or augmente, sa demande diminue. Sauf que dans le régime économique postpandémique, les choses ont radicalement changé. La géopolitique, la dédollarisation et l'évolution des corrélations entre actifs ne sont plus les mêmes. La politique va faire un retour spectaculaire avec environ 50 % de la population mondiale qui devrait voter pour des élections présidentielles et/ou législatives. Quoi qu'il en soit, les banques centrales des marchés émergents sont devenues un acheteur en dernier ressort qui n'existait pas

auparavant. La Chine en est le principal acteur. Et d'autres perturbations sont probablement à venir. Les (fat tail) risques extrêmes s'amplifient à mesure que le temps passe...



L'année 2024 sera cruciale en termes de politique économique future, même simplement aux États-Unis. Les Bidenomics 2.0 ou un retour de Trump, s'ils sont soutenus par un Congrès partisan, auraient des conséquences macroéconomiques non négligeables. Devrions-nous nous précipiter vers une inflation moyenne plus élevée pour digérer la dette ? Ou subirions-nous une récession suivie d'un licenciement du patron de la Fed, d'un effondrement des taux d'intérêt, sans parler du YCC si les déficits s'envolent ? Ces scénarios extrêmes ne sont plus des anathèmes dans le paysage politique actuel : leur espérance mathématique est - malheureusement - loin d'être négligeable. Dans l'un ou l'autre de ces trois scénarios "extrêmes", les métaux précieux pourraient réellement atteindre de nouveaux sommets et servir de ballast dans les portefeuilles.

Dans le scénario actuel du consensus des investisseurs - un atterrissage en douceur - et un retour à la normalité pré-pandémique, les métaux précieux ne brilleront pas particulièrement et seront plus susceptibles d'être à nouveau influencés par l'évolution du dollar et/ou des taux d'intérêt (réels). Rien de dramatique en principe ! Surtout si la liquidité mondiale continue à se rétablir, ce qui semble probable.

Il est nécessaire de maintenir une allocation stratégique aux métaux précieux dans tout portefeuille (international) diversifié.

Clause de non-responsabilité - Ce document et les informations qu'il contient ou y fait référence (le "document") sont fournis à titre informatif uniquement. Il ne constitue pas une sollicitation, une offre ou une recommandation d'achat ou de vente de titres, de placements collectifs ou de tout autre instrument financier, afin d'effectuer une transaction, de mettre en œuvre une stratégie particulière ou de conclure un acte juridique.

Ce document ne fournit aucun conseil d'investissement, juridique, comptable ou fiscal. Il a été préparé sans tenir compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un investisseur individuel et ne signifie donc pas que les produits, titres ou services discutés conviennent à tous les investisseurs. Son destinataire doit prendre ses décisions par lui-même quant à savoir si les produits, titres ou services évoqués dans ce document sont appropriés à ces besoins sur la base de son propre jugement et des conseils qu'il a jugés nécessaires. Tout destinataire doit s'assurer de manière indépendante qu'il comprend les produits, titres ou services mentionnés dans le présent document et les risques liés à l'exécution de ces transactions.

Aucune responsabilité de Selvi & Cie SA ou de ses représentants ou sociétés affiliées ne saurait être engagée pour quelque perte que ce soit résultant de l'utilisation de ce document ou de son contenu ou découlant de toute autre manière de ce document. Selvi & Cie SA ne représente ni ne garantit l'exhaustivité ou l'exactitude de ce document ni ne s'engage à mettre à jour les informations contenues dans ce document.