

Situation & Convictions

Janvier 2024

2023 a vu un marché action prendre un rebond rapide et généralisé lorsque les taux d'intérêt ont commencé à baisser fortement début novembre. Signe d'une inflation contrôlée, les acteurs ont alors anticipé de nombreuses baisses de taux directeurs pour 2024. Durant cette année, les économies occidentales ont été « boostées » par trois moteurs : les consommateurs privés ont bénéficié de l'effet richesse des marchés financiers, les entreprises ont prospéré et des politiques fiscales et budgétaires expansionnistes ont été appliquées. Finalement, les événements géopolitiques nombreux n'ont eu aucun effet notoire sur la confiance des investisseurs internationaux (pour l'heure). Pour 2024 l'élection présidentielle américaine s'annonce particulière et les anticipations de baisse de taux ne sont pas toujours un bon signe. Malgré la forte volatilité du prix du pétrole nous gardons notre forte conviction sur le thématique énergie. Nous sommes entrés dans un équilibre géopolitique multipolaire qui pose des défis majeurs, comme l'utilisation et prix des matières premières. Dans cet environnement, nos choix d'investissements sont diversifiés afin d'établir des sources de rendements variées.

Le point Macro

- Avec la baisse des taux d'intérêt les indices actions rebondissent fortement en cette fin d'année pour afficher les performances 2023 suivantes : S&P +24.23% / Nasdaq +53.81% / Euro Stoxx600 +12.74% / CAC 40 +16.52% / SMI +3.81% / Nikkei +28.24% / CSI 300 -11.38%.
- Les indices d'inflation semblent montrer une situation sous contrôle avec un CPI US à 3.1% et en Europe à 4.3 %.
- Pour rappel l'inflation est l'élément central expliquant la rapide hausse des taux d'intérêt, donc si celle-ci baisse pour se diriger vers ses niveaux cibles en-dessous de 2%, c'est une bonne nouvelle.
- Et les marchés financiers s'embarquent pleinement dans cette thèse...
- Malgré un [discours du président de la FED](#) très prudent sur la fin du cycle de hausse des taux d'intérêt, les marchés ont semblé ignorer son message et ont immédiatement anticipé de très importantes baisses de taux.
- En 1 mois les anticipations via les marchés futures de taux montrent que les acteurs financiers ont déjà escompté entre 6 et 7 baisses successives de taux en 2024 !! Idem sur les taux long terme avec le 10 ans qui est passé de 5% à 3.72%.
- Les tensions géopolitiques et les guerres sont toujours aussi tristes et à la une de nos journaux. Cependant elles ne préoccupent guère les marchés financiers.
- Le scénario d'un dérapage au Moyen Orient n'est clairement pas dans les prix, à l'image du pétrole qui se traitait à USD 85 avant l'attaque du Hamas et s'écroulant ensuite jusqu'à USD 72 à mi-décembre.
- Depuis les tensions en Mer Rouge on fait remonter le baril sur la zone des USD 80.
- L'année 2023 a profité d'un trio de « consommateurs » qui a surpris par sa vigueur :
 1. Le consommateur privé occidental (classe moyenne et aisée) a largement profité de l'effet richesse des marchés actions et de la hausse des taux sur son épargne.
 2. Les entreprises ont pu augmenter leur prix plus rapidement que la hausse de leurs coûts et donc afficher une croissance de chiffre d'affaires importante.
 3. Les Etats ont appliqué des politiques fiscales et budgétaires expansionnistes d'un niveau quasi inégalé historiquement ([la fameuse Bidenomics](#)).
- Cette nouvelle année 2024 sera celle d'une élection présidentielle américaine certainement très étrange.
- Le président actuel bénéficie d'une situation économique idéale (forte croissance économique & chômage au plus bas) pourtant il a [le taux de satisfaction](#) d'un président en fonction au plus bas historiquement !!!

- De son côté le candidat D Trump risque d'être populiste ET anti-establishment → en cas d'élection, ses nouvelles équipes ne seront certainement plus constituées d'ex Goldman Sachs ou généraux de l'armée, ceux-là même qui ont [témoigné contre lui](#) dans ses différents procès.

Convictions

- À la suite des interventions et discours de la FED, les marchés anticipent actuellement de fortes coupes de taux d'intérêt dans les 12 mois à venir. Finalement, deux scénarios sont à envisager à la suite de cette information :
 1. Soit les marchés de taux/obligataires ont raison, la récession survient avec une ampleur certaine (6 baisses de taux déjà pricées). Auquel cas les bénéfices des entreprises vont drastiquement chuter et leur valorisation actuelle (ratio Prix / Bénéfice) est largement trop élevée → négatif pour les actions.
 2. Soit la croissance économique sera plus forte que prévue et l'énorme effet richesse créé par la récente hausse des marchés financiers (qui anticipent 6 baisses de taux) ira nourrir l'inflation de demain. Auquel cas la FED ne baissera pas ses taux autant qu'attendu → négatif pour les actions qui viennent de monter sous l'effet opposé.
- Pour rappel la FED anticipait : fin 2021 → une inflation passagère / fin 2022 → la croissance économique américaine devait ralentir / aujourd'hui la FED pense que → le phénomène d'inflation est sous contrôle.
- Pourquoi aurait-elle raison cette année 2024 alors qu'elle s'est bien trompée les deux précédentes ...
- Nous anticipons une croissance économique en fort ralentissement pour 2023, ce n'est clairement pas le scénario qui s'est joué durant cette année (points discutés plus haut avec les 3 consommateurs).
- Pourtant notre approche défensive en 2023 était une relative bonne décision jusqu'à fin octobre où les marchés actions affichaient entre -1% (SMI) et + 6.5% (S&P500) de performances.
- Force est de constater que depuis les marchés se sont envolés.
- Ce rebond est dû quasi uniquement aux anticipations de baisse de taux et non aux fondamentaux de l'économie ou des entreprises.
- La preuve avec ces marchés actions qui n'ont fait que baisser entre juillet et octobre 2023 (-11% pour le S&P500 etc...) alors que les publications d'entreprises étaient bonnes mais le taux 10 ans US était à 5%.
- Fin octobre les taux se sont littéralement écroulés à la suite d'un discours de Janet Yellen et les actions se sont envolées.
- Nous pensons que ce rallye a peut-être encore « des jambes » et qu'il va surtout profiter maintenant aux plus petites et moyennes entreprises (fort rebond des fonds Sturdza Silver Star / Berenberg European Mid & Small cap / GAM Swiss small & mid).
- Malgré l'énorme volatilité sur les prix du pétrole durant cette année 2023 nous restons très convaincus par notre thématique énergie (Volta / Wetsbeck / Certificat Discovery).
- Notre monde historiquement unipolaire sous l'égide du gendarme américain s'est transformé en quelques années en un monde multi polaire.
- Chaque situation locale est le fruit de tensions que les US ne peuvent / veulent plus régler.
- Nous retenons de 2022-2023 que les pays BRICS produisent quasiment 2/3 des matières premières pour faire « tourner » notre monde.
- Ces matières premières sont devenues une arme stratégique puissante dans ce monde « multi polaire » et les pays producteurs n'hésiteront pas à s'en servir, ce qui devrait nourrir en partie les pressions inflationnistes. (C'est donc surtout une question d'offre et non de demande).

Situation & Convictions

Janvier 2024

- Nous avons récemment émis un nouveau certificat « Discovery » qui investit dans des entreprises d'exploration et de production d'énergie. Cette stratégie a pour objectif de bénéficier du re-rating de ce secteur et de la vague de fusions acquisitions à l'image des deux dernières [Pioneer Natural Resources OU Hess](#).
- Cette année électorale devrait nous amener son lot de surprises et nous retenons que les sondages ont toujours eu tendance à sous-estimer le candidat Trump.
- Dans ce contexte l'or reste une forte conviction dans notre allocation avec une nouvelle année de contribution positive aux portefeuilles.
- La thématique des « big caps » américaines a largement bénéficié au fonds Loomis US que nous avons en portefeuille depuis de nombreuses années.
- Dans les contributeurs négatifs nous avons le fonds Vontobel EM Corp qui a souffert de son positionnement sur la Chine, cependant nos derniers échanges avec le gérant nous conforte dans sa capacité à rattraper ce retard.
- Pour conclure, nous constatons que le ralentissement économique tant attendu pour 2023 ne s'est pas produit malgré les très fortes hausses des taux orchestrées par nos banques centrales.
- L'effet d'une courbe des taux largement inversée n'a pas eu l'effet escompté : les épargnants ont pu profiter des taux courts en plaçant leurs liquidités → exemple Berkshire Hathaway : en 2021 ses USD 300 BLN de cash ne lui rapportait rien, alors qu'aujourd'hui ils lui rapportent USD 15 BLN placé à 5% !!!
- Nous pensons que cette courbe des taux pourrait à nouveau se « pentifier » (taux courts plus bas que les taux longs) et être source de ralentissement économique (les taux longs élevés sont le véritable coût de la dette et donc frein à l'économie).
- Dans ce contexte nous préservons une allocation diversifiée en allant chercher des sources de rendements aussi bien dans le fixed income high yield spécifique (fonds Carmignac Credit) ou l'alternatif (fonds Long Short actions US avec Invenomic) mais sans augmenter sensiblement notre beta au marché action.
- La problématique d'endettement de nos Etats risque également de devenir une source d'inquiétude grandissante pour les marchés financiers. Pour l'heure la force du CHF ou de l'or (qui sont de très petits marchés en taille) reflètent déjà certaines préoccupations mais c'est un sujet que nous allons suivre de près...

L'historique des dépenses en taux d'intérêt pour la dette fédérale US depuis 1950 : aujourd'hui 1'000 Milliards par an !!

