

Rendement > Avoir raison

Par *Jules Stevens*, Senior Portfolio Manager



Jules Stevens
Senior Portfolio Manager

Autant la dinde boursière était mauvaise en 2022, autant elle était appétissante en 2023. Fin 2022, les récessions étaient largement anticipées pour 2023, et le slogan commercial visant à intégrer la sécurité était constamment mis en avant, à tout moment et à tout propos. 2023 s'est avérée être une année au cours de laquelle la plupart des pays développés ont pu digérer des hausses de taux d'intérêt ; l'inflation semblait largement maîtrisée, et le cycle économique est resté positif.

INFLATION

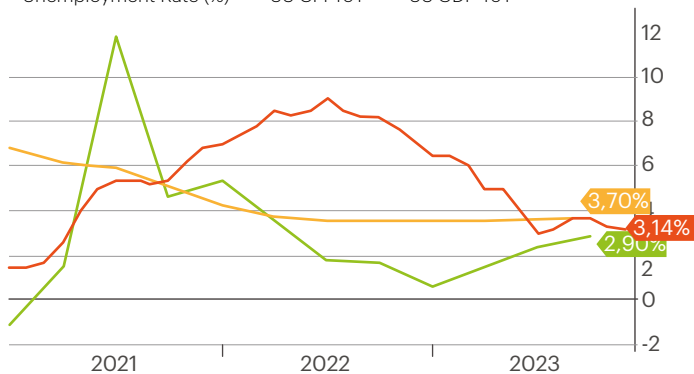
Tant aux États-Unis qu'en Europe, les augmentations de taux d'intérêt ont atteint leur objectif : faire diminuer l'inflation. Cependant, nous n'y sommes pas encore tout à fait arrivés. Pour atteindre l'objectif "d'environ 2 %", il faut encore réduire l'inflation de 1 %

aux États-Unis et de 0,4 % dans la zone euro. Le graphique 1 montre qu'aux États-Unis, l'inflation est passée de son pic de 9,06 % à 3,14 % aujourd'hui (CPI américain Year over Year = en glissement annuel), ce qui laisse penser que le dernier pourcentage devrait également être réalisable. Cela pourrait bien être le cas, mais la difficulté réside dans le fait que les banques centrales ne peuvent pas anticiper (1) l'impact de leurs hausses de taux et (2) le moment où ces changements auront effectivement lieu. C'est pourquoi les ajustements de taux sont mis en œuvre de manière progressive. Le scénario idéal est celui d'un ralentissement de l'économie sans récession, ce que l'on appelle l'atterrissage en douceur. À ce jour, cela semble probable, comme en témoignent le taux de chômage toujours historiquement bas (taux de chômage américain (%)) et la croissance positive du PIB (PIB américain YoY).

Graphique 1 : Chiffres clés américains 2021-2023

Source : Bloomberg 21/12/2023

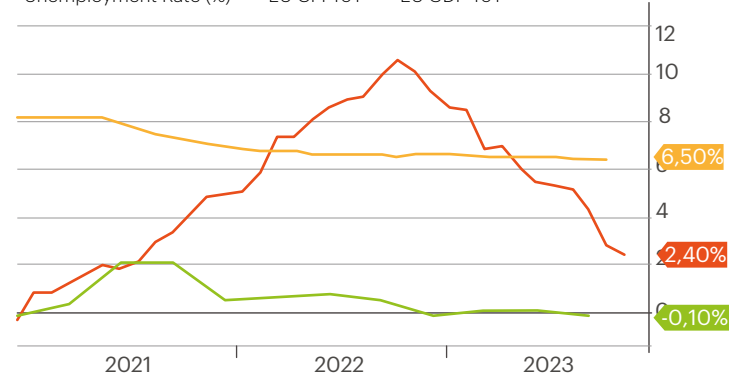
● Unemployment Rate (%) ● US CPI YoY ● US GDP YoY



Graphique 2 : Chiffres clés de la zone euro 2021-2023

Source : Bloomberg 21/12/2023

● Unemployment Rate (%) ● EU CPI YoY ● EU GDP YoY



Dans la zone euro également, nous constatons que l'inflation a solidement diminué, passant de 10,6 % à 2,40 % aujourd'hui. En ce qui concerne le risque de récession, les cartes sont encore un peu différentes de celles des États-Unis. Le taux de chômage naturel dans la zone euro est d'environ 6,5 %, bien que ce chiffre soit moins volatile qu'aux États-Unis car les travailleurs sont mieux protégés. Le fait qu'il soit beaucoup plus élevé que les 3,7 % des États-Unis ne signifie pas non plus que nous sommes moins actifs professionnellement, mais seulement que le calcul est effectué différemment. Les 6,5 % européens correspondent à peu près aux 4 % américains. Sur base de cet indicateur, le moteur semble donc encore bien fonctionner, même si la situation change lorsque l'on compare les PIB. Le troisième trimestre 2023 a été marqué par une croissance négative pour la zone euro (PIB de l'UE YoY), et un chiffre similaire est attendu pour le dernier trimestre. Deux trimestres de croissance négative impliquent une récession. Mais si la croissance négative se limite ensuite à -0,1 %, on peut certainement parler d'une récession légère.

L'intérêt de ces deux graphiques n'est pas tant de faire des prédictions que d'illustrer le fait qu'à la fin de 2022, peu de gens envisageaient ce scénario. Notre conclusion est donc qu'il est extrêmement difficile de prévoir une récession. Aujourd'hui, les faits étant ce qu'ils sont : l'inflation a diminué, même si nous n'avons pas encore atteint notre objectif. Si nous relâchons les freins trop tôt, nous risquons de manquer la sortie et de recommencer un long voyage. Selon le marché, nous sommes à un point de bascule où les premières baisses de taux d'intérêt sont prévues pour 2024, ce qui pourrait être un

catalyseur de la croissance économique, mais aussi raviver l'inflation.

TAUX D'INTÉRÊT

L'inflation et les taux d'intérêt vont de pair, bien qu'ils évoluent dans des directions différentes. Cette année, les banques centrales ont relevé les taux d'intérêt directeurs, entraînant ainsi une baisse de l'inflation. L'emprunt est devenu plus cher et donc la demande de crédit a chuté. Bien que le coût n'ait pas été le seul facteur en jeu, la faillite de plusieurs banques américaines et du Crédit suisse a provoqué une perte de confiance dans le système financier. La grande coupable, surtout aux États-Unis, a été la hausse des taux d'intérêt qui a fait chuter la valeur des portefeuilles d'obligations bancaires de longue durée. Ces banques se sont donc retrouvées avec d'importantes pertes comptables. Tout cela ne pose pas de problème tant qu'il y a suffisamment de liquidités, mais lorsque trop de clients sont venus retirer leur argent, les banques ont dû vendre ces titres à perte pour disposer des liquidités nécessaires. Dans ces moments-là, la comptabilité devient une réalité.

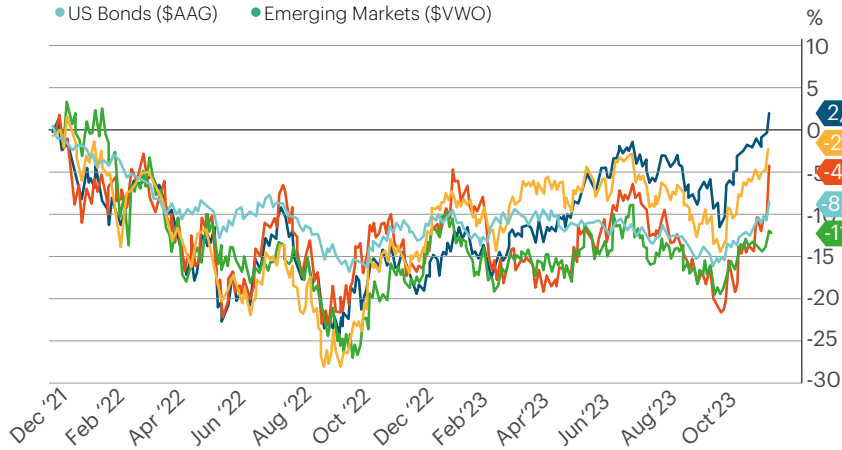
Grâce au BTFP (Bank Term Funding Program) c'est-à-dire au programme américain de financement à terme des banques, d'une part, et certainement aussi grâce au rachat des banques en difficulté par des banques du même secteur, d'autre part, une crise bancaire a pu être évitée. Dans le cas contraire, nous serions très probablement tombés dans un état déflationniste. La hausse des taux d'intérêt a donc directement et indirectement conduit au refroidissement souhaité de l'économie.

Il est extrêmement difficile de prévoir une récession. Aujourd'hui, les faits étant ce qu'ils sont : l'inflation a diminué, même si nous n'avons pas encore atteint notre objectif.

Graphique 3 : Rendement total 1er janvier 2022 - 14 décembre 2023

Source : Peter Mallouk, Creative Planning

● US Large Caps (\$SPY) ● Developed ex-US (\$VEA) ● US Small Caps (\$IJR)
● US Bonds (\$AAG) ● Emerging Markets (\$VWO)



GRANDES CAPITALISATIONS AMÉRICAINES

Des taux d'intérêt plus élevés signifient une approche plus exigeante de valorisation de flux futurs de vos investissements et donc de leur prix de marché actuel. Vous souhaitez une prime de risque plus élevée, car les investissements plus sûrs offrent soudainement des rendements plus élevés. Les actions plus chères sont plus sensibles à ce phénomène que les actions moins chères. C'est pourquoi les performances boursières du graphique 3 en ont surpris certains.

Nous constatons ici que les gagnantes de cette année ont été les grandes entreprises américaines, généralement plus onéreuses, avec en tête les célèbres "Magnificent Seven", et non la Chine, pourtant moins chère, et dont tant de personnes étaient convaincues. À notre avis, il y a plusieurs raisons à cela.

La première raison, et la plus importante, est que ces entreprises sont des entreprises de qualité. Cela signifie qu'elles peuvent maintenir des marges stables et résister aux chocs cycliques. En raison de l'augmentation des coûts de production et des coûts de la vie, ce sont précisément ces marges bénéficiaires qui ont fait l'objet d'une attention particulière. Après tout, l'inflation doit bien être payée par quelqu'un. Les entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix pouvaient répercuter l'inflation sur le client, tandis que les entreprises subissant les prix devaient faire des concessions importantes. Ainsi, le fait que ces *pricemakers* (ou *fixateurs de prix*) soient plus chers est donc justifié ; ceux qui veulent de la stabilité doivent en payer le prix.

La mesure, à laquelle l'IA générique accélérera un modèle économique existant, dépend donc fortement du degré de connaissance sur lequel repose votre secteur.

Un deuxième aspect est la solidité de leurs bilans. En effet, leur dette nette était faible, en partie grâce à l'importante masse de liquidités qu'elles ont pu accumuler à bon compte au fil des ans. Par conséquent, elles étaient beaucoup moins, voire pas du tout, dépendantes de l'argent emprunté. Le graphique 4 montre que le rapport entre les charges d'intérêt et le bénéfice net a atteint son niveau le plus bas depuis près de 40 ans, ce qui s'explique par le fait que les financements à long terme ont été bloqués en prévision de la hausse des taux d'intérêt. En ce qui concerne les coûts, les économies nécessaires ont été réalisées grâce à un grand nombre de licenciements. Il faut dire que les années précédentes, on avait augmenté les effectifs un peu trop facilement.

INTELLIGENCE ARTIFICIELLE GÉNÉRIQUE

2023 est également l'année de l'essor de l'intelligence artificielle générative (gen AI). La technologie offre de nombreuses opportunités, même si toutes ne se révèlent pas utiles. Sur le marché boursier, les avis sur l'IA sont partagés entre ceux qui soupçonnent un battage médiatique, d'une part, et ceux qui s'attendent à une augmentation considérable de l'efficacité en raison de ses possibilités infinies, d'autre part. La vérité se situera quelque part entre les deux, bien que nous penchions plutôt vers la seconde et que, de plus, des nuances soient apportées au sein des différents secteurs.

En effet, nous nous étonnons de la manière structurée avec laquelle les chatbots peuvent résoudre un problème complexe pour vous. Cela va au-delà d'une réponse spécifique à une question. Les chatbots s'engagent dans un dialogue, pour ainsi dire, qui peut vous conduire à des connaissances plus approfondies. De plus, cela ne se limite pas uniquement au texte. La multimodalité des systèmes d'IA pour traiter de nombreux types de données constitue un avantage innovant : ils sont par exemple capables de reconnaître une image ou de convertir du texte en images. La mesure, à laquelle l'IA générique accélérera un modèle économique existant, dépend donc fortement du degré de connaissance sur lequel repose votre secteur. Les entreprises technologiques pourront donc en bénéficier à bien plus de niveaux qu'une entreprise manufacturière. Cela contraste avec l'impact des vagues

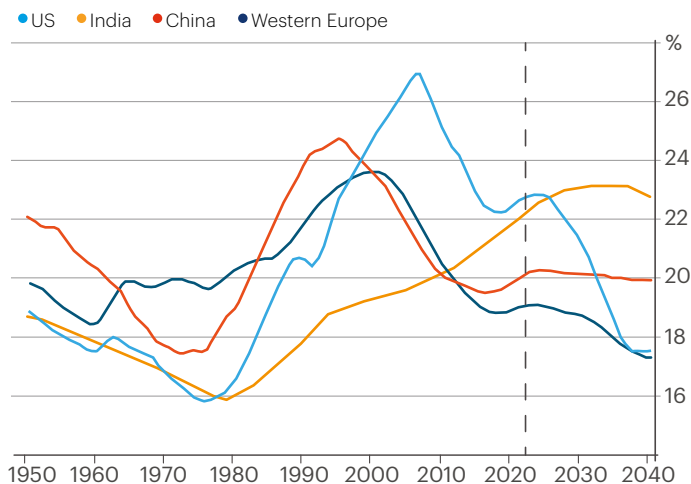
Graphique 4 : Charges d'intérêt en % des bénéfices des entreprises américaines

Source : JPMorgan AM 27/10/2023



Graphique 5 : Les 30-44 ans en % de la population

Source : Deutsche Bank



technologiques précédentes, où seul le secteur manufacturier était le plus impacté. Par conséquent, les points forts de l'IA générique résident dans les activités basées sur le langage, par opposition aux activités qui nécessitent un travail physique.

Plus votre secteur est basé sur la connaissance, moins l'IA générique se concentre sur la simple réduction de la structure des coûts, mais davantage sur la croissance. Simplifier certains processus est possible dans presque tous les secteurs, mais générer de nouvelles affaires grâce à l'IA générique n'est pas possible partout. En l'espace d'à peine un an, l'IA générique a conquis toutes les salles de réunion et menace de devenir un terme à la mode. La popularité n'est pas une mauvaise chose, mais il faut évaluer le caractère cyclique. Nous essayons de réduire la cyclicité en (1) déployant l'IA à différents stades de la chaîne de valeur avec (2) un succès démontrable.

L'INDE

2023 est également l'année où l'Inde a dépassé la Chine en tant que pays le plus peuplé. En 1971, la Chine et l'Inde avaient à peu près les mêmes taux de fécondité, soit un peu moins de six naissances par femme. À la fin des années 70, ce taux a fortement baissé en Chine, tombant à environ trois naissances par femme. Ce chiffre a également baissé en Inde, mais il

s'est étalé sur 3,5 décennies, ce qui a pris beaucoup plus de temps. Les deux pays se sont fortement concentrés sur la réduction de la taille des familles et le ralentissement de leur croissance démographique. Ce n'est que parce que ce phénomène s'est produit plus lentement en Inde, qu'aujourd'hui, la proportion de personnes actives dans ce pays est beaucoup plus élevée. Le graphique ci-dessous montre que, par rapport aux autres grandes économies, l'Inde est le seul pays où le nombre de personnes âgées de 30 à 44 ans augmente par rapport à la population totale. Cette tranche d'âge est également considérée comme le moteur de l'économie, ce qui rend l'Inde stratégiquement très intéressante.

La guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis joue en faveur de l'Inde. Les entreprises américaines déplacent leur chaîne de valeur hors de l'industrie manufacturière chinoise. Selon une étude du Boston Consulting Group, c'est l'Inde qui en tirerait le plus grand avantage. Les exportations indiennes vers les États-Unis ont augmenté de 44 % entre 2018 et 2022. Le Sud-Est asiatique et le Mexique semblent également être devenus les nouvelles destinations favorites des États-Unis. Depuis juillet 2023, ce dernier est même devenu le plus grand partenaire commercial des États-Unis. Ces régions partagent les points communs suivants : des structures de coûts compétitives, une main-d'œuvre importante et une croissance nécessaire dans divers



secteurs. L'Inde se distingue en raison de son énorme marché intérieur et des incitations gouvernementales favorables. Toutefois, comme pour de nombreux pays en développement, leurs opportunités de croissance sont limitées par l'infrastructure et la logistique. C'est sur ce dernier point que l'Inde mise désormais fortement.

CONCLUSION

2023 a été une excellente année boursière. En termes de région, les États-Unis étaient les plus intéressants, ainsi que certaines grandes entreprises renommées d'Europe. Les entreprises peu endettées ont réussi à poursuivre leur croissance et à maintenir leurs marges stables. Les récessions ont été évitées, renforçant ainsi la crédibilité de l'idée d'un atterrissage en douceur. Grâce à l'IA générative, vous pouvez désormais trouver rapidement et efficacement les cinq meilleurs restaurants de votre quartier. Enfin, la Chine n'est plus le pays le plus peuplé au monde. •



SECURITIES
DE MUNTER

LUXEMBOURG

120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1

BELGIQUE

142, Avenue Franklin Roosevelt
B-1050 Bruxelles
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200
B-2020 Antwerpen
Tel (+32) 3 220 00 60

TVA LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

DESIGN & PRODUCTION | vinix.agency

LE POINT FINANCIER

Copyright © 2024 Securities De Munter.
All rights reserved.

Disclaimer. Ce document est une publication de la société Securities De Munter, société réglementée par la CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) au Grand-Duché de Luxembourg. Cette publication ne peut être considérée comme une proposition d'investissement. Il s'agit d'un document informatif n'engageant en aucun cas la société. La société Securities De Munter ne garantit pas que les instruments financiers utilisés dans ce document vous correspondent. Toutes transactions financières réalisées par vos soins tenant compte des informations financières délivrées dans cette brochure sont exécutées à votre entière responsabilité. Investir dans certains instruments financiers (comme les actions) peut induire certains risques importants. Avant l'exécution de toute transaction, l'investisseur doit disposer d'un niveau de connaissance et d'expérience nécessaire à la compréhension des risques liés à l'utilisation de certains instruments financiers. Dans certains cas, ces risques peuvent conduire à la diminution temporaire voire la perte de tout ou partie du capital investi. Les collaborateurs de la société Securities De Munter peuvent vous aider dans la diversification des instruments financiers. Les éventuels rendements qui pourraient figurer dans la présente brochure sont établis sur base du passé. Ceux-ci ne constituent, en aucune manière, une garantie pour le futur. Nous ne sommes, également, aucunement en mesure de garantir que les scénarios attendus et les niveaux de risques explicités dans la brochure ne prendront forme dans la réalité. Ceux-ci doivent uniquement être utilisés comme indicateur informatif. L'ensemble des données qualitatives et quantitatives dans cette brochure sont à considérer comme indicateur et sont également susceptibles d'évoluer dans le temps. Les fluctuations des devises peuvent également influencer les résultats et les rendements affichés. Les informations établies dans cette brochure par l'auteur des articles sont éditées à une date précise. Bien que les analyses émanent de sources fiables, nous ne pouvons garantir de manière absolue l'authenticité, le caractère complet et la mise à jour parfaite des données utilisées. La société Securities De Munter ne peut, en aucun cas, être tenue responsable du caractère incorrect ou incomplet des données utilisées dans la présente brochure. Aucun article figurant dans cette brochure ne peut, sans l'autorisation écrite et formelle de la société Securities De Munter être reproduite ou publiée à quelque fin que ce soit. Cette publication est soumise aux lois luxembourgeoises sur les publications financières.