

FFG

FORUM FINANCE

1994



PERSPECTIVES 2024

DÉCEMBRE 2023

TABLE DES MATIÈRES

PERSPECTIVES 2024 : RÉSUMÉ	1
UN BREF APERÇU DE 2023	2
UNE ÉCONOMIE MONDIALE RÉSILIENTE EN 2023 AVEC DES DIVERGENCES	3
PERSPECTIVES POUR 2024	5
PERSPECTIVES DE CROISSANCE MONDIALE : FAUT-IL CRAINDRE UNE RÉCESSION EN 2024 ?	5
CHINE : CROISSANCE ATTENDUE À 4,6 % EN 2024	6
PERSPECTIVES D'INFLATION MONDIALE : EN BAISSSE CONSTANTE	7
PERSPECTIVES DE POLITIQUE MONÉTAIRE : VERS DES BAISSSES DE TAUX	8
VALORISATION : L'INFLATION ET LES TAUX D'INTÉRÊT COMME PRINCIPAUX CATALYSEURS	10
ACTIONS AMÉRICAINES : LES VALORISATIONS LIMITENT LA HAUSSE	11
ACTIONS EUROPÉENNES : EN PASSE DE SURPASSER LES ÉTATS-UNIS	12
ACTIONS JAPONAISES : VALORISATION TOUJOURS BIEN INFÉRIEURE À LA MOYENNE	12
LES CONVICTIONS D'INVESTISSEMENT POUR 2024	13
#1 – DETTE D'ENTREPRISE DES MARCHÉS ÉMERGENTS (DEVISE FORTE) : PORTAGE ET SPREADS ATTRACTIFS	13
#2 – OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT : RENDEMENT TOTAL ÉLEVÉ ET SPREADS LÉGÈREMENT PLUS SERRÉS	13
#3 – PETITES CAPITALISATIONS: PARIER SUR LA RESPIRATION DU MARCHÉ	14
#4 – CHINE : UN PROFIL DE RISQUE ET DE RÉCOMPENSE FAVORABLE	14
VUE DES CLASSES D'ACTIFS	15

Perspectives 2024 : Résumé

L'année 2024 sera marquée par la poursuite de la normalisation des politiques monétaires dans le monde, l'aggravation des tensions géopolitiques et l'incertitude quant à la baisse de l'inflation.

La hausse des taux d'intérêt et des rendements obligataires a fondamentalement changé la base de toutes les décisions d'investissement. Ce changement de paradigme favorisera les investisseurs obligataires, qui bénéficieront de rendements attendus plus élevés, mais affaiblira davantage les acteurs fortement endettés, en particulier les gouvernements.

Bien que les taux d'intérêt aient atteint leur maximum, les pressions inflationnistes structurelles, telles que la montée du protectionnisme ou la transition énergétique, augmenteront certainement le risque d'une inflation plus élevée que celle que nous avons connue au cours des dernières décennies.

À l'aube de 2024, qui sera sans aucun doute une année de transformation, l'agilité des investisseurs sera un atout pour saisir les opportunités que la volatilité des marchés offrira dans la quête non seulement de la préservation du patrimoine, mais aussi d'une croissance réelle.

Perspectives économiques

Un ralentissement de la croissance est à prévoir, mais elle reste légèrement supérieure au potentiel

La croissance américaine devrait surpasser celle des pays développés

La croissance de la Chine passe à 4,6 % en 2024

L'inflation globale baisse dans toutes les économies du G10, à l'exception du Japon

L'inflation de base a également baissé, mais à un rythme plus lent

Les banques centrales des pays développés ont atteint la fin de leur cycle de hausse

Normalisation de la politique monétaire en cours au Japon

Meilleures opportunités d'investissement

Les rendements nominaux et réels élevés permettent de bloquer les flux de trésorerie.

La première partie de la courbe est attrayante en raison de l'aplatissement de la courbe des rendements au-delà de 3 ans

Les baisses de taux d'intérêt rendent l'argent liquide moins attrayant

La dette des entreprises des marchés émergents offre un rendement attrayant

Les rendements de l'ordre de 8 % pour le haut rendement sont rares et suivis de rendements à deux chiffres

Les actions européennes devraient surperformer les actions américaines

Les petites capitalisations ou l'indice équipondéré se négocient avec une forte décote par rapport aux grandes capitalisations

Profil risque/récompense favorable pour les actions chinoises

Principaux risques

La hausse de l'inflation pourrait retarder la baisse des taux d'intérêt

Les dépenses de consommation aux États-Unis ralentissent fortement

Les difficultés économiques de la Chine persistent

Tensions et conflits géopolitiques non maîtrisés

Un bref aperçu de 2023

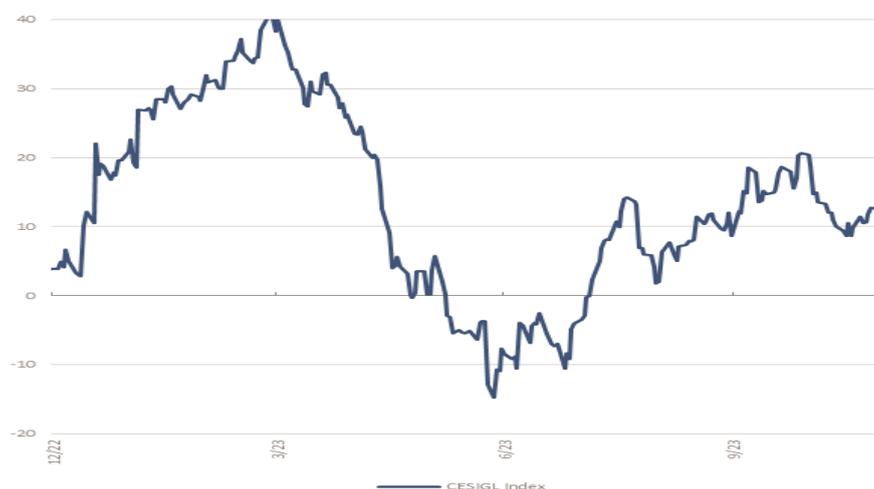
La transition vers un monde de taux d'intérêt plus élevés que ceux auxquels nous étions habitués depuis la crise financière mondiale et la pandémie de grippe aviaire s'est poursuivie. Ce changement de paradigme a eu et aura un impact profond sur les économies et le paysage de l'investissement.

Des taux d'intérêt plus élevés réduisent la capacité des ménages et des entreprises à emprunter, mais surtout, ils augmentent la charge des intérêts pour les gouvernements dont les déficits budgétaires ont atteint ces dernières années des niveaux difficilement soutenables sans une plus grande orthodoxie budgétaire.

Au cours des deux dernières années, jusqu'en octobre, les marchés obligataires mondiaux ont réévalué le prix de la transition vers des taux d'intérêt plus élevés, un processus douloureux qui a entraîné de lourdes pertes pour les investisseurs obligataires.

Malgré le resserrement des conditions monétaires, la croissance économique mondiale, emmenée par les États-Unis, a été beaucoup plus résistante, se remettant lentement des perturbations causées par la pandémie et déjouant les pronostics, y compris les attentes les plus optimistes pour l'année.

Figure 1 : Indice de surprise économique mondiale



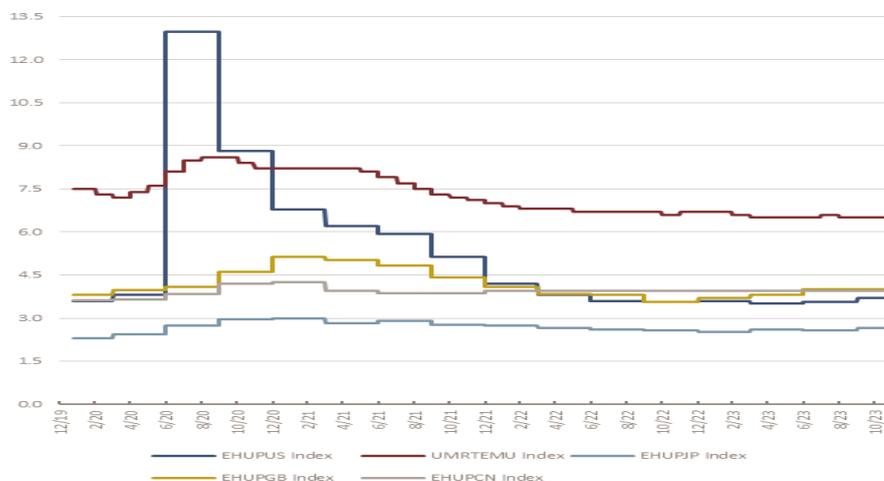
Source: Bloomberg

Ces bonnes surprises, en particulier au premier trimestre 2023 (figure 1), sont survenues malgré des perturbations majeures dues à des guerres (en Ukraine et plus récemment à Gaza), à un cycle de resserrement mondial sans précédent pour lutter contre l'inflation et à des tensions bancaires à la suite de l'effondrement de la Silicon Valley Bank (SVB).

Dans les économies avancées, les États-Unis ont surpris à la hausse, tandis que l'activité dans la zone euro a été revue à la baisse ; même si la production de la zone euro s'est effectivement redressée, elle reste inférieure aux niveaux d'avant la pandémie, en raison d'une plus grande dépendance à l'égard des prix de l'énergie importée et du choc négatif sur les termes de l'échange causé par la guerre en Ukraine.

Une partie de la divergence entre les principales économies en termes de production et de consommation est due au marché du travail.

Figure 2 : Taux de chômage (%)



Source: Bloomberg

Indice EHUPUS: Taux de chômage aux États-Unis (%) – **Indice UMRTEMU:** Eurostat Unemployment Eurozone SA – **Indice EHUPJP:** Japan Unemployment Rate (%) – **Indice EHUPGB:** UK Unemployment Rate (%) – **Indice EHUPCN:** China Unemployment Rate (%)

U ne économie mondiale résiliente en 2023 avec des divergences

États-Unis : La force économique

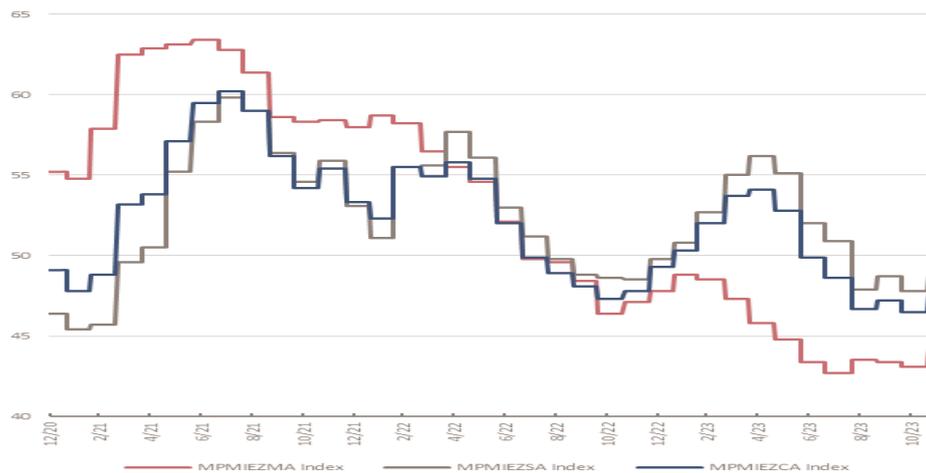
Les bonnes performances de l'économie américaine, avec une croissance du PIB réel de 5,2 % au troisième trimestre, supérieure à sa trajectoire d'avant la crise, sont dues à la consommation privée et à l'investissement. La confiance des ménages, étayée par l'étrécissement du marché du travail américain, a soutenu le revenu disponible réel ainsi que l'épargne excédentaire provenant des transferts liés à la pandémie. Enfin, les États-Unis sont mieux protégés de la hausse des prix de l'énergie.

Zone euro : Récession et défis

L'économie de la zone euro s'est contractée de 0,1 % au troisième trimestre et devrait se contracter à nouveau à la fin de 2023, confirmant ainsi une récession. La production

industrielle de la zone euro s'est contractée plus que prévu en octobre, chutant de 6,6 % en glissement annuel, tandis que les enquêtes sur l'indice composite des directeurs d'achat, en particulier la composante manufacturière, sont en territoire de contraction pour l'ensemble de l'année 2023.

Illustration 3 : Indice des directeurs d'achat (PMI) de la zone euro



Source: Bloomberg

Indice MPMIEZMA: Eurozone Manufacturing PMI SA – **Indice MPMIEZSA:** Eurozone Services PMI SA –

Indice MPMIEZCA: Eurozone Composite PMI SA

Japon : Retour à la croissance du PIB nominal

L'économie japonaise renoue avec la croissance du PIB nominal grâce à la hausse des prix et des salaires. Après un début d'année très dynamique, l'économie japonaise s'est contractée plus rapidement que prévu au troisième trimestre, les ménages étant confrontés à des vents contraires de plus en plus forts dus aux salaires réels, qui ont baissé de 2,3 % en glissement annuel en octobre pour le 19th mois consécutif, et les dépenses ont été affectées par la hausse de l'inflation, qui a découragé les acheteurs.

Marchés émergents : Résilience et revers

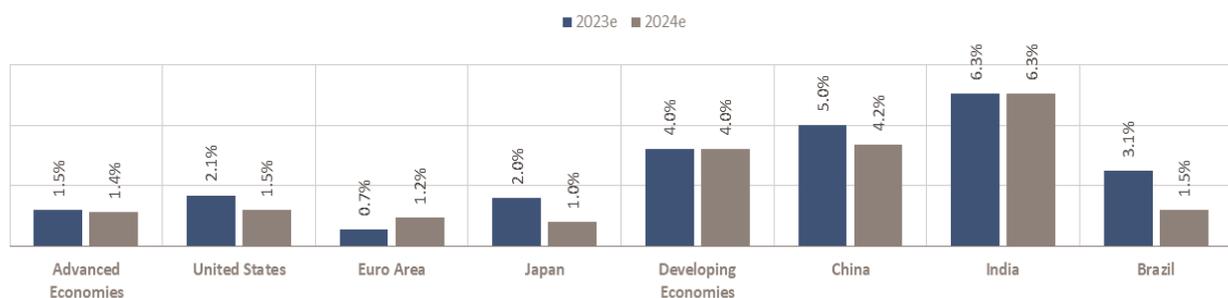
De nombreuses économies de marché émergentes ont également fait preuve de résistance et ont surpris à la hausse, à l'exception notable de la Chine. Les attentes constructives concernant la croissance chinoise à la suite de la levée des restrictions liées à la pandémie ont été rapidement anéanties par les incertitudes concernant le marché du travail des jeunes et la faiblesse du marché immobilier, ce qui a entraîné un manque de confiance parmi les ménages chinois et les investisseurs internationaux. La croissance de la Chine a ralenti, passant de 8,9 % au premier trimestre 2023 à 4,0 % au deuxième trimestre 2023, et la croissance du PIB sera "proche" de 5,5 % en 2023. Bien qu'elle soit inférieure à celle de la majeure partie de la dernière décennie, la croissance du PIB de la Chine en 2023 est meilleure que celle de 3 % en 2022. L'immobilier et les actions sont les deux principales sources de richesse des ménages, et les ajustements de prix à la baisse nuisent à la confiance dans l'ensemble de l'économie chinoise.

Perspectives pour 2024

Perspectives de croissance mondiale : Faut-il craindre une récession en 2024 ?

Selon les dernières projections du Fonds monétaire international, la production mondiale ralentira, passant de 3,5 % en 2022 à 3,0 % en 2023 et 2,9 % en 2024 sur une base annuelle, soit une croissance légèrement supérieure à la croissance potentielle mondiale. Avec une croissance attendue de 4,0 % dans les marchés émergents (ME) et de 1,5 % dans les marchés développés (DM), la reprise de la prime de croissance, c'est-à-dire la différence entre la croissance économique des ME et des DM, se poursuivra en 2024 et devrait atteindre son plus haut niveau en cinq ans. L'écart croissant entre les projections de croissance du PIB réel d'une année sur l'autre devrait rendre les marchés émergents plus attrayants pour les flux de capitaux mondiaux.

Figure 4 : Prévisions de croissance du PIB réel (en glissement annuel, %)



Source : Fonds monétaire international - Perspectives de l'économie mondiale - octobre 2023 Fonds monétaire international - Perspectives de l'économie mondiale - octobre 2023

Malgré toutes les bonnes nouvelles concernant la croissance et l'inflation au cours de l'année 2023, le prévisionniste médian estime à environ 50 % la probabilité d'une récession au cours des 12 prochains mois, ce qui correspond à certains indicateurs avancés suggérant que les risques de récession restent élevés aux États-Unis et en Europe.

La croissance américaine devrait une fois de plus dépasser celle des pays du DM et devrait atteindre 1,5 % en 2024, ce qui correspond à la croissance potentielle de l'économie américaine. La première raison est que la baisse de l'inflation globale et un marché du travail encore robuste devraient contribuer au revenu disponible réel, tandis que dans la zone euro et au Royaume-Uni, c'est la baisse des prix de l'énergie qui atténuera la pression sur les revenus des ménages. La deuxième source d'optimisme en matière de croissance est liée à la réduction de l'impact du resserrement des conditions financières sur le taux de croissance de l'économie. La troisième source est l'attente d'un redressement de l'activité manufacturière, dû en grande partie à la fin du cycle de déstockage et à l'impact d'un rebond en Chine. Enfin, les banques centrales n'auront peut-être pas besoin de faire entrer l'économie en récession pour ramener l'inflation à leur objectif de 2 %.

Même si la période de hausse des taux d'intérêt semble derrière nous, l'économie européenne ressentira pleinement l'impact de ce resserrement monétaire en 2024. Le mécanisme de transmission monétaire continuera d'avoir un impact profond sur l'économie de la zone euro en 2024. La masse monétaire au sens large continue de se contracter à un rythme annuel qui n'a été atteint qu'en 2009. Les taux des prêts bancaires aux ménages et aux entreprises ont augmenté rapidement et l'euro s'est apprécié par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux depuis la fin de l'été.

L'affaiblissement de l'environnement économique ne s'est pas encore traduit par un affaiblissement du marché du travail, tandis que l'investissement continue d'être soutenu par les problèmes d'offre en 2021-2022. Ces facteurs ont compensé l'impact du resserrement des conditions monétaires, mais ils ne contribueront pas dans la même mesure en 2024. Les premiers signes de faiblesse du marché du travail finiront par se traduire par un taux de chômage plus élevé.

L'économie japonaise devrait connaître une croissance comprise entre 1,0 et 1,5 % en 2024, contre 2 % en 2023, avant de s'accélérer à nouveau en 2025. Ce rythme de croissance apparemment peu inspirant reste supérieur au taux de croissance potentiel d'environ 0,9 %. La consommation privée devrait se redresser, soutenue par la croissance des salaires et les réductions d'impôts.

Chine : Croissance attendue à 4,6 % en 2024

L'économie chinoise s'essouffle depuis le deuxième trimestre 2023 et est confrontée à de nombreux obstacles, notamment l'augmentation de la dette des gouvernements locaux, un marché immobilier en difficulté et une demande tiède, tant au niveau national qu'international.

Toutefois, selon le FMI, l'économie chinoise connaîtra une croissance de 5,4 % en 2023, contre une prévision antérieure de 5,0 %. La faiblesse persistante du secteur immobilier et l'atonie de la demande mondiale devraient limiter la croissance du PIB à 4,6 % en 2024, ce qui est toujours mieux que la prévision de 4,2 % faite en octobre. La croissance révisée reflète le nouveau soutien politique récemment annoncé.

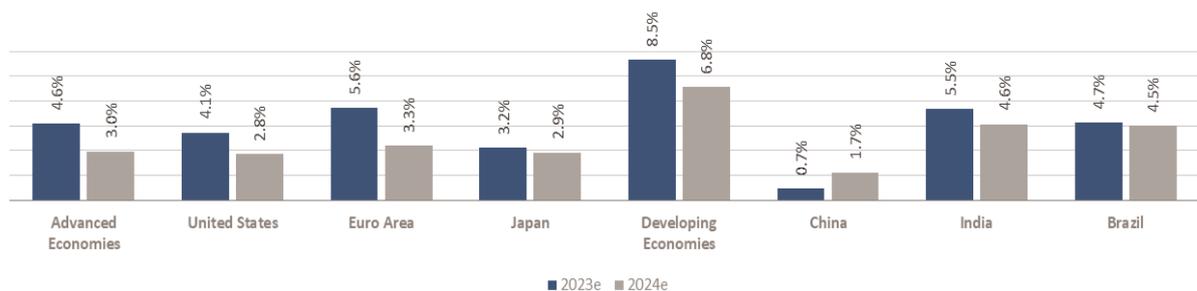
Il s'agit notamment d'accélérer la sortie des promoteurs immobiliers non rentables, d'éliminer les obstacles à l'ajustement des prix des logements et d'augmenter le financement du gouvernement central pour l'achèvement des logements. L'augmentation des dépenses publiques soutiendra l'activité économique en 2024, en particulier la récente décision des autorités de soutenir le secteur immobilier.

Dans un ajustement rare, la Chine a relevé son objectif de déficit budgétaire pour 2023 à 3,8 % du produit intérieur brut (PIB), contre 3,0 % initialement, après avoir dévoilé un plan d'émission de 1 000 milliards de yuans (139,23 milliards de dollars) d'obligations d'État pour soutenir la reprise économique. La marge de manœuvre budgétaire et monétaire reste importante, grâce à une faible inflation des prix à la consommation et à un niveau d'endettement du gouvernement central qui n'est pas trop élevé et enviable par rapport à celui des États-Unis.

Perspectives d'inflation mondiale : En baisse constante

L'inflation globale et l'inflation de base sont en baisse dans toutes les économies du G10, à l'exception du Japon, une tendance qui devrait se poursuivre jusqu'en 2024. Selon les dernières projections du Fonds monétaire international, l'inflation mondiale diminuera régulièrement, passant de 8,7 % en 2022 à 6,9 % en 2023 et à 5,8 % en 2024. L'inflation de base a également baissé, mais à un rythme plus lent. Les banques centrales ont donc réalisé plus des trois quarts de l'ajustement nécessaire pour ramener l'inflation à leurs objectifs.

Figure 5 : Prévisions de l'indice des prix à la consommation (IPC)
(en glissement annuel, %)



Source: International Monetary Fund – World Economic Outlook – October 2023

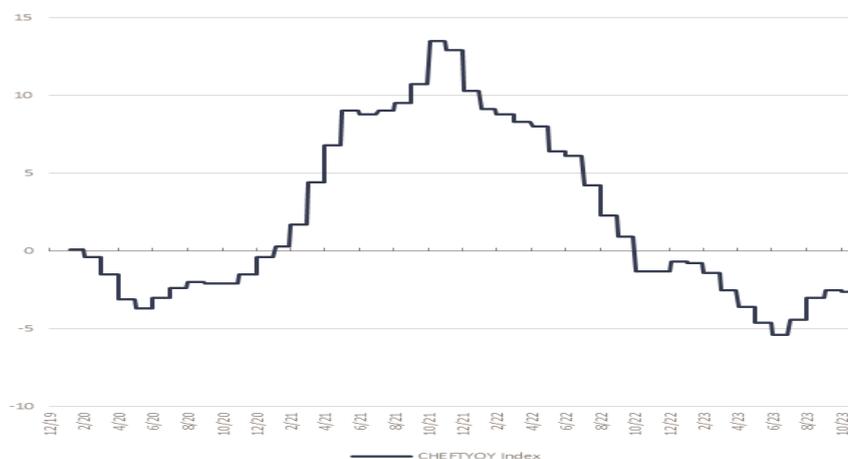
Sur la base de notre évaluation indépendante des composantes de l'IPC, nous sommes convaincus que l'inflation américaine continuera de baisser, passant des 3 % actuels à un niveau compatible avec l'objectif de 2 % de la Fed d'ici la fin 2024. Les raisons de notre optimisme sont, premièrement, les indicateurs avancés de l'IPC du logement, qui indiquent une nouvelle détente de la composante inflation, et, deuxièmement, la composante des services hors logement et énergie, dont la principale composante est le marché du travail, qui montre enfin des signes de détente.

L'inflation dans la zone euro a fortement chuté au cours de l'année 2023. Après avoir culminé à 10,6 % en glissement annuel en octobre 2022, elle est tombée à 2,4 % environ un an plus tard. Le fait que l'inflation ait atteint un sommet est une nouvelle clairement positive, mais les mesures de relance budgétaire limitées, les prix élevés de l'énergie et les hausses des taux d'intérêt ont poussé l'économie de la zone euro au bord de la récession. Lors de sa réunion de décembre, la BCE a abaissé ses prévisions d'inflation pour 2024 de 3,2 % à 2,7 %, tout en soulignant que la désinflation ne se fera pas en ligne droite et que l'inflation devrait reprendre à court terme.

Après des années de déflation chronique, le Japon entre enfin dans un environnement inflationniste. En 2023, l'inflation s'accélère, en grande partie sous l'effet de la hausse des prix des produits de base et d'une politique monétaire très souple. En 2024, les facteurs liés à la demande, tels que la croissance des salaires et la consommation privée, joueront un rôle plus important. L'IPC de base devrait rester supérieur à 2,0 % en 2024, ce qui devrait conduire à un resserrement des conditions monétaires.

La Chine a récemment sombré dans la déflation, devenant une exception dans le processus de reprise postpandémique. L'indice des prix à la consommation (IPC) a baissé de 0,5 % sur une base annuelle en novembre. Il s'agit de la plus forte baisse en trois ans. La Chine est confrontée à la faiblesse des prix depuis un certain temps en raison d'un marché immobilier en difficulté et d'une faible consommation. Cette spirale déflationniste tire l'économie vers le bas, car les consommateurs et les entreprises cessent d'acheter ou d'investir dans l'attente d'une baisse des prix à l'avenir. L'indice des prix à la production (IPP), qui reflète les prix des produits de base et des matières premières, a baissé de 3 % en novembre, soit le 14e mois consécutif de baisse.

Illustration 6 : Indice des prix à la production en Chine (en glissement annuel)



Source: Bloomberg
Indice CHEFTYOY : China PPI YoY

Toutefois, il est important de souligner que la faiblesse récente de l'IPC est en partie due à l'effondrement des prix du porc. L'IPC de base, qui exclut les éléments volatils tels que l'alimentation et l'énergie, a augmenté de 0,6 % d'une année sur l'autre en novembre, comme le mois précédent.

Perspectives de politique monétaire : Vers des baisses de taux

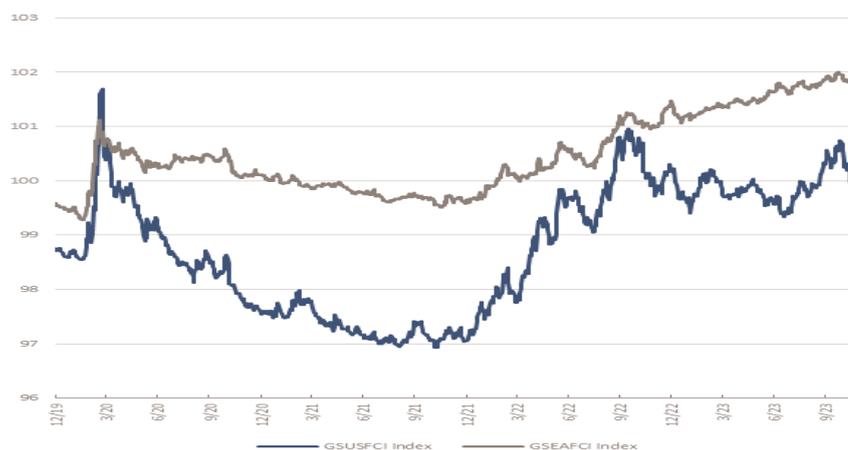
Après une période sans précédent de resserrement monétaire rapide et énergique, les principales banques centrales des pays développés, à l'exception du Japon, ont cessé de relever les taux d'intérêt, mais elles semblent prêtes à les maintenir à un niveau plus élevé pendant plus longtemps. Si les taux d'intérêt ont atteint leur maximum, la question est de savoir si les banques centrales peuvent gagner leur bataille contre l'inflation sans déclencher une récession.

Le dilemme des banques centrales, du moins dans la plupart des économies développées, est d'équilibrer le niveau des taux directeurs entre des conditions trop restrictives, conduisant à un atterrissage douloureux pour l'économie, ou trop expansionnistes, qui pourraient provoquer un retour de l'inflation nécessitant un nouveau resserrement monétaire.

Aux États-Unis, la Fed a atteint la fin de son cycle de hausse des taux, car la tendance désinflationniste se matérialise, mais la forte dynamique économique réduira l'urgence de réduire les taux et pourrait retarder la première baisse des taux jusqu'au quatrième trimestre 2024. Toutefois, une tendance claire à la poursuite de la désinflation dans les mois ou trimestres à venir créerait un environnement favorable pour que la Fed abaisse progressivement les taux directeurs, même en l'absence de récession, afin de maintenir les conditions monétaires et les taux d'intérêt réels à leur niveau actuel (environ 2,2 %).

Dans la zone euro et au Royaume-Uni, la combinaison d'une croissance plus faible et de conditions financières plus strictes a permis à la Banque centrale européenne (BCE) et à la Banque d'Angleterre (BoE) de faire une pause aux niveaux actuels avant de pivoter vers un assouplissement au troisième trimestre 2024, voire plus tôt. (2.2%).

Exhibit 7: Financial Conditions Index



Source: Bloomberg

Indice GSUSFCI: GS US Financial Conditions Index – **Indice GSEAFCI:** GS Euro area Financial Conditions Index

Au travers du prisme des indices PMI, la croissance économique européenne est préoccupante. La situation de la croissance, couplée à une baisse significative de l'inflation, pourrait conduire la BCE à baisser ses taux directeurs avant la Fed.

La Banque nationale suisse (BNS) a laissé son taux directeur inchangé à 1,75 % en décembre, reconnaissant que les pressions inflationnistes se sont atténuées. Les nouvelles prévisions d'inflation sont inférieures à celles de septembre, en raison de la diminution des pressions inflationnistes provenant de l'étranger. La BNS a supprimé certaines dispositions relatives à la vente de devises étrangères. Ce changement laisse à la banque la possibilité de vendre des francs suisses sur le marché et elle est moins intéressée par une monnaie plus forte.

La normalisation des politiques est en cours au Japon. La banque du Japon devrait relever son taux directeur au jour le jour, actuellement à moins 0,1 %, à 0 % au 2e trimestre 2024, éventuellement suivi d'une hausse de 25 points de base en juillet. Un contrôle souple de la courbe des taux (YCC) devrait être maintenu jusqu'à la mi-2025. La normalisation de la politique monétaire et fiscale est risquée, surtout après la transition de zéro à la croissance. Tout

resserrement prématuré compromettrait cette transition, tandis qu'une hausse incontrôlée des prix pousserait les taux d'intérêt à la hausse, compromettant les finances de la Banque du Japon et potentiellement la stabilité globale du système financier japonais.

Dans les marchés émergents, l'inflation a commencé à diminuer, mais la bataille contre l'inflation n'a pas encore été gagnée de manière décisive. Pour l'instant, le processus de désinflation sera plus progressif qu'au premier semestre 2023. Ce processus de désinflation plus lent laissera les niveaux d'inflation au-dessus des objectifs des banques centrales dans de nombreux pays, de sorte que même si certaines banques centrales des marchés émergents ont commencé à assouplir leur politique, et que cette tendance pourrait s'étendre, les taux directeurs pourraient rester au-dessus de la neutralité dans plusieurs pays tout au long de l'année 2024.

Dans le même temps, la politique budgétaire est plus neutre que dans les pays développés, même si les différences sont importantes. Enfin, la politique d'assouplissement de la Fed en 2024 est favorable aux marchés émergents. Le gouverneur de la banque centrale chinoise a confirmé que la Banque populaire de Chine (PBOC) resterait accommodante pour soutenir l'économie par des baisses de taux d'intérêt et des injections de liquidités.

Valorisation : L'inflation et les taux d'intérêt comme principaux catalyseurs

À la fin du mois de novembre, les marchés boursiers mondiaux étaient en hausse de 16,9 % en monnaie locale. Cette performance relativement solide a été réalisée après des baisses significatives en avril et en octobre. Alors que les taux d'intérêt pourraient diminuer en raison de la baisse des pressions inflationnistes, le paysage géopolitique complexe reste une menace potentielle pour les chaînes d'approvisionnement mondiales et l'approvisionnement en énergie. Les placements équivalents à des liquidités ont produit des rendements relativement élevés, car les banques centrales ont resserré leurs taux plus que prévu initialement. Même si les rendements à court terme restent attractifs, les baisses de taux attendues et donc les changements dans la forme de la courbe des rendements réduiront l'attrait de la détention de liquidités, car elle représente un coût d'opportunité.

Les rendements nominaux élevés et les rendements réels attrayants offrent aux investisseurs obligataires la possibilité de bloquer des flux de trésorerie à long terme. Une structure de rendement relativement plate entre les échéances rend la première partie de la courbe particulièrement attrayante, mais nous reconnaissons que la normalisation potentielle de la courbe nécessitera une sensibilité suffisante aux taux d'intérêt, à savoir la duration, car elle finira par devenir un contributeur positif au rendement total. Par conséquent, les obligations d'État à moyen terme et les obligations d'entreprises de qualité devraient bénéficier d'avantages considérables dans un scénario d'atterrissage en douceur, tout en offrant une atténuation des pertes en cas de ralentissement économique plus marqué.

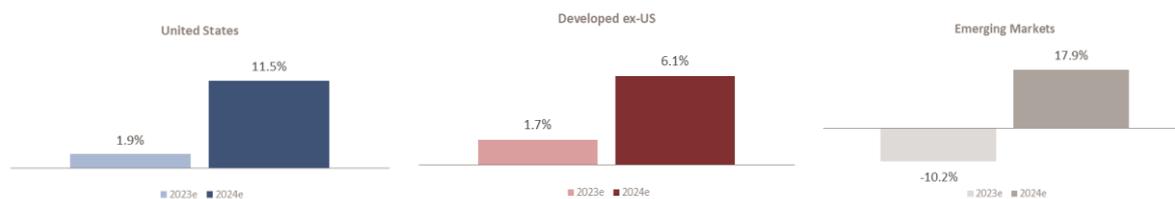
Le secteur des entreprises de qualité bénéficie de bilans solides et de faibles besoins de refinancement. Par conséquent, dans un environnement de croissance ralentie, les investisseurs en obligations d'entreprises de haute qualité devraient s'attendre à des rendements totaux proches des rendements initiaux. Les rendements actuels sont attrayants et si les rendements des obligations d'État chutent en raison d'un ralentissement économique plus prononcé, la durée

relative favorable du secteur "investment grade" par rapport aux obligations à haut rendement générera des plus-values qui compenseront l'élargissement des écarts de crédit.

Historiquement, le secteur du haut rendement s'est bien comporté dans un environnement de croissance régulière. Même si les écarts se creusent en réponse à des risques de récession plus importants, le portage soutiendra le rendement total. Le risque de refinancement est certainement plus important que dans l'univers des obligations de qualité, mais l'échéance de 2025-2026 ne sera pas une préoccupation majeure pour le marché avant le second semestre de l'année prochaine.

Après une année 2022 négative, marquée par le début du resserrement monétaire de la Fed, les marchés d'actions se sont fortement redressés en 2023, mais avec d'importantes différences de performance entre les régions et au sein de celles-ci. 2024 devrait également être une année difficile. Les interrogations sur les dépenses des ménages en raison de l'excès d'épargne, la montée des tensions géopolitiques et un agenda électoral chargé entraîneront sans aucun doute un accès de volatilité.

Figure 8 : Estimation de la croissance annuelle des bénéfices



Source: Bloomberg, Factset

Actions américaines : Les valorisations limitent la hausse

À ces niveaux, il y a de bonnes raisons d'être prudent. Même si le marché actuel reflète un environnement économique plus faible pour 2024, par exemple une croissance du PIB réel américain de 1,5 %, il offre une marge de manœuvre limitée pour une expansion multiple à partir des niveaux actuels.

En ce qui concerne les bénéfices, le consensus sur le BPA 2024 s'élève à 245 dollars, soit une augmentation d'environ 11 % en glissement annuel, et à 273 dollars (également +11 %) pour 2025. Le marché se négocie actuellement à un ratio cours/bénéfice à terme de 19x, tandis que l'indice à pondération égale se négocie au 74e percentile depuis 1976. La prime d'évaluation de l'indice des grandes capitalisations par rapport à l'indice des valeurs égales est de 27 %, ce qui est nettement supérieur aux moyennes historiques.

Toutefois, en dehors des méga capitalisations américaines, les valorisations semblent moins tendues par rapport à l'histoire, tandis que la prime de risque des actions (ERP) est en ligne avec les périodes précédentes de taux d'intérêt plus élevés.

À 5,5 %, le bon du Trésor à trois mois est conforme au rendement des bénéfices de l'indice S&P500. Les « Sept Magnifiques » ont une croissance attendue des ventes plus rapide, des marges plus élevées, un ratio de réinvestissement plus élevé et se négocient à une valorisation relative conforme aux moyennes historiques, par exemple un ratio PEG relatif de 0,9x. Toutefois, nous restons prudemment optimistes quant à ce sous-segment du marché, car le rapport risque/récompense n'est pas particulièrement attrayant compte tenu des attentes élevées.

Actions européennes : En passe de surpasser les États-Unis

La répercussion de la hausse des taux d'intérêt a été beaucoup plus rapide qu'aux États-Unis, ce qui a nui à la confiance des consommateurs. Cependant, les marchés d'actions européens restent valorisés de manière attrayante par rapport aux autres marchés d'actions et aux obligations.

Les valorisations actuelles restent favorables aux actions européennes. À 12,5 fois les bénéfices à terme, elles se négocient en dessous de leur moyenne à long terme et affichent une décote substantielle de 23 % par rapport à l'indice mondial tous pays. Le consensus sur la croissance des bénéfices est de 6 % en 2024 et de 9 % en 2025, malgré une croissance anémique et un sentiment négatif sur la dynamique macroéconomique, mais il convient de noter que plus de 40 % des bénéfices proviennent de régions à croissance plus rapide.

Les principaux vents contraires auxquels les actions européennes pourraient être confrontées sont une dynamique de croissance plus faible qu'aux États-Unis, la grande sensibilité des économies européennes aux chocs extérieurs et le poids de la croissance tirée par les exportations, en particulier vers la Chine.

Actions japonaises : Valorisation toujours bien inférieure à la moyenne

Les indices japonais ont atteint leurs plus hauts niveaux depuis 1990. La reprise de l'inflation a donné aux entreprises la possibilité d'augmenter leurs prix, ce qui pourrait stimuler les ventes et donc les bénéfices. Les négociations salariales de l'année prochaine devraient déboucher sur des augmentations de salaires, ce qui pourrait inciter les consommateurs à dépenser davantage. Cet effet positif sur la demande des ménages s'accompagnera de dépenses publiques et de prévisions favorables pour les exportations, stimulées par la faiblesse du yen et la tendance au "friend-shoring".

Un autre facteur positif pour les actions japonaises a été la réforme de la gouvernance de la Bourse de Tokyo (TSE) visant à améliorer les pratiques de gestion, qui a certainement joué un rôle de catalyseur pour les investisseurs. Dans le sillage de ces réformes, les actions japonaises ont attiré plus de 53 milliards d'USD de flux d'investissements étrangers d'avril à juin et ont bénéficié des commentaires constructifs de Warren Buffett sur les actions japonaises.

Les convictions d'investissement pour 2024

#1 – Dette d'entreprise des marchés émergents (devise forte) : Portage et spreads attractifs

Les taux d'intérêt mondiaux ont probablement atteint leur maximum en octobre, alors que l'économie mondiale et l'inflation ralentissent modérément, permettant aux banques centrales d'adopter une position plus accommodante. Les premières baisses de taux étant désormais attendues pour le premier trimestre aux États-Unis, de nombreuses banques centrales des marchés émergents ont déjà commencé à réduire leurs taux et se trouvent donc à un stade avancé de la normalisation monétaire par rapport aux pays développés. Les récents commentaires de la Fed ont créé une opportunité d'achat pour la dette des marchés émergents. Nous incluons donc la dette d'entreprise des marchés émergents parmi nos principales convictions au sein des titres à revenu fixe pour 2024.

Les émetteurs des marchés émergents bénéficieront de la baisse des rendements du Trésor américain, tandis que les écarts devraient rester à leurs niveaux actuels ou se resserrer légèrement si le scénario d'atterrissage en douceur prévaut. Si le secteur "investment grade" est le principal bénéficiaire de la baisse des taux, le risque de défaut des émetteurs à haut rendement sera largement réduit. Par conséquent, le crédit EM offre des niveaux de rendement attrayants avec des écarts supérieurs à leur moyenne historique.

#2 – Obligations à haut rendement : Rendement total élevé et spreads légèrement plus serrés

Notre scénario de base prévoit un ralentissement modeste de l'activité économique au cours du premier semestre de l'année prochaine, mais à ce stade, nous excluons une véritable récession aux États-Unis. Si les rendements obligataires se sont nettement améliorés, les écarts se sont resserrés et restent proches des moyennes historiques.

Cet ajustement à la hausse des rendements - 7,84 % pour le rendement le plus élevé aux États-Unis (¹) - a non seulement amélioré le rendement total potentiel des investisseurs (taux sans risque plus écart), mais aussi leur capacité à absorber les chocs négatifs. Les rendements de l'ordre de 8 % sont relativement rares. Historiquement, lorsque les rendements ont atteint ces niveaux, le rendement total sur 12 mois a été positif, avec des rendements à deux chiffres en moyenne.

Les indicateurs de crédit souffriront inévitablement du remplacement des dettes plus anciennes par des dettes plus chères, mais les ratios de couverture des intérêts restent bien supérieurs aux niveaux historiques. Les défaillances totales devraient se situer entre 4,0 % et 4,5 % en 2024 pour le haut rendement, ce qui correspond à la moyenne à long terme.

La fin du cycle de resserrement et les anticipations de baisse des taux d'intérêt l'année prochaine nous ont amenés à rééquilibrer la composante taux d'intérêt de notre portefeuille obligataire. Toutefois, compte tenu de la quasi-stagnation de la courbe des taux au-delà de trois ans, nous privilégions les obligations à moyen terme d'émetteurs mieux notés.

¹ Bloomberg US High Yield au 18 décembre 2023

#3 – Petites capitalisations: Parier sur la respiration du marché

Au cours des 25 dernières années, les petites capitalisations des marchés développés ont surpassé les grandes capitalisations, mais en 2023 et jusqu'en novembre, elles ont accusé un retard de 12 %, l'une des pires périodes pour les indices à pondération égale depuis 20 ans.

Nous pensons qu'elles reviendront à leur comportement historique et offriront des rendements attrayants compte tenu de leur valorisation initiale par rapport aux grandes capitalisations (ratio cours/bénéfice dans le 3e centile au cours des 20 dernières années) ; alors que les petites capitalisations ont généralement des bilans moins solides que les grandes capitalisations, la décote actuelle de la valorisation fournit un coussin de sécurité important pour l'avenir. Aux États-Unis, l'indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière est évalué à 19,4 fois le ratio cours/bénéfice à terme, contre 15,7 fois pour l'indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière.

En outre, les petites capitalisations ont tendance à enregistrer de fortes performances dans les premières phases d'un nouveau cycle économique. Les taux d'intérêt ayant certainement atteint leur maximum et devant même baisser en 2024, des secteurs comme l'immobilier, l'industrie et les matériaux, bien représentés dans les indices de petites capitalisations, devraient donc tirer la performance. Enfin, la tendance désinflationniste devrait soutenir l'amélioration des fondamentaux tels que les marges, voire les bénéfices par action.

#4 – Chine : Un profil de risque et de récompense favorable

Le ralentissement de l'activité économique, l'effondrement du secteur immobilier et son impact négatif sur la confiance des ménages, ainsi que les tensions entre les États-Unis et la Chine ont poussé les valorisations des actions chinoises à des niveaux historiquement bas.

Si toutes ces incertitudes ont en partie justifié la dégradation des actions chinoises, celle-ci est probablement allée trop loin. En effet, les données récentes ont montré quelques signes de stabilisation. Malgré la perturbation de l'activité économique chinoise en 2023, le consensus continue de penser que la Chine atteindra une croissance du PIB réel de 5,2 % en 2023 et de 4,5 % en 2024.

Nous avons été rassurés par les récentes mesures politiques, bien qu'encore trop timides, visant à lutter contre les tensions financières dans le secteur immobilier et par la marge de manœuvre potentielle offerte par le pivot de la politique monétaire de la Fed, qui permettra à la PBOC d'accroître le stimulus monétaire sans risquer d'exercer une pression excessive sur le renminbi chinois.

Le recul des actions en 2023 (-9,7 % contre +16,6 % pour les actions mondiales en dollars américains) a ramené les valorisations aux niveaux déprimés observés à la fin de 2022. Du point de vue de la valorisation, le marché chinois se négocie actuellement avec une décote de plus de 40 % par rapport au marché américain.

Vue des classes d'actifs

Classe d'actifs		En date du 30/11	Perspectives pour le premier semestre 2024	
Revenu fixe	Obligations gouvernementales	US	=/+	
		EU	=/+	
		UK	=	
		CH	=	
	Obligations d'entreprises	US IG	=/+	+
		EU IG	=/+	+
		US HY	+	+
		EU HY	+	+
	Dette émergente	HC	-/=	-/=
		LC	=	=
IG - HY		+	+	
Classe d'actifs		En date du 30/11	Perspectives pour le premier semestre 2024	
Actions	US Large	-/=	-/=	
	US Small	=/+	=/+	
	Europe Large	=/+	=/+	
	Europe Small	=/+	+	
	Switzerland Large	=	=	
	Switzerland Small	=/+	+	
	UK	=	=	
	Japan	=	-	
	China	-/=	+	
	India	=	=	
	Other EM	=	=	
Matières premières		=/-	=/-	
Devises (USD vs. G10)		=	=/-	

(-) Négatif, (=) Neutre, (+) Positif

DISCLAIMER

The Forum Finance Group S.A. (FFG) is authorised by FINMA as asset manager and registered with the SEC as investment adviser. Although every care has been taken by The Forum Finance Group S.A. (FFG) to ensure the accuracy of the information published, no warranty can be given in respect of the accuracy, reliability, up-to-datedness or completeness of this information. FFG disclaims, without limitation, all liability for any loss or damage of any kind, including any direct, indirect or consequential damages, which might be incurred through the use of this document. The entire content of this document is subject to copyright with all rights reserved. You may not reproduce (in whole or in part), transmit (by electronic means or otherwise), modify, or use for any public or commercial purpose this document without the prior written permission of FFG. Please go to www.ffg.com for our full disclaimer.

FFG

FORUM FINANCE

1994

The Forum Finance Group SA

65, rue du Rhône — CH-1204 Genève — P.O Box — CH-1211 Geneva 3 — T +41 22 552 83 00

FFGG.COM