

Synthèse du troisième trimestre 2024

L'acteur, humoriste et philosophe Will Rogers disait : « il y a eu trois grandes inventions depuis le commencement des âges : le feu, la roue et la banque centrale ».

Le troisième trimestre de cette année a été marqué par de nombreuses interventions diverses et variées de cette troisième invention des temps modernes.

Tout d'abord au Japon avec une hausse surprise des taux directeurs de la BoJ provoquant des ajustements liés à la fin du *carry trade*¹.

Ensuite la BCE ayant baissé ses taux de 25 bps, pour la seconde fois de l'année, tout en abaissant sa prévision de croissance à 0.8% contre 0.9% précédemment.

Puis la Fed qui a procédé à une « baisse jumbo » de ses taux de 50 bps, ramenant les taux effectifs dans une fourchette de 4.75% -5%, confiant dans la croissance économique et sa capacité à continuer d'abaisser l'inflation vers le seuil des 2%.

Et enfin la POBC chinoise a surprise avec une longue série d'annonces très accommodantes (abaissement des taux directeurs, abaissements des réserves obligatoires pour les banques ce qui injectera \$140 bn dans l'économie, etc...).

Bien que les effets du feu et de la roue soient bien connus, ceux de la troisième sont plus incertains, tant ils peuvent mettre du temps à se diffuser dans l'économie réelle...

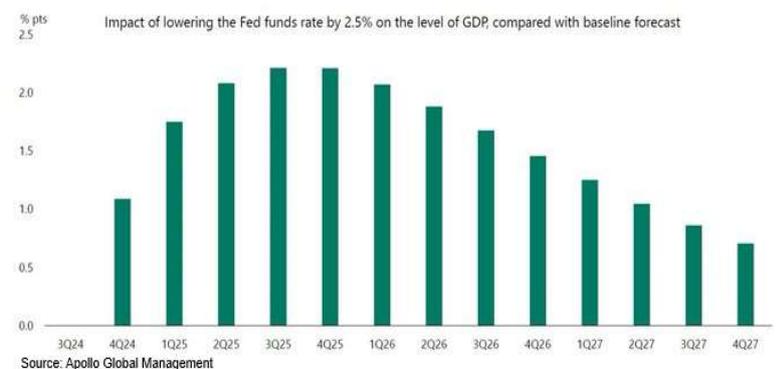
S'il est commun d'accepter l'idée que l'injection de liquidités et des baisses de taux dans un marché financier contribuent à sa hausse, elles n'en restent pas moins des mesures de soutien à l'économie.

Où en sommes-nous vraiment ?

M Powell a, une nouvelle fois, formidablement bien préparé le marché à accepter l'idée qu'une baisse de 50 bps n'était pas une baisse d'urgence, jugeant la croissance solide et l'inflation bien orientée. La justification de cette baisse de taux est qu'elle garantit la croissance future des US. En effet, des estimations avancent que des taux en baisse à 3% pourraient apporter un soutien de 2.2% à la croissance américaine.

Fed normalizing interest rates to 3% will boost GDP by 2.2%

APOLLO



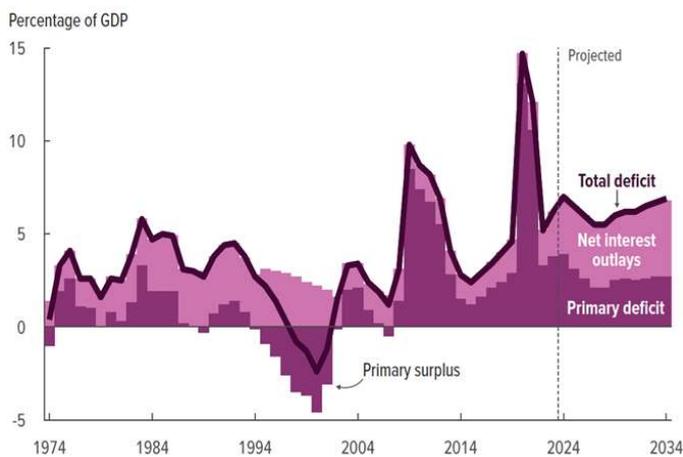
¹ Jouer un différentiel de taux d'intérêts, en l'occurrence emprunter à taux négatif en Yen pour replacer au taux sans risque en \$ ou €.

[Tapez ici]

Powell fait donc un choix : celui de soutenir la croissance économique tout en risquant un retour de l'inflation. Pari risqué...

Rappelons que l'inflation abaisse le niveau réel de la dette... ainsi elle n'est peut-être pas si mal venue lorsque la dette s'élève à plus de \$33 trn et que les charges d'intérêts se portent à \$890 bn.

Quoi qu'il en soit, le niveau de la dette est certes préoccupant, car à un niveau historiquement très élevé en valeur absolue, mais pas inédit en termes relatifs (en % du PIB).

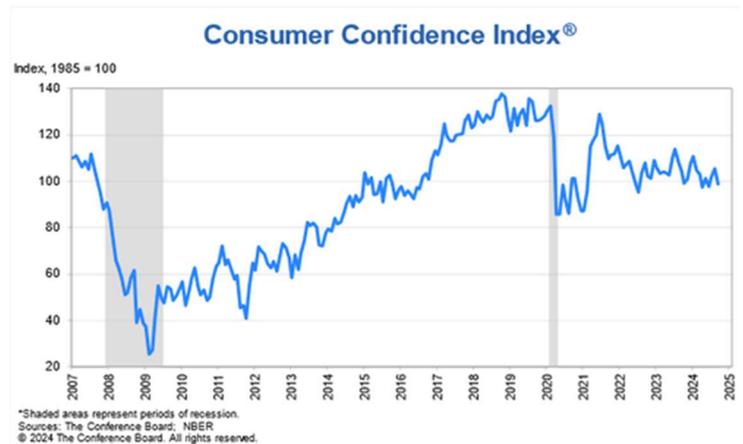


C'est donc le scénario de « boucle d'or » qui se matérialise actuellement sur les marchés, le spectre d'une récession s'éloignant et favorisant un atterrissage en douceur, le fameux « soft landing ».

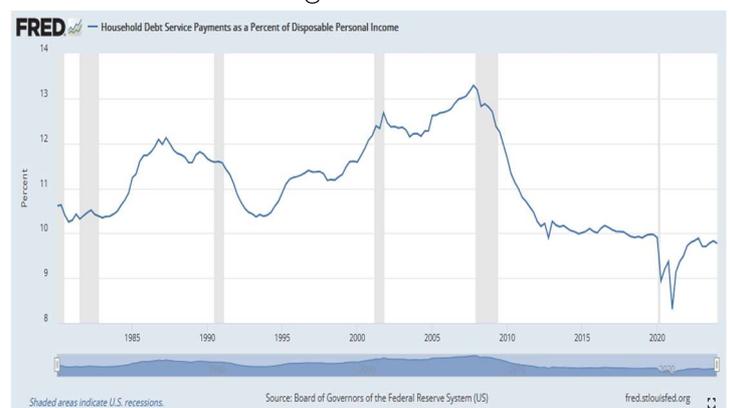
Une fois n'est pas coutume, nous rappelons qu'environ 68% du PIB US provient de la consommation tandis que 20% découle des investissements et 17% des dépenses du gouvernement, les US ont une balance commerciale négative (soit -5%).

Le consommateur est donc la clé de la croissance US, et la clé de voûte des marchés.

Tout d'abord, il semble que la confiance du consommateur reste à des niveaux élevés, conséquence certainement d'un marché financier qui dépasse régulièrement des records (les ménages américains sont fortement investis en actions), d'une campagne électorale battant son plein et des anticipations de baisses des taux de la Fed.



De plus, on constate que l'endettement des ménages reste à un niveau tout à fait acceptable, avec des taux de défauts qui sont relativement faibles et sans tendance particulièrement haussière. Le service de la dette chez les ménages reste sain.



[Tapez ici]

L'élément déterminant est donc la vigueur de l'emploi. Le taux de chômage est à un niveau de 4.6%, soit une légère augmentation qui ne suffit pas à définir une tendance de fond soutenue. Les ménages semblent également plus enclins à recourir à de multiples emplois (y compris temporaires) afin de combler les augmentations des prix suite à la période inflationniste.

Le taux de chômage à lui seul n'est évidemment pas l'indicateur à suivre, n'étant pas de nature prédictive, on observe toutefois une accélération de la rotation des emplois et une augmentation du nombre de chômeurs par poste vacant (enquête Jolts).

Il ne semble pas nécessaire de s'inquiéter outre mesure de l'état de l'économie américaine pour le moment, la FED étant en soutien, comme réaffirmé par M.Powell, et le calendrier politique américain impliquant peu de mesures coercitives sur l'économie.

Nous restons toutefois prudents, le passé ayant montré à de multiples reprises que l'emploi peut se dégrader de manière très rapide. Nous portons une grande attention aux indicateurs d'activités ainsi qu'aux signaux faibles, parmi lesquels des comportements disparates.

Le vieux continent est, comme à son habitude, dans des eaux troubles, avec une croissance économique en berne, impactée par la récession de la « locomotive » allemande. En France, le gouvernement Barnier doit déjà faire face à une dette colossale, des augmentations des prélèvements sont régulièrement évoqués,

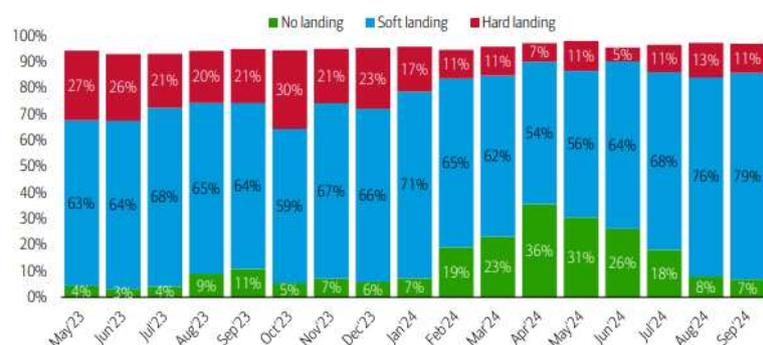
plus qu'une nécessaire rigueur budgétaire. Notons que la dette française se traite désormais à des taux supérieurs à ses voisins portugais, et proche des grecs (sur le taux 10 ans) L'attitude de la BCE sera prépondérante, nous estimons qu'elle devrait, comme à son habitude, suivre les traces de la FED en procédant à au moins une baisse de taux de 50 bps d'ici fin 2024., l'échéance de mi-octobre étant la plus probable.

Impact sur les marchés

Le trou d'air observé (-jusqu'à -10% sur les grands indices) lors du déboucement du carry trade japonais a été une occasion de se renforcer sur les marchés. Les ajustements de couvertures (environ \$20 000 bn échangés en quelques jours...) ayant été rapidement absorbés, sont des signes que la liquidité sur les marchés et l'appétence pour le risque sont bel et bien présents.

La courbe des taux s'est finalement re-plantée (taux longs > taux courts), laissant entrevoir l'optimisme du marché sur le *soft landing* annoncé. C'est effectivement l'ambiance prévalente, avec la majorité des gestionnaires anticipant (espérant...) ce scénario.

Chart 5: 79% say "soft landing," 11% "hard landing," 7% "no landing"
What is the most likely outcome for the global economy in the next 12 months?



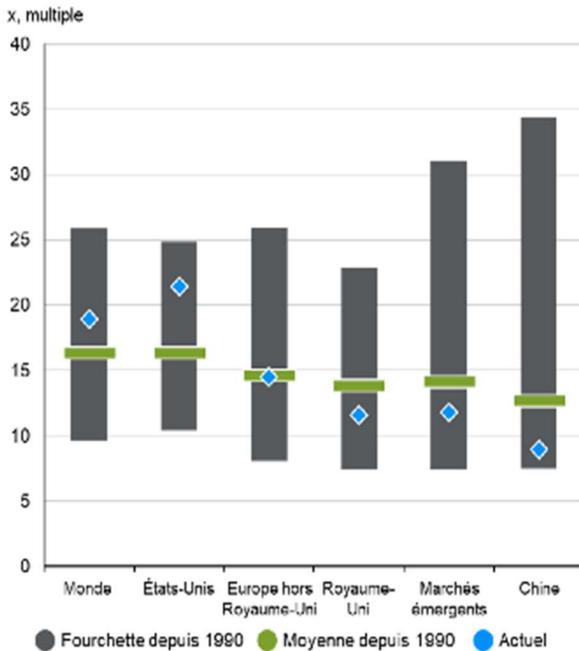
Source: BofA Global Fund Manager Survey

[Tapez ici]

Nous nous mettons donc en garde contre une possible complaisance du marché, rappelant des phases d'euphories précédant des changements majeurs de régime...

Dans ce cadre, nous rappelons que les valorisations, surtout aux US sont relativement tendues, à 23x les résultats anticipés contre une moyenne historique à 17x, mais surtout un maximum de 25x. La dynamique de croissance de résultat inchangée (soit +15% pour 2024) et dans un scénario de « boucle d'or », il n'est plus impensable de voir un S&P atteindre les 6300 points, ce qui refléterait le PE maximum de 25x...atteint en 2000 et 2008.

Ratio cours/bénéfices à terme - Monde



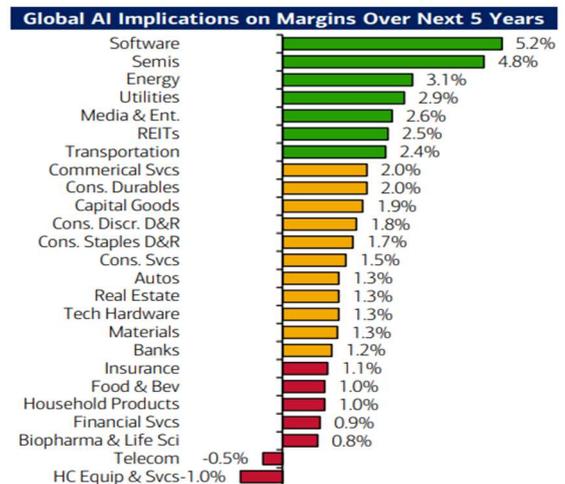
Source : JP Morgan

L'expansion des multiples US pourrait être catalysée par une reprise forte de la croissance, une baisse rapide de l'inflation, ou un effet post élection.

Une utilisation grandissante des applications d'intelligence artificielle par les entreprises devrait être un réel catalyseur de progression des marges opérationnelles. Si l'adoption est relativement lente, de nombreux acteurs évaluent toujours l'impact réel de l'implémentation de ces nouveaux outils, qui sera évidemment un défi tant l'intégration de nouveaux systèmes peut être difficile, surtout dans les grandes organisations.

Les progressions de marges sont évidemment bien disparates entre secteurs, notre conviction est que nous ne sommes que les cas d'usages et les solutions se multiplient, et que la technologie progresse de jour en jour.

Exhibit 1: According to BofA Global Research analysts, AI may drive margin expansion for 23 of 25 industry groups
Global AI-driven operating margin expansion/contraction (% change)



Source: BofA Global Research. Results based on May'24 responses. 5% = margins from 2006 to 21%. Green/red shading indicates the top/bottom 25% of industry groups by analyst votes received.

BANK OF AMERICA INSTITUTE

L'écart de valorisation entre la zone US et les autres s'explique évidemment par le dynamisme de l'innovation et de la tech américaine. Gageons toutefois que les US entraînent le reste de l'Occident, et que la Chine devrait remonter de ses bas abyssaux

[Tapez ici]

suite aux mesures de soutien annoncées sur la fin du trimestre.

Notre positionnement

L'heure est au soulagement, sous les bons augures des Banques Centrales et de leur éternel soutien à une économie toujours plus abreuvée de liquidités.

Notre positionnement prudemment optimiste se traduit en un équilibre trouvé entre différentes géographies, facteurs et styles de risque. Ainsi si nous sommes fortement exposés aux US pour tirer profit de sa capacité d'innovation et son dynamisme économique, nous sommes également équilibrés sur des secteurs plus défensifs/sensibles aux baisses de taux (consommation de base, services publics). Notre exposition à l'Europe se traduit d'une façon identique, dans un souci de rationalisation des différentes poches de risque. Nous avons renforcé l'exposition à la Chine depuis mars, dans l'attente de mesures de Beijing, contribuant ainsi à la bonne tenue de la performance (+24% depuis les annonces du 23/09). Nous avons également « profité » du trou d'air lié à l'épisode japonais d'août pour renforcer les parties non-cycliques et value du portefeuille actions, qui ont également bien performé dans un environnement de rotation sectorielle.

Coté obligataire, nous avons préféré la partie courte de la courbe des taux, et avons renforcé progressivement et marginalement

la partie corporate et haut rendement (donc plus risquée que les obligations souverains) tout en gardant une duration modérée (en moyenne 6 ans), afin de refléter une volonté d'exposition aux baisses de taux annoncés, dans un contexte de macro faiblissant. Nous avons gardé une poche d'indexée inflation, à dominante US afin de nous prémunir contre un retour de l'inflation.

Dans ce contexte, les performances s'inscrivent comme suit, à la fin de ce trimestre :

Profil	Sécurité	Prudent	Equilibré	Dynamique
Perf 24	3,94%	10,20%	11,40%	13,06%
Risque ²	1,66	3,44	3,91	4,41

Les performances par classes d'actifs sont disparates, avec une poche action en progression d'environ 15%. La poche obligataire performe de 2.9%, et la poche crypto, en hausse de 3,5% reflétant sa volatilité.

Considérant que le marché est en partie « *priced* pour la perfection », nous restons prudents tant les réactions risquent d'être violentes si des déceptions proviennent de chiffres macro jugés légers, ou des résultats d'entreprises en reculs, sans oublier de potentiels chocs exogènes (guerre Ukraine-Russie embrasement du Proche Orient, regain de tension entre Chine et Taiwan...).

Les deux précédentes phases de baisses de taux rapides, en 2000 et 2008, ont été les

² Méthodologie Priips

[Tapez ici]

prémices de chocs boursiers soudains et violents. Comparaison n'étant pas raison, la prudence reste une stratégie valable tant les incertitudes sont nombreuses et les forces de rappel importantes. Ainsi nous débuterons au courant du Q4 une phase de couverture active de la poche action afin de protéger la performance en réduisant le taux d'investissement.

Bien que l'ambiance reste au beau fixe, la relique barbare de Keynes (ndlr : l'or) s'affiche à son plus haut niveau, signe que les valeurs refuge gardent de l'attrait.



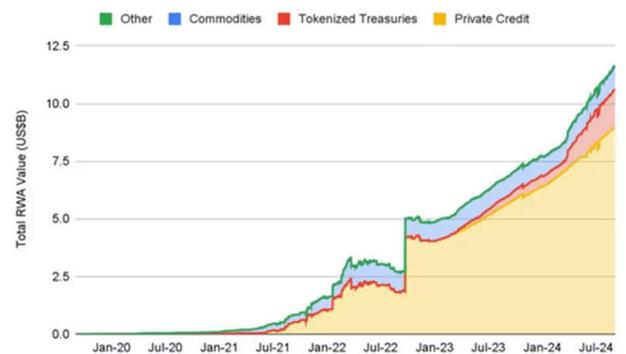
Cryptoactifs

L'univers crypto ne connaît pas le même engouement que l'an dernier, tout du moins en termes de progression des cours. Nous observons la réaction très vive de l'or digital suite aux annonces des banques centrales. La tendance structurelle d'adoption est pourtant bien présente. Nous observons également un changement d'attitudes des grandes banques commerciales, qui en plus de créer de nouveaux produits adossés aux plus grandes cryptomonnaies, semblent déployer des solutions pour leurs clients.

Le bitcoin est également au cœur de la campagne électorale US, avec des

déclarations des deux candidats en faveur de la technologie de la blockchain...

La tendance de l'adoption reste certes marginale, la tokenization des actifs réels n'atteint « que » \$11bn, nous estimons que la croissance de ce sous-jacent n'en est qu'à ses débuts et devrait continuer, à mesure que les cas d'usages se multiplient et se découvrent.



Valeur marchande des RWA onchain. (Binance Research)

Enfin, la SEC au travers de son président M Gensler, a autorisé la négociation d'options sur ETF cryptos, et classé le bitcoin en tant que marchandise, et non comme « security ». L'implication est majeure: cela valide le concept de décentralisation et d'absence d'autorité centrale à qui bénéficierait son exploitation.

Nous continuons de voir de manière positive le positionnement du régulateur, qui, contrairement à réguler, aurait pu interdire.

Les injections à venir des banques centrales dans les systèmes monétaires contribuent à faire repartir les cours des actifs digitaux. Une nouvelle fois, nous sommes positionnés pour capturer une partie de la hausse, mais resterons extrêmement vigilant à tout signe d'emballement

[Tapez ici]

Conclusion

Les excès de confiance mènent aux désastres, les excès de prudence n'apportent aucun changement. Si ce paradigme est vrai sur les marchés financiers, il l'est également dans toute entreprise, voir même dans la vie tous les jours ;

C'est dans cette logique que s'inscrit la volonté de Stenella Partners : naviguer dans les marchés financiers, de manière pragmatique et rationnelle. Ce mode de gestion flexible, pointu et optimisé, allié à l'optimisation fiscale est un combo puissant, rendu possible par l'architecture des contrats Luxembourgeois,

Créer de la valeur en allant sur des terrains inexplorés, c'est le pari de tout entrepreneur, et celui de Stenella Partners. Notre savoir faire des marchés financiers allié à une volonté de repenser les métiers des banques privées traditionnelles sont la base de notre positionnement unique et original. Cette valeur créée, c'est celle qui revient à nos clients, sous la forme d'un alignement des intérêts se traduisant en des performances améliorées et une transparence absolue.

Nous clôturons cette revue trimestrielle comme nous l'avons commencée, avec une citation de Will Rogers : « Si vous voulez réussir, sachez ce que vous faites, aimez ce que vous faites et croyez en ce que vous faites. », c'est, d'après nous, la clé du succès !

Bertil Aubrun

Président

Achevé de rédiger le 01/10/2024