

Synthèse du premier trimestre 2024

L'ère des taux à 0 touche à sa fin, l'inflation toujours présente.

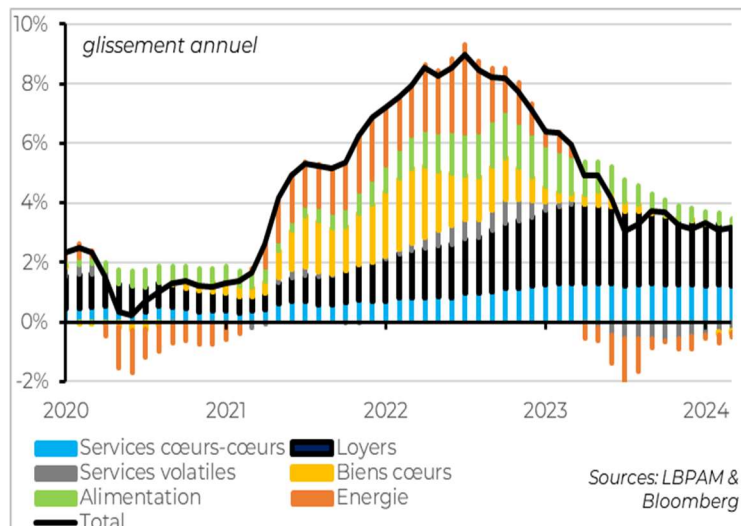
Fait inédit depuis fort longtemps : il n'y a plus de taux directeurs négatifs ! En effet, la BoJ (Banque centrale Japonaise) a procédé à un relèvement de ses taux, mettant fin à 17 ans de taux négatifs, prenant acte d'une dynamique solide entre salaires et inflation. Pour rappel, le mouvement de hausse des taux a été initié aux US courant 2022 afin de contrer une vague inflationniste très locale, qui était présentée, à l'époque, comme transitoire. Force est de constater, que l'inflation est toujours présente, et montre même une certaine résilience. L'inflation cœur (hors alimentation et énergie) se situe désormais sur un niveau d'environ 3% depuis mi 2023, et ne semble pas en mesure de baisser rapidement sous le seuil des 2%, cible de la FED.

Cette inflation persistante, est d'après nous signe que l'économie américaine, se porte bien. En effet, la croissance du PIB reste solide, suivant une consommation des ménages catalysée par un emploi toujours élevé.

Le scénario d'atterrissage de la croissance (*Softlanding*) semble effectivement se réaliser, contre beaucoup d'attentes...Et c'est bien ce scénario qui est intégré dans les valorisations actuelle du marché actions US.

Une fois n'est pas coutume, nous émettons quelques réserves sur le bien-fondé de ce scénario rose pour plusieurs raisons :

- i) Tout d'abord, l'inflation reste élevée, bien que sur la trajectoire souhaitée par Jérôme Powell. Ainsi toute baisse des taux prématurée aurait un effet contraire à la politique monétaire menée depuis 2 ans. Le marché anticipe 3 baisses de taux sur 2024, dont la première interviendrait en Juin. Nous notons que les anticipations de baisse de taux en début d'année étaient focalisées sur Mars...



Nous ne sommes pas si optimistes et estimons qu'à l'instar de 2023 ou le marché n'a cessé de décaler ses attentes de taux maximum, le risque de déception sur la date de la première baisse, ou du nombre de baisses est élevé.

- ii) Ensuite, bien que l'emploi et les salaires soient très forts, la part des ménages prenant plusieurs emplois à fortement augmenté, certainement afin de faire face à cette fameuse inflation couplée à des hausses de taux, rendant des échéances de dettes (cartes de crédit par exemple) plus compliquées à gérer.
- iii) Enfin, la part grandissante des remboursements d'intérêts sur la dette publique américaine dans un contexte de taux élevés à catalysée des déficits publics toujours plus importants, et insoutenables. Nous surveillerons les prochaines échéances des émissions obligataires US avec un risque de dérapage si les gros acheteurs de dettes (Chine par ex..) n'étaient pas au rendez-vous (Chine depuis 2 ans par ex...).

Nous estimons cependant que la résolution de toute ou partie de ces problèmes n'interviendra pas en 2024, en raison d'un calendrier électoral chargé. Les candidats aux élections US devraient multiplier les déclarations

clientélistes de manière à stimuler la confiance des ménages et donc la consommation...et potentiellement l'inflation...

Quelles conséquences pour les marchés ?

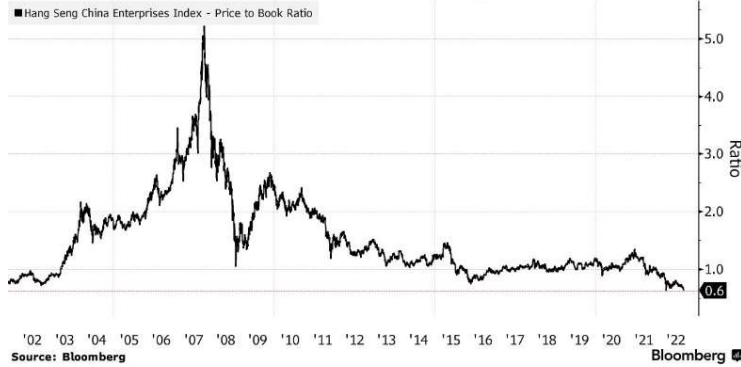
La croissance US reste robuste. Les taux d'intérêts sont certes élevés, mais les banques centrales US et EU ont indiquées le sens du prochain mouvement : une baisse. Les valorisations US sont certes élevées, mais polarisées sur quelques valeurs liées à l'intelligence artificielle, les publications des sociétés restent solides...Le poids des Magnificent 7 dans les indices, ainsi que la solidité de leurs résultats et les surprises annoncés par Meta qui revête le statut de société technologique à dividende, ont emmenés les Nasdaq Et S&P à des niveaux records. Les indices Européens ne sont pas en reste avec un CAC 40 et un Dax à des niveaux historiquement hauts faisant fi de la récession Allemande au profit des déclarations de Mme Lagarde qui aurait retrouvé un semblant de crédibilité en annonçant des baisses de taux dès Juin...

Dans un contexte au ressenti positif, un début de rotation sectorielle cyclique semble timidement se mettre en place.

Du côté de la Chine, le pays est en proie à des vents contraires extrêmement compliqués à gérer. Entre population vieillissante et crise de la dette suite aux faillites des promoteurs (Evergrande et Country Garden), les valorisations de la zone se retrouvent à un plus bas niveau depuis 25 ans.

Cheapest Ever

Price-to-book hit lowest for China shares in Hong Kong



Le parti s'est réuni afin de dicter la politique à venir et a annoncé viser une croissance autour de 5%. Gage que cet objectif sera atteint, comme il l'est toujours depuis 30 ans... Nous observons quelques mesures de soutien aux marchés et aux ménages, sans qu'il y ait pour le moment de grands plans de relance. A noter que les indicateurs d'activité PMI manufacturier du 31 mars 2024 se situe à 50.8, soit en zone d'expansion, pour la première fois depuis septembre. Quoi qu'il en soit, les ménages chinois disposent de CNY18 trn soit environ \$2.5trn d'épargne accumulée, qui se déverseront dans l'économie une fois la confiance sera revenue...ou forcée (pour rappel, le PIB Chinois s'élevait à \$18trn en 2022..)

Nos performances du Q1

La tendance haussière des indices actions ne s'étant pas tarie en ce début d'année, la poche action est en hausse de 8% sur ce premier trimestre. Notre stratégie diversifiée selon des considérations géographiques, sectorielles et thématiques nous ont permis de nous exposer aux poches de croissances tout en maîtrisant les risques. Ainsi l'exposition aux économies occidentales se porte à 73% de la poche actions, les Emergents se montent à 9%, et la poche thématique à 18%.

La poche obligataire enregistre une performance de -0.17% sur la période. Notre prudence quant à des décalages d'attentes de baisse de taux US ainsi que sur la soutenabilité du cycle économique nous ont fait adopter une attitude prudente, ainsi la majeure partie du portefeuille est investie pour 70% sur des obligations souveraines et 30% d'obligations d'entreprises dont l'intégralité est investie en Investment Grade (haute qualité).

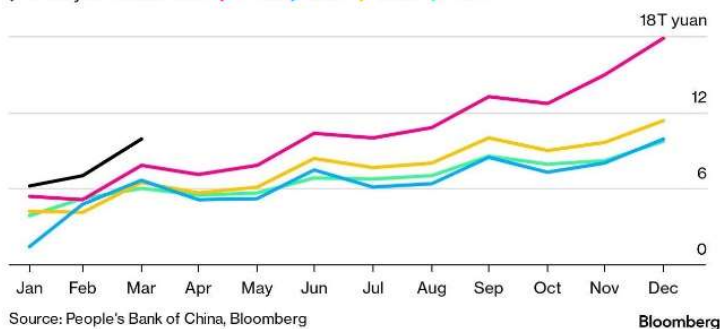
La poche de trésorerie est intégralement indexée sur les taux €STR qui se portent à 3.906% au 29/03/2024, soit une performance 2024 d'environ 1%.

Enfin notre scénario sur les crypto-actifs continue de suivre sa marche, avec une hausse de la poche de 41% depuis janvier. Les déclarations de Blackrock¹ en faveur de la tokenisation des actifs réels, ainsi qu'un régulateur plus enclin à approuver des produits adossés au

China's Household Savings Climb Despite End of Covid Zero

Deposits surged 27% from a year ago in the first quarter

■ 2023 year-to-date value ■ 2022 ■ 2021 ■ 2020 ■ 2019



¹ <https://www.coindesk.com/fr/markets/2024/03/20/blackrock-enters-asset-tokenization-race-with-new-fund-on-the-ethereum-network/>

Bitcoin (ETF aux US) plutôt que les interdire, nous conforte dans l'adoption de la technologie Blockchain.

Dans ce contexte, les performances de nos différents profils de risque sont les suivants :

	Prudent	Equilibré	Dynamique
Performance	6,98%	9,86%	13,00%
Risque*	3,6	4,2	4,8

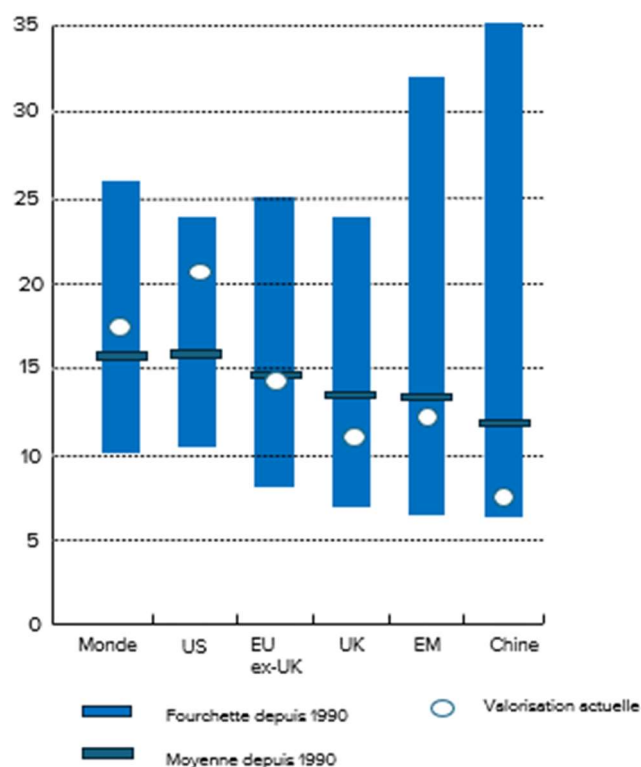
*Indicateur de risque SRRI de 1 à 7.

Notre positionnement pour le Q2

Nous continuons d'adopter un ton prudemment positif tant sur la macroéconomie que sur les marchés en général. Bien que les valorisations soient très disparates, la désynchronisation des croissances des zones dans un contexte d'inflation globale durable est l'élément le plus important. L'investissement basée sur une considération uniquement liée à la valorisation ne nous suffit pas,

Nous allons ainsi nous laisser porter par la dynamique de « new normal » qui semble s'installer tout en restant tactiques, dynamiques et opportunistes sur des excès de peur et/ou de confiance. Notre attention se tourne de plus en plus vers les émergents ou, tant sur les actions que sur la dette, les opportunités se présentent. Il nous paraît toutefois important de garder un volant important de liquidités rémunérées aux alentours de 4% tout de même...et permettant au moins de se prémunir de l'inflation.

Cours/bénéfices (PER), multiple par zones



Nous restons toujours constructifs sur les cryptoactifs, tout en surveillant le cycle autour du *halving* d'avril 2024 qui sera certainement différent des autres, maintenant que les institutionnels s'emparent de la thématique, il conviendra de jouer avec leurs règles.



Ce bon début d'année 2024, suite à une année 2023 très positive, nous réjouis en termes de performances, la complaisance ne faisant pas partie de nos valeurs, notre détermination à créer de la valeur tout en protégeant l'acquis est résolument plus importante, que les risques s'accumulent.

Notre positionnement différenciant sur les crypto-actifs compte tenu de notre enthousiasme sur la technologie de la Blockchain lié à un cycle que nous avons correctement identifié a été gage d'une performance additionnelle certaine, et qui devrait perdurer jusqu'en septembre.

Dans ce contexte, nous continuerons de rester dynamiques et attentistes, afin de saisir les opportunités la ou elles se trouvent, tout en gardant une approche diversifiée afin de maîtriser les risques.

Nous vous souhaitons d'excellentes fêtes de Pâques !

Achevé de rédiger le 01/04/2024

Bertil Aubrun
Président
Stenella Partners

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'BA', with a horizontal line extending to the right.

