

Bilan 2023, perspectives 2024

Retour sur l'année 2023

L'année 2023 a débuté dans la continuation de la tendance haussière de 2022. Cette hausse initiale a été catalysée par des valorisations extrêmement faibles (16x PE en Octobre 2022), une économie toujours résiliente qui n'a cessé de surprendre par sa vigueur tout au long de l'année 2023, un reflux de l'inflation vers des niveaux encourageants, et enfin des anticipations (plus ou moins fondées) de baisses de taux directeurs de la FED pour 2024.

S'il est vrai que la valorisation du marché action était fortement déprimée fin 2022 et nécessitait un rattrapage, le boom de l'IA de 2023 a propulsé des acteurs de la tech US à des niveaux bien supérieurs à ceux que l'on a pu observer en 2000 et 2008...

La croissance mondiale a également été remarquablement résiliente, surprenant une grande partie des économistes, et s'établissant à 3%. La croissance US s'est quant à elle établie à + 2,4%, grâce à un marché du travail étonnant de solidité.

Les niveaux d'inflation (tant headline que core) ont connu un pic à partir du mois de juin, et la tendance baissière n'a pas discontinuée jusqu'en décembre.

Fort de ce constat, la Fed a ouvert le bal des grandes banques centrales en annonçant, non pas la fin de sa politique de remontée des taux, mais une pause, ravissant les marchés.

Dans ce contexte largement moins morose qu'anticipé au début de l'année, le S&P

clôture l'année en progression de 23%, et clôture au même niveau qu'en décembre 2021 soit son plus haut historique. Les autres indices ont également affiché des performances plus qu'honorables.

Indice	Performance
S&P 500	24,2%
Nasdaq	43,4%
Cac 40	16,5%
Stoxx 600	12,6%
€/\$	3,20%

Nos performances par poche d'allocations

- Coté actions, notre prudence affichée et assumée nous a fait sortir une partie des positions et ce dès juin/juillet 2023, coïncidant avec le quasi plus haut annuel. Nous n'avons pas réexposé les portefeuilles à la faveur d'une baisse des taux que le marché semble entrevoir depuis Octobre, nous ne partageons pas ce narratif. Nos positionnements tactiques (notamment sur l'immobilier) ont toutefois été payants. La performance de la poche action se monte à environ 20% sur l'année 2023.
- Notre scénario d'une hausse des taux directeurs US à 5-5.25% s'est avéré exact tant dans son niveau que son timing. Ainsi si nous nous sommes positionnés sur les taux courts en début d'année, nous avons commencé à fortement construire la position sur la partie longue, avec une entrée moyenne à un taux de 4,8%, ce qui a permis de bénéficier de la baisse rapide de 100bps (soit +20% par rapport au

point haut d'octobre). La performance de la poche obligataire se monte à 10% sur l'année.

- Notre diversification au sein même des crypto-actifs s'est avérée largement gagnante, la poche ayant plus que doublé avec une performance de 122%, les principaux contributeurs étant le Bitcoin (+154%), Avalanche (+283%) et Chainlink (+146%). Bémol : nous n'étions pas enthousiastes sur Solana qui a progressé de 900% sur l'année...
- Enfin notre positionnement prudent nous a permis de bénéficier à plein de la hausse des taux sur la partie cash, qui est rémunérée aux alentours de 3.5%.

Ainsi, les performances de nos portefeuilles par profils de risque se portent à :

	Performance	SRI*
Prudent	12.6%	3,4
Equilibré	16.9%	3,8
Agressif	20.8%	4,2

*Indicateur synthétique de risque max 7

Scénario 2024

Nous restons encore et toujours plus que prudent sur les marchés d'action en ce début d'année et ce pour plusieurs raisons :

- Tout d'abord nous pensons que l'inflation résiduelle devrait rester supérieure durablement à la cible de la FED. Le marché semble anticiper 6 baisses de taux, et ce dès mars 2024. Fidèles à l'adage « don't fight the FED », nous restons prudents et anticipons une

première potentielle baisse à partir de Juin,

- Toutefois, et si baisse effective il y a, nous resterons extrêmement sensibles à la raison de cette baisse : s'agira t'il d'une baisse suite à une inflation durablement faible ou sera-t-elle due à un retour du quantitative easing sur fond de crise économique...l'impact sur les marchés sera évidemment bien différents.

L'analyse des facteurs macro-économiques ne semblent pas indiquer un retour d'une croissance vigoureuse dans les mois à venir, ainsi indépendamment des attentes du marché, nous estimons que 3 scénarios se dessinent pour cette nouvelle année avec leurs probabilités d'occurrence respective :

- (i) Récession (cyclique ou bilancielle) 60%
- (ii) Soft landing 30%
- (iii) No-landing 10%

(i) Récession (60%)

Cyclique ou bilancielle ? Telle sera la dichotomie qu'il faut appréhender afin d'ajuster le niveau de risque. Quoi qu'il en soit récession ne signifie par forcément crise à la mode de 2008...

Une récession « cyclique » qui interviendrait à partir du second semestre 2024, sur fonds de ralentissement de la demande, d'un taux d'emploi qui s'effrite et de salaires qui diminuent. Cette récession aurait un impact limité, et viendrait corriger certains excès issus de politiques monétaires trop accommodantes.

Le caractère temporaire de cette récession sera déterminé par la capacité de la FED à faire baisser l'inflation rapidement vers le niveau cible des 2%, ce qui n'est pas acquis pour le moment. En effet la composante « core » reste ancrée à un niveau élevé, et auto-entretenu par un emploi très fort et donc des salaires élevés dans un contexte de taux de participation relativement normal. De plus, l'épargne nette des ménages continue de baisser, le consommateur américain puisant dans son épargne afin de maintenir son niveau de vie étant donné l'inflation.

La consommation représentant environ 70% du PIB US, nous sommes prudents quand bien même la dynamique semble arriver en bout de course...Une baisse de consommation provenant des ménages, suite à un effritement de l'emploi provoquera inéluctablement un choc de croissance.

Les indicateurs avancés macroéconomiques continuent de se dégrader depuis quelques trimestres, et nous laissent penser que ce scénario est le plus probable. La difficulté résidant dans son caractère imprévisible, une chose est sûre, la FED n'attendra pas pour agir.

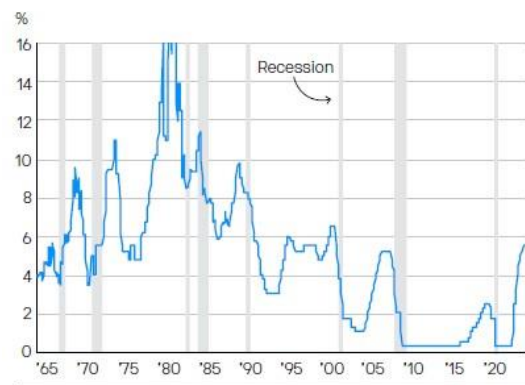
Une récession « bilancielle », provoquée par des surendettements et des charges d'intérêts trop élevées, aurait quant à elle un impact plus lourd et profond. Il est à noter que le bilan de la Fed, entre 2008 et 2022, est passé de \$1trn à \$9trn. La hausse des taux d'intérêts a évidemment provoqué une hausse de la charge d'intérêts, qui est récemment passé à la première place des budgets fédéraux US (au-delà de la défense et de la sécurité sociale). Bien que la FED ait commencé à réduire la taille de son bilan (\$7.8trn à début janvier), la charge d'intérêt reste colossale...

Les USA sont évidemment en mesure, de par leur position de leader mondial, de continuer à s'endetter, cependant des

ajustements budgétaires pour rééquilibrer la balance seront nécessaire...mais quand ? 2024 étant une année électorale, il est peu probable que l'un ou l'autre des candidats ait une rigueur budgétaire/augmentation des impôts dans son programme. Nous estimons donc ce scénario comme étant le moins probable à court et moyen terme.

Dans l'un ou l'autre des scénarios de récession, la clé sera le niveau des taux d'intérêts. Les deux variables importantes à prendre en compte seront : 1- quand la FED effectuera t'elle son fameux « pivot » et 2- quelle sera l'attitude des acheteurs de taux (eg. la Chine), qui se sont montrés moins appétents depuis quelques trimestres...

Nous restons très précautionneux, car historiquement, une période de relèvement rapide de taux d'intérêts à toujours précédé une récession.



Source: Federal Reserve, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Periods of recession are defined using US National Bureau of Economic Research (NBER) business cycle dates. Data as of 15 November 2023.

Les attributs du scénario de récession :

- Une contraction de la croissance sur fond de baisse de l'emploi,
- Une inflation qui peine à baisser,
- Mais des banques centrales qui ne tarderont pas à agir, avec la FED en chef d'orchestre.

Si ce scénario est central, nous avons ajustés notre positionnement tactique afin de prendre parti de baisses des marchés, lorsqu'elles se matérialiseront.

(ii) Soft landing (20%)

Un soft landing se produirait si l'inflation refluit durablement sous les niveaux actuels afin de s'établir autour du niveau fatidique des 2%. Cela s'établirait après une contraction en douceur de l'activité manufacturière ainsi qu'une résistance de l'emploi US. La FED aurait la main pour procéder à une baisse des taux rapide en ligne avec ses objectifs d'inflation. Les effets de soulagement de pression financières s'estomperaient très vite, pour les états comme les ménages, ouvrant la porte à une période de ralentissement et une reprise toute aussi rapide.

C'est ce scénario qui est privilégié à l'heure actuelle par les marchés financiers.

Les attributs du scénario de soft landing:

- Un atterrissage en douceur de l'économie, sans contraction profonde ni durable,
- Une reprise rapide de la dynamique de croissance,
- Jusqu'à 6 baisse de taux directeurs, et ce dès mars 2024,
- Une reprise des secteurs cycliques et des actions les plus décotées à la défaveur des Magnificent 7,
- Plus largement une pression sur les safe-havens (Or, \$,...etc).

(iii) No-landing (10%)

Ce scénario entrevoit une reprise rapide des économies Chinoises et Européenne, et une résilience de l'économie US proche de l'état actuel. L'inflation resterait quelques points au-dessus des objectifs des banques centrales, entretenant le statu quo sur une potentielle baisse de taux.

Les attributs du scénario de no-landing:

- Une inflation toujours élevée,

- Reprise cyclique ex-US,
- Transition des safe-haven vers des actifs plus risqués, mais toujours de haute qualité.

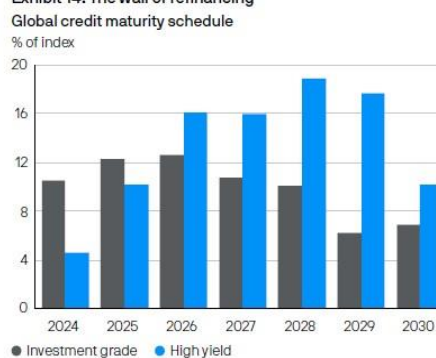
Notre allocation tactique et stratégique

A fin 2023, notre préférence reste centrée sur les obligations investment grades souveraines US. Notre scénario central plaide pour une baisse de la croissance ainsi que des taux baissiers à partir de mi 2024, ainsi nous avons déjà bien augmenté la duration de la poche obligataire. Les baisses de taux contribueront à revaloriser fortement les obligations.

Nous agrémenterons la poche obligataire en fonction des développements à venir, ainsi il n'est pas exclu de renforcer avec du High Yield ou des indexées inflation en fonction du déroulé des scénarii.

Notre différence par rapport au marché : nous ne croyons pas aux 6 baisses de taux dès mars 2024, et estimons que les taux à long terme peuvent se réajuster d'environ 25-50bps, d'où une approche dynamique sur cette poche. De plus nous restons méfiants quant aux refinancements des obligations tombant à échéances dès cette année : en effet si les gros acheteurs de bons du trésor venaient à réduire leurs achats, les taux de marché remonteraient sensiblement.

Exhibit 14: The wall of refinancing



Source: Bloomberg, BofA, J.P. Morgan Asset Management. Global Investment Grade: BofA Global Corporate Index; Global High Yield: BofA Global Developed Market Non-Financial High Yield Constrained Index. 2024 maturities include bonds that have now dropped out of the index given less than one year until maturity. Past performance is not a reliable indicator of current and future results. Data as of 15 November 2023.

Nous estimons que garder de la liquidité au travers d'instruments de trésorerie est opportun, afin de constituer une poche à redéployer à mesure que les actifs risqués corrigent, dans un contexte de taux favorables.

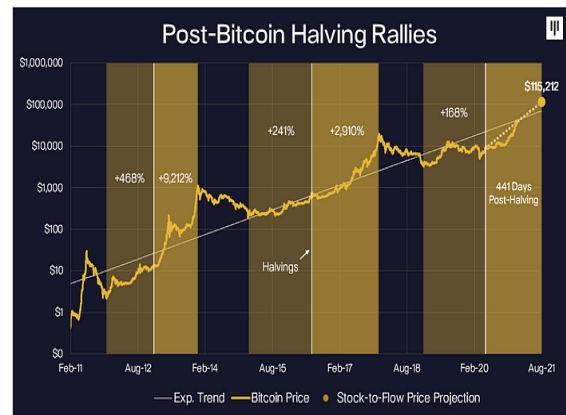
Coté indices actions, nous restons convaincus que la hausse récente, centrée quasi exclusivement sur quelques gros titres, masque en réalité un flight-to-quality dans un contexte de liquidité toujours très élevées. De plus nous estimons les valorisations globales trop élevées eu égard à la croissance à venir. Ainsi nous chercherons à désensibiliser l'exposition nette afin de prendre parti de points d'entrée intéressants à venir, ainsi que de nouvelles thématiques et expositions sectorielles. Nous renouvelons notre vue positive sur l'Inde, et de manière plus modérée sur les Philippines. Nous sommes moins négatifs sur les actions européennes, notamment sur une rhétorique essentiellement liée aux valorisations bien que la croissance de la zone reste en berne ; nous sommes cependant sous-pondérés, comme sur les autres zones.

Nous attendons une année 2024 assez volatile, avec en ligne de mire des baisses de taux attendues par le marché. Notre scénario entrevoir 3 baisses des taux, à partir de juin, ce qui n'est pas le scénario central du marché actuellement.

Nous pensons que l'optimisme du marché, qui a passé la majeure partie de 2023 à décaler de mois en mois la hausse finale de la FED, va se répéter en 2024. En effet le même marché anticipe des premières baisses de taux dès mars...bien que M. Powell ait orienté vers juin. Il conviendra donc de rester tactique et réactif.

Coté crypto-actifs, la belle performance réalisée en 2023 est le fruit de 2 événements, tout d'abord la possibilité de la création d'ETF sur les cryptomonnaies aux US, qui sera décidée dès début janvier 2024

par la SEC; ainsi que l'occurrence du halving qui sera effective en avril 2024. Halving qui historiquement a provoqué un emballement des cours.



Forts de la performance du Bitcoin, nous prenons quelques profits afin de sécuriser et réallouer, notamment sur l'Ethereum et Avalanche. Si le premier est un acteur désormais incontournable des blockchains, le second (à l'instar de Solana), devient un concurrent de plus en plus performant.

Si l'approbation des ETF aux US de la part de la SEC a fortement orienté et animé le marché depuis ces derniers mois, elle n'est pas actée et un report pèserait lourdement sur les cours, à l'inverse, l'arrivée de capitaux institutionnels apporterait un relai de croissance aux cours assez exceptionnel, pour une industrie encore naissante.

Enfin, nous voyons l'arrivée de la réglementation MiCA ainsi que du statut de PSAN comme des éléments clés. L'avènement d'une réglementation mondiale autour des cryptoactifs devrait contribuer à rendre l'adoption de la technologie blockchain crédible aux yeux des investisseurs. Nous continuons de penser que cette technologie est une véritable technologie de rupture ayant le potentiel d'apporter des changements profonds de l'ampleur de l'adoption d'internet dans les années 2000.

L'année 2023 a été exceptionnelle : la performance des actifs risqués est allée bien au-delà de ce que les opérateurs pouvaient anticiper. Cela rappelle l'importance de pouvoir rester objectifs et dynamiques, afin de pouvoir prendre parti de tendances nouvelles (IA, taux élevés...), et sortir de dynamiques ayant bien vécu.

2024 sera certainement une autre année à surprises (elles le sont finalement toutes...), nous restons convaincus que le seul modèle permettant d'allier performance, contrôle des risques, et alignement des intérêts des parties est celui que nous proposons. Cette trinité est la clé de la garantie d'une allocation dynamique, rigoureuse, opportuniste, et donc performante. Elle est également la garantie que nous nous employons chaque jour à rechercher les meilleures opportunités d'investissements en challengeant les modèles préétablis, au service du développement de votre patrimoine.

Nous vous souhaitons une excellente nouvelle année 2024 !

Bertil Aubrun

Stenella Partners

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized, cursive 'A' followed by a horizontal line extending to the right.

Achévé de rédiger le 12/01/2024