

# THEMES D'INVESTISSEMENT

1er trimestre 2024



15, Rue de la Fontaine – 1204 GENEVE

Site internet : [www.asset-ms.ch](http://www.asset-ms.ch)

Tel : + 41 22 73 13 263

Société de gestion agréée par la FINMA le 9 février 2022

## **INTRODUCTION**

Il y a un an, les investisseurs prenaient conscience que la période de l'argent facile se terminait et que l'on ne reverrait plus de taux à zéro avant longtemps. Aujourd'hui, alors que les pays européens ont échappé, pour le moment, à une récession, les investisseurs semblent considérer que le scénario le plus probable est une stagnation de l'économie européenne et un atterrissage en douceur de l'économie américaine, assorti d'une maîtrise de l'inflation.

En 2023, les marges des entreprises ont résisté à la vague de l'inflation et le pouvoir de fixation des prix « le pricing power » leur a permis de maintenir leurs marges à un niveau élevé. En 2024, le « pricing power » n'est plus aussi fort et les volumes reculent ; face à une croissance plus faible et face à des taux d'intérêts élevés, les marges des entreprises seront sous pression.

Tant que la FED n'aura pas entamé un assouplissement de sa politique monétaire, le risque d'un ralentissement de l'activité demeure avec pour corollaire une contraction des marges et des valorisations des entreprises.

\*\*\*

## **TABLE DES MATIERES**

### **PARTIE 1 ENVIRONNEMENT MACRO-ECONOMIQUE POUR 2024**

- **AUX ETATS-UNIS, UN RALENTISSEMENT ECONOMIQUE PROBABLE EN 2024**
- **EN EUROPE LA CROISSANCE RESTERA FAIBLE EN 2024**
- **LE RALENTISSEMENT DE L'INFLATION DEVRAIT SE POURSUIVRE**

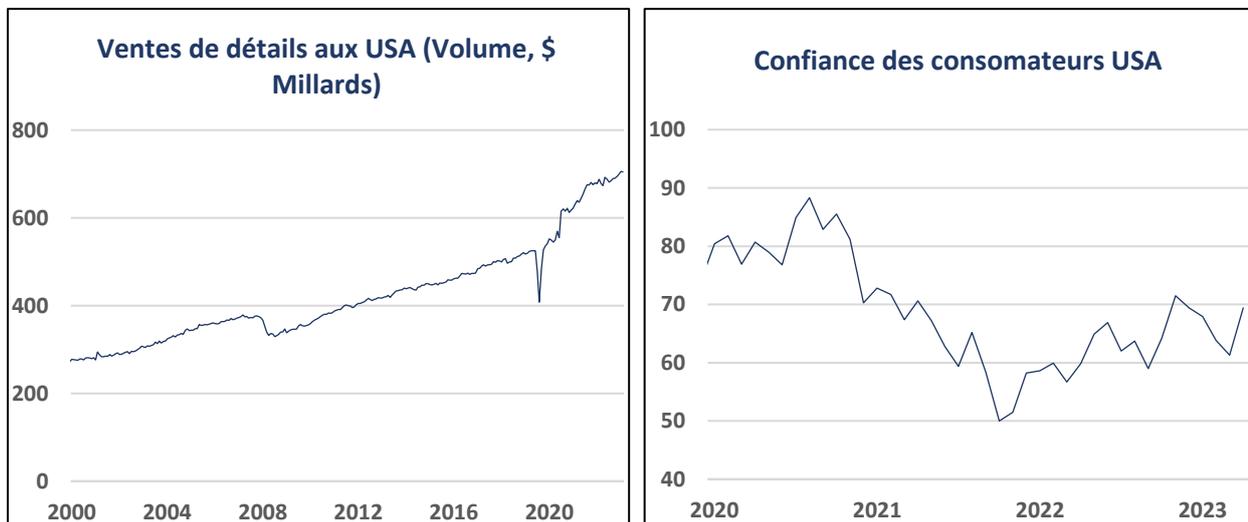
### **PARTIE 2 THEMES D'INVESTISSEMENT**

- **LE RETOUR DES INVESTISSEMENTS EN OBLIGATIONS**
- **LA FRAGMENTATION GEOPOLITIQUE, L'IA ET LA TRANSITION ENERGETIQUE**
- **LA GESTION ALTERNATIVE**
- **CHINE OU INDE ?**

**AUX ETATS-UNIS, UN RALENTISSEMENT ECONOMIQUE PROBABLE EN 2024*****L'économie américaine restera soutenue par la consommation***

Le principal moteur de l'économie américaine est la consommation des ménages ; celle-ci a soutenu la croissance en 2023 et selon les économistes de GOLDMAN SACHS, celle-ci devrait progresser de 2% en 2024. Au mois de décembre, la confiance des consommateurs a fortement rebondi ; largement plus que ce qu'anticipaient les analystes. L'indice ressort à 69,4 pour décembre contre 61,3 pour le mois de novembre. La moyenne des analystes prévoyaient un chiffre à 62,6.

Cependant, l'épargne américaine est en baisse et pourrait accentuer une récession si la politique monétaire de la banque centrale restait restrictive.



Source : U.S. Census Bureau, University of Michigan, Bloomberg

***L'investissement des entreprises a été soutenu en 2023 par deux Lois...***

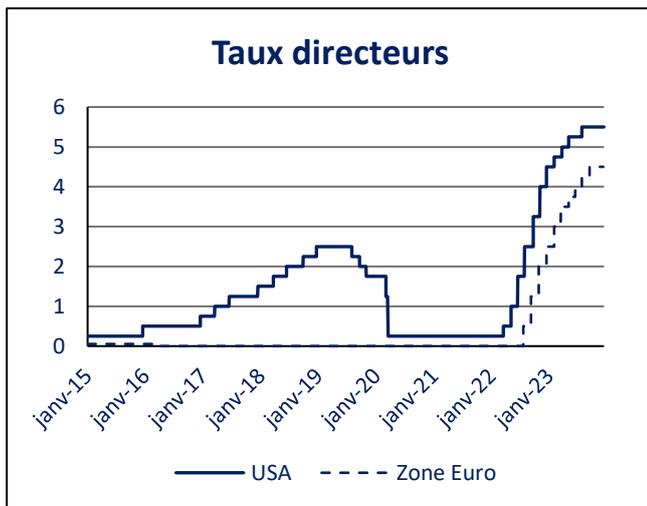
Aux Etats-Unis, l'investissement des entreprises a été soutenu par deux Lois publiées en 2022 qui ont commencé à porter leurs fruits en 2023 :

Le « Chip Act », promulgué en août 2022 – 280 milliards de USD sur 10 ans – destiné à l'industrie des semi conducteurs sous forme de fonds publics destinés à la recherche, à la construction d'usines et à subvenir aux besoins de l'industrie de défense américaine. L'objectif était de revitaliser l'industrie des semi-conducteurs aux Etats-Unis.

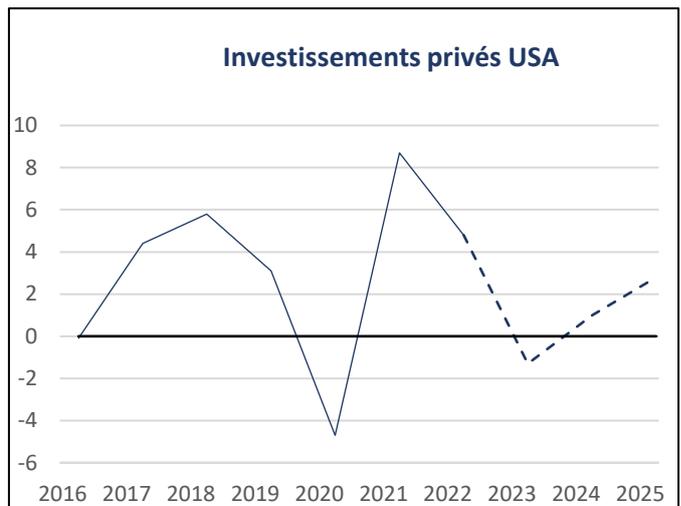
« L'Inflation Reduction Act », Loi promulguée en août 2022 est un paquet de mesures protectionnistes en faveur du climat - 400 milliards de USD sur 10 ans – pour permettre aux Etats-Unis d'atteindre leur objectif de réduire leurs émissions de gaz à effet de serre de 50% d'ici 2030. Il prévoit également un paquet de mesures afin de réduire les coûts de la santé pour les familles défavorisées.

### **Une politique monétaire restrictive qui n'a pas encore eu d'impact sur l'activité économique**

La FED a resserré drastiquement sa politique monétaire de mars 2022 à juillet 2023, les taux courts passant de 0,25% à 5,50%. A ce jour, ce resserrement brutal de la banque centrale américaine n'a eu que peu d'effet sur l'activité économique, l'économie américaine affichait encore une croissance de 5,2% au 3<sup>ème</sup> trimestre 2023. Le décalage entre resserrement de la politique monétaire et le ralentissement de l'économie étant de 18 mois en moyenne, selon les économistes, nous pourrions en voir les effets dans les prochains mois.



Source : Bloomberg



### **Pour 2024, les économistes anticipent un ralentissement marqué de l'investissement.**

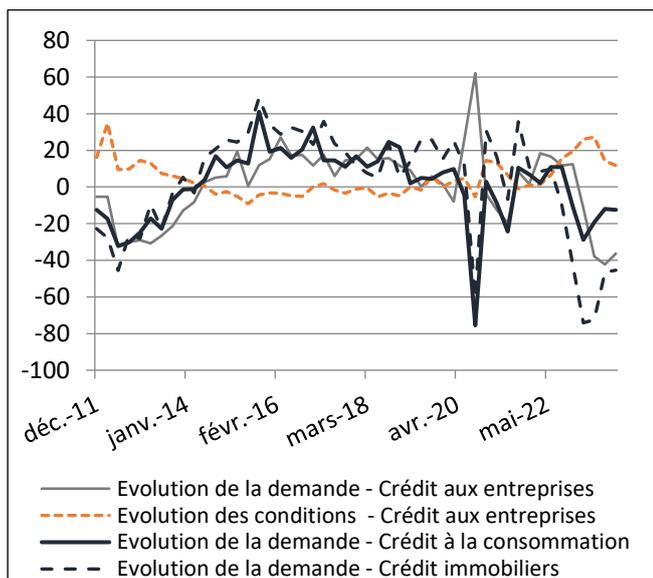
Les économistes anticipent une croissance de l'investissement des entreprises à 1,75% pour 2024.

La cause principale de ce ralentissement serait le niveau des taux qui va certainement rester élevé une bonne partie de l'année 2024. Dans le secteur immobilier américain, USD 1,5 Trillion de crédit arrivent à échéance entre 2023 et 2025 et USD 2 Trillions arrivent à échéance en 2027.

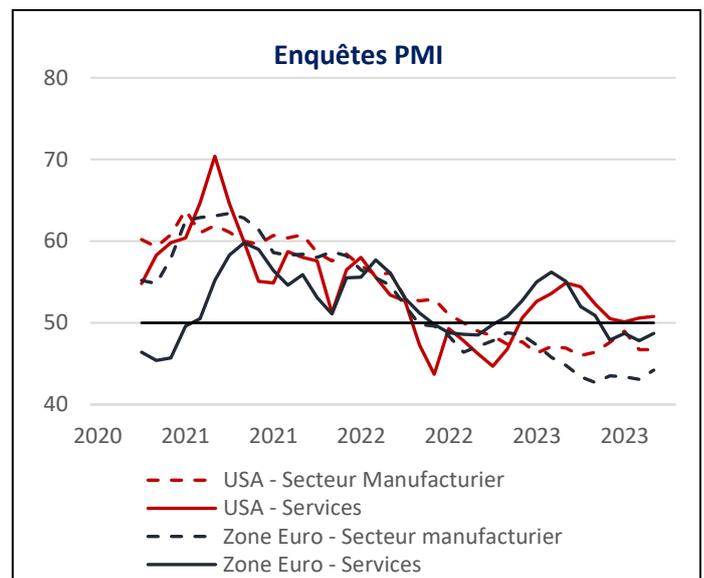
## EN EUROPE, LA CROISSANCE RESTERA FAIBLE EN 2024

En Europe, la question est de savoir si la croissance se maintiendra à un rythme faible ou si l'économie européenne connaîtra une phase de récession plus marquée.

En dépit de politiques fiscales généreuses, le consommateur européen voit son revenu disponible diminuer. Les crédits à la consommation baissent et les principaux indicateurs économiques sont en rouge dans la zone euro. Les enquêtes auprès des chefs d'entreprises ne donnent pas une vision très optimiste.



Source : BCE Lending Survey, S&P Global, Bloomberg



A ce jour on constate que l'emploi intérimaire qui est un indicateur avancé de l'évolution de l'activité est orienté à la baisse. Les autres indicateurs relatifs au marché du travail font état d'une faiblesse de l'activité.

Le prix de l'énergie reste un frein pour les entreprises industrielles de la zone euro.

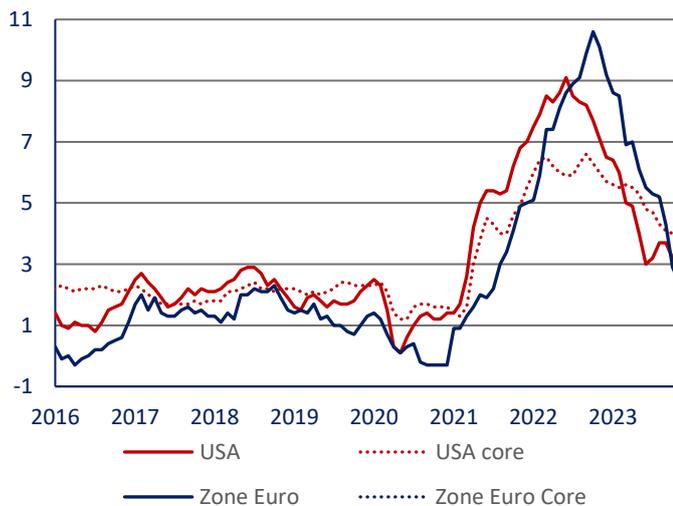
## LE RALENTISSEMENT DE L'INFLATION DEVRAIT SE POURSUIVRE

### *Aux Etats-Unis, les derniers chiffres publiés font état d'un ralentissement de l'inflation...*

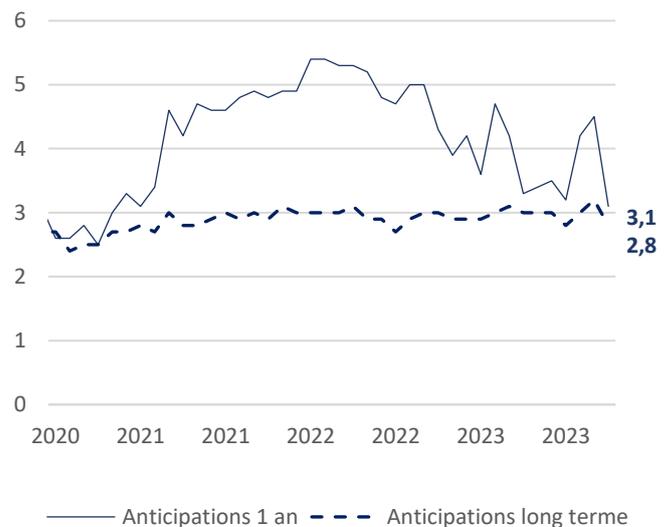
L'inflation ressort à 3,2 % sur un an glissant en octobre versus 3,7 % en septembre. Le taux de chômage progresse doucement et la politique budgétaire du gouvernement américain soutiendra moins l'activité qu'elle ne l'a fait au début du mandat du Président J. Biden. La désinflation a été portée par un retour important des travailleurs sur le marché de l'emploi à la suite du COVID et par la disparition des goulets d'étranglement dans les chaînes de production.

Les attentes des consommateurs sur l'inflation ont sensiblement baissé ; selon la dernière enquête de l'Université du Michigan, les consommateurs s'attendent désormais à un niveau d'inflation de 3,1% pour 2024 et 2,8% pour le long terme.

**Indices des prix à la consommation**



**Anticipations d'inflation - USA**

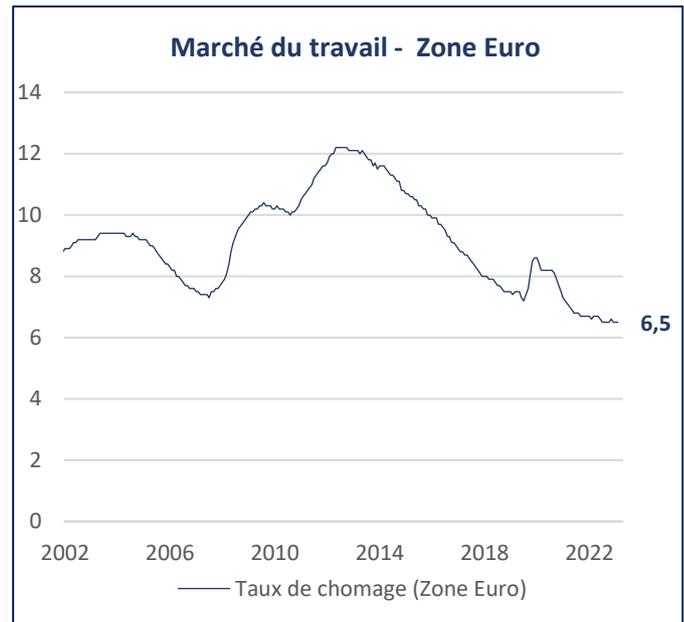
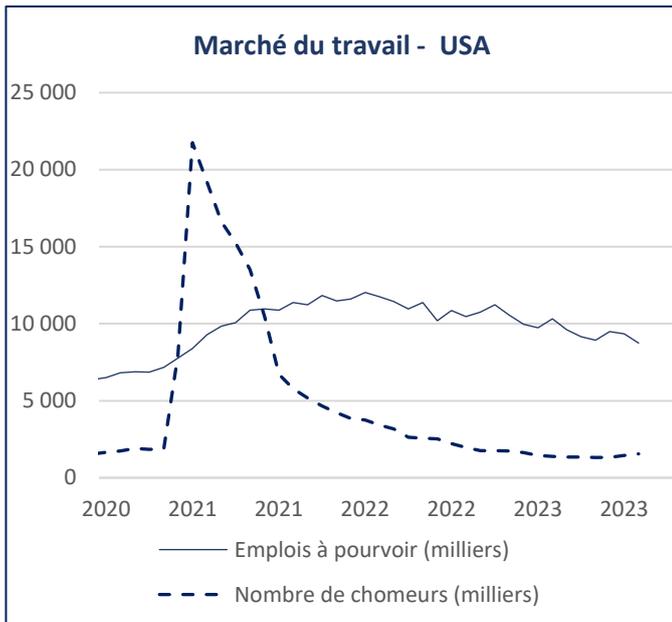


Source : Eurostat, Bureau of Labor Statistics, University of Michigan, Bloomberg

Nous sommes cependant moins optimistes que les investisseurs obligataires qui anticipent des baisses des taux directeurs dès le 1<sup>er</sup> trimestre 2024 et nous pensons que la FED ne baissera ses taux directeurs que lorsqu'elle aura suffisamment de chiffres confirmant la décélération de l'inflation. Le passage de 4% à 2% d'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) sera très probablement le résultat d'une baisse de la demande ; sans cet effet « baisse de la demande » l'inflation aura du mal à rentrer dans les objectifs de la FED. Or nous avons justement dans cette « baisse de la demande » le risque d'un ralentissement de l'économie plus significatif.

## **...et un marché du travail qui reste sous tension.**

Pour que la baisse de l'inflation se poursuive, il faut que les hausses de salaires continuent de décélérer. A cet égard, nous pensons que le marché du travail est toujours tendu aux Etats-Unis et qu'un ralentissement de l'activité plus marqué est nécessaire pour obtenir ce ralentissement des hausses de salaires.



Source : Eurostat, Bureau of Labor Statistics, Department of Labor, Bloomberg

## **En Europe, l'inflation baisse également**

Dans la zone euro, le taux d'inflation était inférieur aux prévisions à 2,4 % en novembre en glissement annuel, contre 2,9 % en octobre mais le niveau de l'inflation sous-jacente reste élevé.

Cette baisse s'explique par la détente des tensions sur les chaînes de production mais il semble qu'à l'instar de la FED, la BCE attendra plusieurs chiffres confirmant la décélération de l'inflation ; comme la FED, la BCE observera de près l'évolution des salaires. C'est l'inflation « domestique » dont l'origine est principalement la hausse des salaires, qui est suivie de près par la BCE .

En effet, le marché du travail reste tendu sur le continent européen et les entreprises ont souvent des difficultés à recruter ; le taux de chômage reste à des niveaux historiquement bas. La hausse des salaires en rythme annualisé est encore de 4% en zone euro.

Il y a désormais de plus en plus de signes que l'inflation dans les services de base hors logement, qui est restée longtemps élevée est en train de baisser. Au cours de l'année 2024 il est désormais probable que l'inflation sous-jacente (« Core » : hors énergie et alimentation) se stabilise autour de 2,50% - 3,50% mais ce niveau reste au-dessus des objectifs de la BCE.

**THEME 1 – LE RETOUR DES INVESTISSEMENTS EN OBLIGATIONS**

Le marché table sur une inflation modérée aux Etats-Unis, comme en Europe, entre 2% et 2,5% sur le long terme. Les investisseurs sont maintenant plus inquiets sur les perspectives de croissance que sur l'inflation.

***En Europe, la dernière étape de la normalisation de la politique monétaire sera la réduction du bilan de la BCE***

La BCE a réagi avec retard à la montée de l'inflation il y a deux ans ; il est naturel que ses membres redoutent de déclarer victoire trop tôt face à l'inflation.

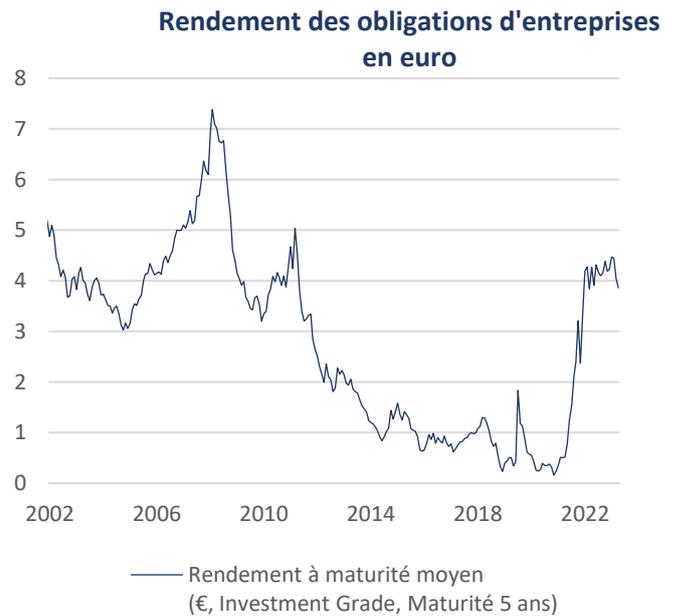
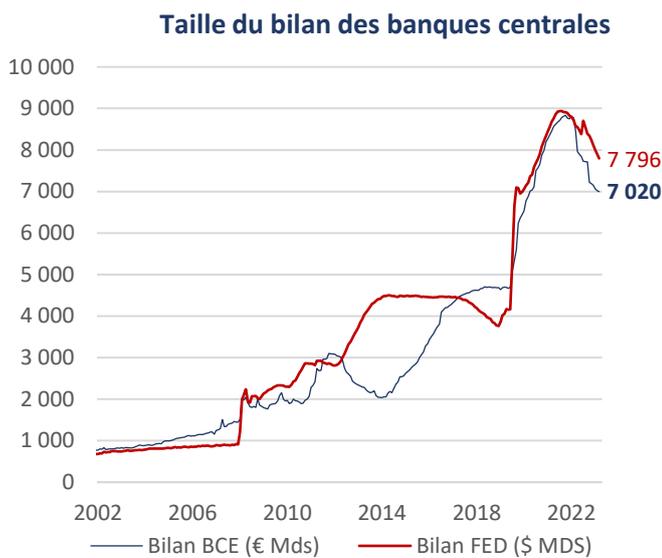
La BCE devrait arrêter dans le courant de l'année 2024 ses interventions sur le marché obligataire. Depuis mars 2022, la BCE continuait tous les mois à remplacer les titres acquis dans le cadre de son programme « urgence pandémique » PEPP qui arrivaient à échéance. Désormais l'un des objectifs de la BCE est de procéder à la réduction progressive de son bilan, nouvelle étape dans la normalisation de sa politique monétaire et ce, à compter du 2<sup>ème</sup> semestre 2024.

En arrêtant ses achats obligataires, la BCE privera les marchés de 180 milliards d'Euros par an. Par ailleurs, le PEPP permettait à la BCE de privilégier ponctuellement l'achat de dette souveraine d'un Etat qui pouvait faire l'objet d'une attaque spéculative.

On peut cependant considérer que les taux d'intérêt ont désormais atteint leur sommet et que les banques centrales ne prendront pas le risque d'une nouvelle hausse de taux en raison des risques que cela ferait peser sur les économies. En revanche, il est probable que les banques centrales seront très prudentes dans la phase de baisse de taux et garderont les taux élevés assez longtemps.

\* \* \*

**Dans ce contexte et en l'absence de choc géopolitique majeur qui pourrait enflammer les prix de l'énergie, nous pensons que détenir des obligations d'entreprises européennes ou américaines de qualité, émises en euro, de maturité comprise entre 6 ans et 8 ans, doit constituer une partie importante d'un portefeuille diversifié.**



Source : Banque Centrale Européenne, Reserve Fédérale, Bloomberg

### ***Aux Etats-Unis, les perspectives budgétaires peuvent être un frein à la baisse des taux longs***

L'année 2024 sera une année électorale aux Etats-Unis et généralement les années d'élection ne coïncident pas avec un ralentissement des dépenses budgétaires. Le nombre d'émissions d'emprunts d'Etat aux Etats-Unis va donc demeurer soutenu tandis que dans le même temps la FED annonce sa volonté de réduire son bilan. Cette conjonction d'éléments pourrait peser sur la valeur des obligations américaines.

**Nous sommes en conséquence plus prudents sur les émissions libellées en USD.**

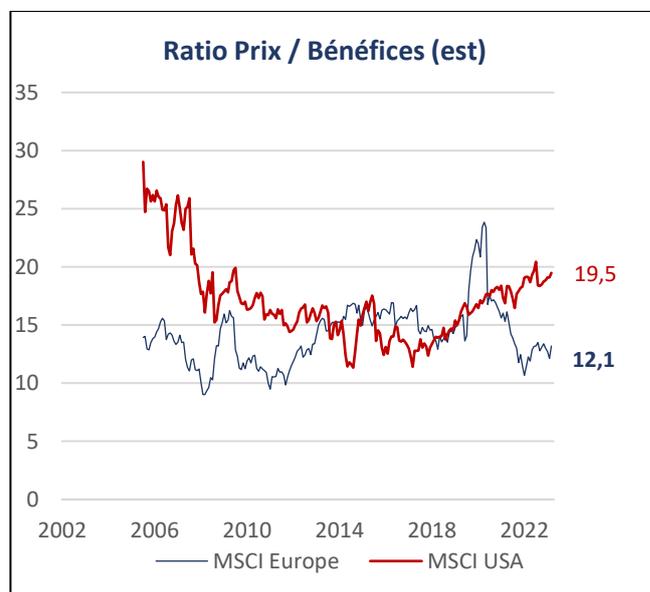
### ***Surpondérer la qualité des émetteurs***

**Nous insistons sur l'importance de favoriser les émetteurs d'obligations notées « Investment Grade » dont les bilans seront suffisamment solides pour affronter une récession en Europe. Nous privilégierons les sociétés de croissance avec des marges élevées et un profil d'endettement raisonnable. Enfin, nous serons attentifs à la diversification géographique de leur chiffre d'affaires afin de limiter l'impact du risque géopolitique sur leur activité.**

**THEME 2 – LA FRAGMENTATION GEOPOLITIQUE, L'IA et LA TRANSITION ENERGETIQUE**

Aujourd'hui le marché américain reste cher par rapport au marché des valeurs européennes, soutenu par une croissance vigoureuse et par ses entreprises du secteur technologique. (PER de 19,5 pour 2024).

En Europe, les marchés sont sensiblement moins chers (PER de 12,1 pour 2024) ce qui s'explique en partie par des secteurs très mal valorisés comme les banques et le secteur de l'énergie qui représentent un poids plus important dans les indices. En dépit d'une valorisation raisonnable, les attentes de croissance bénéficiaires des résultats d'entreprises de 6,4% pour l'Europe en 2024 nous paraissent élevées. (révisions régulières à la baisse des analystes)



Source : MSCI, Bloomberg

**Nous restons sous-pondérés sur les actions européennes en dépit de leur valorisation moyenne attractive.**

Dans un environnement 2024 plus difficile, le marché hésite entre « soft landing » et récession ; cependant nous devons prendre en compte trois éléments nouveaux : la fragmentation géopolitique, la transition énergétique et l'impact sur les entreprises de l'IA. Les choix sectoriels seront donc essentiels. Les valeurs liées à l'intelligence artificielle auront notre préférence.

L'évolution induite par l'IA profite pour l'instant aux grandes sociétés américaines du secteur de la technologie tels que META, APPLE, GOOGLE, MICROSOFT à titre d'exemple. Les fabricants de puces électroniques devront également profiter de cette révolution engendrée par l'IA.

Les investissements décidés par les pouvoirs publics en Europe et aux Etats-Unis (l’Inflation Reduction Act) pour accompagner la transition énergétique sont des opportunités pour les entreprises du secteur.

**Notre approche de type « Top Down » sera la mieux adaptée à l’année 2024 qui connaîtra plus de volatilité : flexibilité dans ses choix et réactivité pour saisir les meilleures opportunités d’investissement.**

\* \* \*

La fragmentation géopolitique du monde sera favorable à des secteurs comme la technologie, l’énergie et la défense, aux Etats-Unis comme en Europe.

Les crises ont brutalement accéléré la fragmentation du monde en plusieurs blocs concurrents.

- Certains pays pourraient bénéficier de la diversification des chaînes d’approvisionnement comme le Vietnam
- D’autres pourraient bénéficier de leurs liens économiques avec les blocs concurrents comme l’Inde.

Dans un monde fragmenté, nous privilégions les sociétés des secteurs de la défense et de la cybersécurité.

\* \* \*

Dans le domaine de l’IA, nous pensons que l’ensemble des valeurs technologiques, entraînées par les grands du secteur, vont se focaliser sur les évolutions liées à l’IA et leur impact sur les entreprises.

- Industrie des semi-conducteurs
- Cloud infrastructure
- Data infrastructure (gestion des données)
- Data utilisées pour alimenter les applications d’IA

\* \* \*

La transition énergétique est un thème d’investissement majeur ; il ne s’agit pas uniquement d’investir dans les énergies renouvelables mais nous devons également suivre les entreprises qui seront en mesure de préparer ou s’adapter aux changements climatiques en cours. (aménagement des immeubles pour s’adapter aux nouvelles conditions climatiques etc..)

- Evaluer et quantifier les risques
- Gérer les risques
- Adapter les infrastructures aux changements climatiques

**THEME 3 – CHINE ou INDE ?**

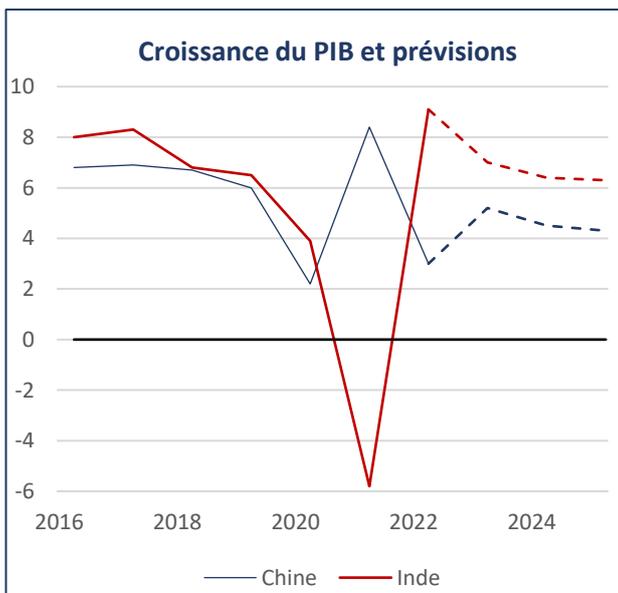
En Chine, la baisse du marché immobilier a provoqué une crise de confiance sans précédent ; par ailleurs les politiques de soutien à l'économie ont été trop timides et mal coordonnées pour permettre une véritable reprise de l'activité et un rebond de la croissance.

Dans une année électorale aux Etats-Unis, le discours politique vis-à-vis de la Chine sera très probablement plus agressif avec un renforcement du protectionnisme commercial, des propositions de droits de douane plus élevés et un accès limité aux technologies américaines.

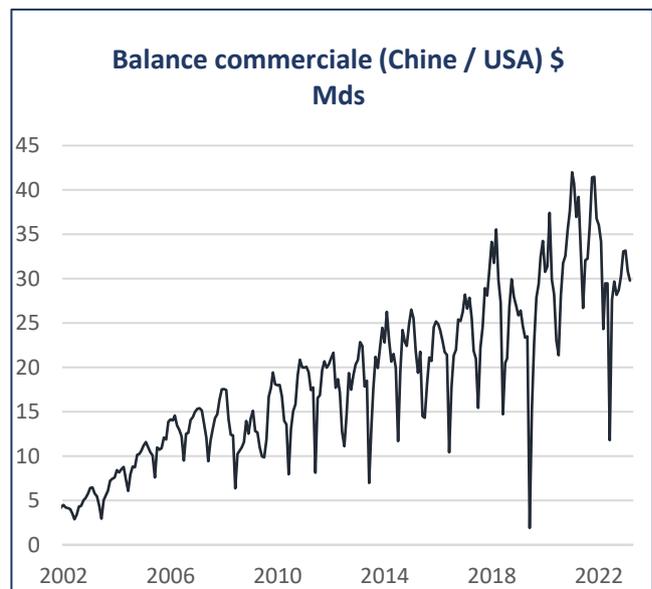
Au lieu d'avoir une économie « locomotive » qui entraînerait le reste du monde, l'économie chinoise va probablement connaître désormais des taux de croissance de 5 à 6%.

Les autorités chinoises ont maintenant compris qu'il fallait un stimulus plus puissant pour que l'économie continue de progresser aux rythmes qu'il souhaite.

L'Inde sera certainement très observée par les investisseurs en 2024. Le pays connaît une croissance forte mais les problèmes structurels de ce pays demeurent un frein à un développement harmonieux : un système administratif très lourd qui ne parvient pas à stimuler l'exportation, les violences climatiques, la pollution.



Source : Bloomberg



## CONCLUSION

Le retour de rendements en fonds monétaires qui rapportent désormais de 4% à 5% semble désormais le défi le plus important pour les gérants. La période des taux proches de 0% qui faisait apparaître les placements à risque – actions – fonds de private equity – comme des choix naturels, est désormais derrière nous. Désormais les liquidités à court terme sont mieux rémunérées, les obligations retrouvent tout leur attrait et les produits structurés reprennent des couleurs. Dans les dernières années il n’y avait pas d’autres alternatives aux actifs risqués ; désormais il y en a une : les fonds monétaires et les obligations « investment grade ».

Le resserrement monétaire et le maintien de taux élevés pour les prochaines années auront des conséquences significatives sur les économies : une possible crise dans le secteur immobilier américain et européen, un accroissement des défauts de paiement sur les prêts immobiliers commerciaux, sur les encours de cartes de crédit et une réduction des investissements des entreprises. Pour les plus petites entreprises des difficultés à honorer les paiement d’intérêts n'est pas à exclure.

Nous resterons prudents quant à notre exposition au marchés actions et nous sur-pondérerons les obligations d’entreprises ayant un bilan sain.

Pour la partie action du portefeuille, nous privilégierons les valeurs techno de croissance liées à l’IA.

Rédigé le 13 décembre 2023



ASSET MANAGEMENT SERVICES

### ***Informations importantes***

*Ce document n'a pas de valeur précontractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information.*

*Les éléments qui figurent sur ce document sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer une garantie de performance.*

*Ce document a été préparé par les équipes d'AMS – Asset Management Services sur la base d'informations de sources publiques.*

*Les analyses qui figurent dans ce document ne sauraient être interprétées comme des recommandations d'investissement de la part d'AMS.*