

Lettre n°94

Une année sous le signe de la vigilance

« *En politique, ce qu'il y a souvent de plus difficile à apprécier et à comprendre, c'est ce qui se passe sous nos yeux* » *Tocqueville.*

Ce mot illustre de Tocqueville peut en fait s'appliquer à l'économie et aux marchés financiers. L'année 2023 a enregistré des performances étonnantes car elle s'est déroulée dans un climat de fort pessimisme. L'année 2024, dans une sorte d'effet miroir, pourrait connaître une destinée inverse.

Expliquons-nous. Début 2023, nous étions parmi les rares à ne pas partager les craintes d'une récession aux Etats-Unis et à ne pas considérer pour structurel le retour de l'inflation. Appréhension de récession, crainte d'inflation, deux épouvantails pour les marchés, deux facteurs d'inquiétude.

Que s'est-il passé ? La récession redoutée aux Etats-Unis a laissé place à une année de croissance supérieure à la tendance à long terme. La hausse des taux, aussi rapide et substantielle qu'elle fût, n'a pas provoqué de hausse du chômage et n'a pas suscité de crise immobilière.

En revanche, la reprise attendue de la Chine, après une mauvaise gestion de la Covid, a avorté et a provoqué une nouvelle année de recul de la Bourse.

Enfin, les craintes d'une envolée du prix des matières premières ne se sont pas concrétisées.

Que faut-il surveiller en 2024 ? La Banque mondiale anticipe un ralentissement cette année à 2.4% après 2.6% en 2023 et 3% en 2022. La croissance de la période 2020-24 est ainsi la plus faible des 30 dernières années depuis la période 1990-94.

Dans ce contexte, on analysera 3 points de vigilance, d'abord une vigilance géopolitique, ensuite une vigilance sur les marges des entreprises, enfin, une vigilance sur le rythme de baisse des taux.

Vigilance géopolitique :

Il n'y a jamais eu autant de conflits armés depuis 1945 mais les marchés boursiers ont enregistré une hausse remarquable. On l'avait détaillé dans notre Lettre 43, les crises géopolitiques affectent ponctuellement les marchés mais pas durablement et cela a pu être vérifié dans les pires moments du XXème siècle, lors de la deuxième Guerre mondiale par exemple ou plus récemment, avec la Guerre du Golfe en 1990.

En ce début d'année, 4 sujets retiennent l'attention :

- Les diverses élections :

Il va y avoir 70 élections dans le monde en 2024 mais les marchés ne semblent guère appréhender les résultats. Au Parlement européen, les composantes de l'extrême droite devraient gagner des sièges mais non la majorité.

En Inde, la continuité devrait prévaloir. Modi devrait obtenir un nouveau mandat mais une victoire de son principal adversaire serait un bien pour conjurer les dérives actuelles.

En Afrique du Sud, le parti au pouvoir devrait rester en place. Au Mexique, Lopez Obrador ne peut se représenter mais on n'entrevoit pas de problèmes.

En fait, de toutes ces élections, le pire risque serait le retour de Trump au pouvoir mais on reviendra sur ce risque dans de prochaines Lettres.

- *La guerre en Ukraine :*

La guerre éclair rêvée par Poutine est une guerre de positions sans avancées de part et d'autre. Avant le conflit, il y a deux ans, la Russie occupait 18% du territoire ukrainien. Aujourd'hui, après plus de 300 000 morts côté russe, probablement le double de blessés et près d'un million de personnes qualifiées parties de Russie pour échapper à la conscription, la Russie lutte pour maintenir l'effort de guerre et garder ces territoires occupés représentant à peine plus de 0.1% du territoire de la Russie.

Un budget militaire de \$106 milliards disproportionné, plus de 6% du PIB, des dépenses publiques sacrifiées pour financer cet effort, une inflation de 7.5%, pénalisante pour le pouvoir d'achat car les taux d'intérêt ont dû être portés à 16%, un appel à l'aide Nord-Coréenne pour les munitions et à l'aide Iranienne pour la fourniture de drones et de missiles, deux des régimes les moins fréquentables de la planète.

Pour quels résultats ? L'Ukraine, toute en difficulté qu'elle puisse être, dépourvue de munitions, privée temporairement de l'aide américaine de \$60 milliards, dans l'attente hypothétique d'une aide européenne de €30 milliards, résiste, n'a pas lâché de terrain ces derniers mois.

Pour les marchés, les chocs initiaux de cette guerre sur les prix des denrées alimentaires, les prix du gaz et du pétrole, se sont dissipés. S'agissant des denrées alimentaires, l'Ukraine est parvenue à se ménager un couloir d'écoulement en Mer Noire. S'agissant du gaz, les réserves européennes sont pleines à 90% et la dépendance au gaz russe a été réduite à 14% contre 60% avant le conflit. S'agissant des prix du pétrole, la production record des Etats-Unis, 13.2Mb/j, du Canada (un doublement ces dix dernières années) et les dissensions au sein de l'OPEP ont pesé sur le prix du baril, aujourd'hui à \$77/b contre près de \$100/b il y a un an.

- *La guerre contre le Hamas :*

Le risque serait une extension du conflit, d'où la vigilance mais les acteurs régionaux, tous en difficulté économique, sont prudents et ne cèdent pas aux pressions de la rue.

L'Egypte, avant même la privation partielle et temporaire de recettes en provenance du canal de Suez, \$8 milliards en rythme annuel, pour cause de détournement des bateaux par le cap de Bonne Espérance, est confrontée à un mur de dettes extérieures, \$165 milliards et une dette publique à 90% du PIB. Ses bailleurs saoudiens et émiratis sont lassés d'injecter de l'argent, le FMI a déjà été très sollicité.

Le Liban en faillite, n'a toujours pas rempli les conditions pour un prêt de \$3 milliards du FMI, et le Hezbollah doit donc ronger son frein.

La Syrie n'est plus une économie et n'est guère portée que par ses ventes de drogue de synthèse et l'aide iranienne.

L'économie iranienne et sa population de 85 millions sont affaiblies par les sanctions internationales et redouterait, en cas de guerre, d'exposer ses installations nucléaires au feu israélien.

- *Les risques sur Taïwan :*

C'est bien évidemment le risque majeur. Quel que soit le résultat de l'élection du 13 janvier, Taïwan restera attachée à des élections démocratiques et la Chine opposée. Taïwan est de facto un Etat indépendant et elle se gardera de proclamer « de jure » cette indépendance pour ne pas froisser la Chine et la pousser dans la guerre.

Les Etats-Unis sont engagés depuis 1979 par le Relation Act, qui, dans l'hypothèse d'une attaque chinoise, ne prévoit pas nécessairement une intervention militaire américaine mais au minimum la fourniture des moyens de défense, sachant que Biden semble plus interventionniste.

Le Japon lie maintenant sa défense à celle de Taïwan, car son île la plus occidentale n'est qu'à 110 km de Taïwan mais son soutien ne serait probablement que logistique.

Une guerre provoquerait une récession dans tous les pays car le secteur des semi-conducteurs, dominé par Taiwan et la société TSMC, c'est \$6000 milliards, soit près de 6% du PIB mondial avec des utilisations dans beaucoup de secteurs.

La récession serait plus aiguë en Chine, -16% selon les estimations de Bloomberg, qu'aux Etats-Unis, -6.7% et les inévitables sanctions commerciales seraient plus pénalisantes que pour la Russie, car la Chine est plus dépendante des échanges internationaux pour sa croissance.

Rationnellement, la Chine n'a guère de raisons d'essayer d'envahir Taiwan. A en juger la valse des généraux ces derniers mois et le remplacement subit du ministre de la Défense, il y a des problèmes dans la chaîne de commandement. Les coûts humains et économiques d'une tentative d'invasion de l'île seraient énormes. Mais, on est dans un régime autocratique et, après tout, rationnellement, la Russie n'avait pas plus de raisons de s'engager dans cette guerre d'usure en Ukraine. Alors, restons vigilants, car les Bourses mondiales plongeraient.

Vigilance sur les marges :

En 2023, la croissance des bénéfices du MSCI world a été nulle mais les marchés se sont appréciés et donc sont aujourd'hui plus chers, 20x pour les sociétés du S&P500, 30x pour le Nasdaq.

En 2023, dans un contexte d'inflation, la majorité des sociétés ont pu préserver leurs marges grâce à des hausses de prix, parfois supérieures aux hausses de coûts.

En 2024, les marchés anticipent une hausse de 10% des bénéfices dans le monde mais cela paraît optimiste et sujet à des déceptions.

Dans un contexte de désinflation et de moindre dynamisme de la consommation, dans un contexte de stagnation de la productivité, les augmentations de prix s'avéreront malaisées et on surveillera l'évolution des marges. Des déceptions sur les résultats pourraient intervenir et on sait à quel point elles sont brutalement sanctionnées en Bourse.

Plus spécifiquement, dans le secteur bancaire, une hausse des taux de défaut des entreprises, une diminution des volumes de crédits, pourraient affecter la rentabilité des banques de détail.

Ajoutons, pour l'évolution des marges dans tous les secteurs, mais plus spécifiquement dans les services, la rigidité de l'évolution des salaires. Autant les salariés ont perdu en pouvoir d'achat en 2021 et 2022 car l'inflation était plus rapide que les hausses de salaires, autant cette année, la tendance sera inverse.

Enfin, beaucoup d'entreprises endettées verront l'échéance de prêts obtenus il y a quelques années à des conditions favorables et devront renégocier à des taux plus élevés. On évitera donc d'investir dans ces sociétés endettées.

Vigilance sur les baisses de taux :

La performance des marchés obligataires les deux derniers mois de l'année a été inédite en 40 ans. Elle a permis, après deux ans de baisse des obligations, de terminer l'année sur une touche positive, +8% pour les obligations souveraines en €, +4% pour les américaines, +8.5% pour les obligations d'entreprises en € et en \$, une performance encore inenvisageable fin septembre.

Devant la baisse des taux longs, de 5.02% pour le 10 ans américain à 3.80%, l'euphorie a gagné nombre d'opérateurs qui anticipent désormais jusqu'à six baisses de taux en 2024, la première intervenant en mars.

Même si nous n'avons jamais douté du caractère transitoire de l'inflation, nous sommes dubitatifs. D'abord, les tensions actuelles aux larges des côtes Houthis, point de passage de 12% à 15% du commerce maritime mondial, renchérissent les coûts du fret, des doublements voire des triplements, et pourraient si elles perdurent rejaillir sur l'inflation par les coûts.

Ensuite, la persistance des hausses de salaires dans un contexte de marché de l'emploi toujours en tension dans certains secteurs pourrait inciter les banques centrales à temporer, à différer leurs baisses de taux.

Enfin, la résistance à la baisse des taux longs résultera de niveaux d'endettement aggravés un peu partout dans le monde et de besoins financiers accrus pour financer la transition énergétique, l'augmentation des budgets de défense et les conséquences du vieillissement démographique.

En **conclusion**, rappelons ce mot de **Paul Valéry**, « *L'histoire, je le crains, ne permet guère de prévoir mais, associée à l'indépendance d'esprit, elle peut nous aider à mieux voir* ».

Il ne s'agit là que d'une première approche de cette année. On aura l'opportunité de revenir plus en détail sur chacun de ces points dans de prochaines Lettres. Mais il est utile d'avoir une boussole, une tonalité.

Point de noir pressentiment mais une ombre flotte sur les marchés et elle appelle la vigilance.

La vigilance n'exclut pas des opportunités sur les marchés et on conseillera notamment l'achat de positions plus défensives, une pondération plus élevée en obligations qu'auparavant, toujours une présence sur le pétrole, meilleure assurance contre la survenance d'une crise géopolitique, une moindre exposition au secteur bancaire et plus de réactivité sur les portefeuilles.

Genève, le 11 janvier 2024

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre
248 Queen's Road East
Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

**SingAlliance Pte Ltd
(DIFC Representative Office)**

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@singalliance.com



Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.