

# Perspectives d'investissement de la BIL pour 2024

RIEN QUE LE SOLEIL QUI POUDDROIE,  
ET L'HERBE QUI VERDOIE ?



BANQUE  
INTERNATIONALE  
À LUXEMBOURG

# 2024

## PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT

### 01

#### Perspectives macroéconomiques

- Une croissance mondiale inférieure à la tendance est attendue à mesure que l'impact du resserrement des politiques s'infiltré dans l'économie réelle (ce qui se produit normalement avec un décalage de 18 à 24 mois).
- Le scénario d'un atterrissage en douceur est de plus en plus probable aux États-Unis. Si nous assistons à une contraction, il faut s'attendre à ce qu'elle soit courte et douce.
- La zone euro pourrait déjà être en récession et il y a très peu de catalyseurs pour un rebond. Une faible croissance sur l'ensemble de l'année est le meilleur scénario possible, tandis qu'un choc extérieur pourrait plonger l'Union dans une récession plus profonde.

### 02

#### Perspectives des banques centrales

- L'inflation globale recule, ce qui signifie que les banques centrales ont probablement terminé leurs cycles de hausse de taux. Les marchés semblent trop optimistes quant au nombre de baisses de taux que nous verrons en 2024.
- La Fed a adopté une position plus complaisante et prévoit des baisses de taux de 75 points de base en 2024. Dans un contexte de pressions salariales persistantes, la BCE n'a pas encore discuté de réductions de taux.

### 03

#### Obligations

- Les rendements ayant atteint des niveaux parmi les plus attractifs depuis des décennies, 2024 sera l'occasion de gérer activement la duration afin de sécuriser les rendements. Nous apprécions particulièrement les obligations de qualité, car les fondamentaux des entreprises sont solides et les échéances sont bien gérées..
- Nous sommes prudents en ce qui concerne le haut rendement. Les perspectives économiques incertaines nous incitant à jouer sur la partie longue de la courbe de qualité.

## 04

---

### Or

- Bien que certaines consolidations soient possibles à court terme, nous adoptons une perspective constructive à plus long terme, étant donné que le prix de l'or a tendance à augmenter à l'approche et à la suite de la première baisse de taux d'un nouveau cycle.

## 05

---

### Pétrole

- Nous prévoyons que le marché du pétrole sera excédentaire au cours du premier semestre 2024, dans un contexte de ralentissement spectaculaire du rythme de croissance de la demande. Cependant, les réductions de production de l'OPEP+ et la géopolitique pourraient installer un prix planché.

## 06

---

### Actions

- La publication des bénéfices sera un catalyseur clé pour les marchés l'année prochaine et cela pourrait être plus difficile pour les entreprises dans un environnement de croissance ralentie. Plutôt que de lutter contre le sentiment actuel, nous entamons l'année avec une allocation modérée aux actions, en adoptant une approche « bottom-up », et en nous concentrant sur les sociétés dont les cas d'investissement individuels sont solides.
- Nous sommes légèrement surpondérés sur les États-Unis, neutres sur la Chine, les marchés émergents et le Japon, et tactiquement sous-pondérés sur l'Europe.
- D'un point de vue plus stratégique, les investisseurs ne devraient pas ignorer les grandes tendances qui façonnent le monde qui nous entoure : la numérisation, la transition durable et l'innovation dans le domaine de la santé.

## 07

---

### Actifs non cotés

- Les valorisations du « Private Equity » ont considérablement diminué, offrant des opportunités, en particulier dans le marché secondaire. Nous apprécions particulièrement les secteurs à croissance séculaire qui bénéficient des vents favorables du marché, tels que les infrastructures, la numérisation et les énergies renouvelables.
- Dans le domaine du crédit privé, 2024 s'annonce comme une « année en or » pour les nouveaux millésimes. Avec des taux d'intérêt beaucoup plus élevés et des capitaux plus rares, les fournisseurs de dette privée peuvent combler le vide laissé par les prêteurs traditionnels. Les millésimes récents risquent de connaître des difficultés en période de ralentissement économique s'ils n'ont pas fait l'objet d'une grande discipline en matière de souscription.

# INTRODUCTION



**Lionel De Broux**

CHEF DU GROUPE  
DIRECTEUR DES INVESTISSEMENTS

*Au 15 December 2023*

## RIEN QUE LE SOLEIL QUI POUDROIE... ET L'HERBE QUI VERDOIE ?

Nous avons cette année emprunté notre titre à La Barbe bleue, célèbre conte du folklore français, dont la version la plus connue a été écrite par Charles Perrault et publiée à Paris en 1697. Il est adapté d'une scène dans laquelle le personnage principal, menacé d'une mort imminente, demande à sa sœur de regarder par la fenêtre pour voir si ses frères sont en chemin pour lui porter secours. Sœur Anne, comme elle est désignée dans le conte, fixe ses yeux sur l'horizon, mais ne cesse de répéter qu'elle ne voit « rien d'autre que le soleil qui poudroie et l'herbe qui verdoie ».

Voilà qui devrait parler aux économistes et aux intervenants du marché. Au début de l'année 2023, alors que les banques centrales lançaient l'une des campagnes de resserrement monétaire les plus rapides jamais enregistrées, le consensus s'attendait largement à une récession dans les douze prochains mois. Et pourtant, malgré plusieurs indicateurs avancés dans le rouge, cette récession ne s'est jamais concrétisée. En fait, l'économie américaine est parvenue à afficher cette année une croissance encore plus forte qu'en 2022, tandis que la zone euro a globalement stagné.

Dans un contexte de résilience de l'économie et de demande toujours soutenue, la lutte contre l'inflation s'est poursuivie, avec des données sous-jacentes particulièrement tenaces. Les banques centrales ont adopté une posture offensive en évoquant des taux « plus élevés pendant une période prolongée » ce qui a pesé lourdement sur les obligations jusqu'au quatrième trimestre lorsque les investisseurs se sont empressés de parier sur des baisses de taux. Les actions ont signé une excellente année, prenant à contre-pied tous les investisseurs qui s'étaient positionnés de manière plus défensive dans l'attente d'un ralentissement.

Mais ce qui compte maintenant, c'est ce qui va se passer ensuite.

Pour en revenir au conte de Perrault, à la onzième heure, un nuage de poussière à l'horizon signale l'arrivée des frères à cheval et Barbe-Bleue trouve la mort. Sur le plan macroéconomique, il semble que l'atterrissage de l'économie, qui semblait inéluctable en 2023, pourrait simplement avoir été retardé lui aussi.

En 2024, la croissance mondiale devrait être inférieure à sa tendance, le durcissement des conditions financières continuant à se répercuter sur l'économie réelle. La bonne nouvelle est que l'inflation globale poursuit son reflux, de sorte que les cycles de hausse des taux des principales banques centrales sont probablement terminés. Nous pensons néanmoins que le marché est trop optimiste quant au nombre de réductions que ces banques effectueront.

Les tensions géopolitiques devraient rester vives et, dans le même temps, il s'agira de l'année électorale la plus importante de l'histoire. En plus d'une élection présidentielle américaine très clivante en novembre, 39 autres pays organiseront des scrutins. Cela signifie qu'une part d'environ 41 % de la population mondiale se rendra aux urnes au cours des douze prochains mois. La tectonique des forces politiques au pouvoir s'accompagnera d'une montée de l'incertitude politique<sup>1</sup>.

Le ralentissement de la croissance, l'excès d'optimisme quant à la détente des politiques monétaires, l'incertitude [géo]politique et des valorisations relativement élevées annoncent un environnement difficile pour les actifs à risque au premier semestre 2024.

Sur les marchés d'actions, un tel contexte justifie une allocation défensive faisant la part belle à la qualité. Notre surpondération des technologies de l'information, un secteur plus agressif qui profitera selon nous d'une reprise des équipements et du développement de l'informatique dématérialisée, est la seule l'exception à la règle. Sur le plan géographique, nous entamons cette année avec une surpondération modérée des actions américaines, et une exposition neutre aux marchés émergents, au Japon et à la Chine. Nous appliquons à l'Europe une sous-pondération tactique.

Sur les marchés obligataires, nous avons passé les douze derniers mois à accroître progressivement la duration et le potentiel de génération de rendement. Cela s'est avéré payant compte tenu du récent réajustement des prix, qui a vu le marché, concentrer sur quelques semaines seulement, afficher l'essentiel des plus-values potentielles de l'année 2024. Aujourd'hui, alors que les attentes au sujet du calendrier et de l'ampleur des baisses de taux fluctuent au gré de la communication des banques centrales, des données macroéconomiques, des espoirs et des craintes; nous avons pour objectif de gérer activement la duration et de saisir les opportunités qui nous permettront de capturer et de verrouiller des revenus. C'est dans le crédit « Investment Grade » que nous percevons le plus de valeur, car les rendements y sont proches de leurs niveaux les plus attrayants depuis la dernière crise financière mondiale. Dans le même temps, les bilans des entreprises y apparaissent suffisamment solides pour faire face à un ralentissement macroéconomique.

Sur un plan plus stratégique, nous serons à l'affût de points d'entrée qui nous permettront de renforcer notre exposition aux changements structurels concomitants qui transforment rapidement le monde qui nous entoure :

- Numérisation, big data et révolution de l'IA (Intelligence Artificielle)
- Transition durable
- Innovation dans le domaine de la santé, principalement en biotechnologie et en oncologie

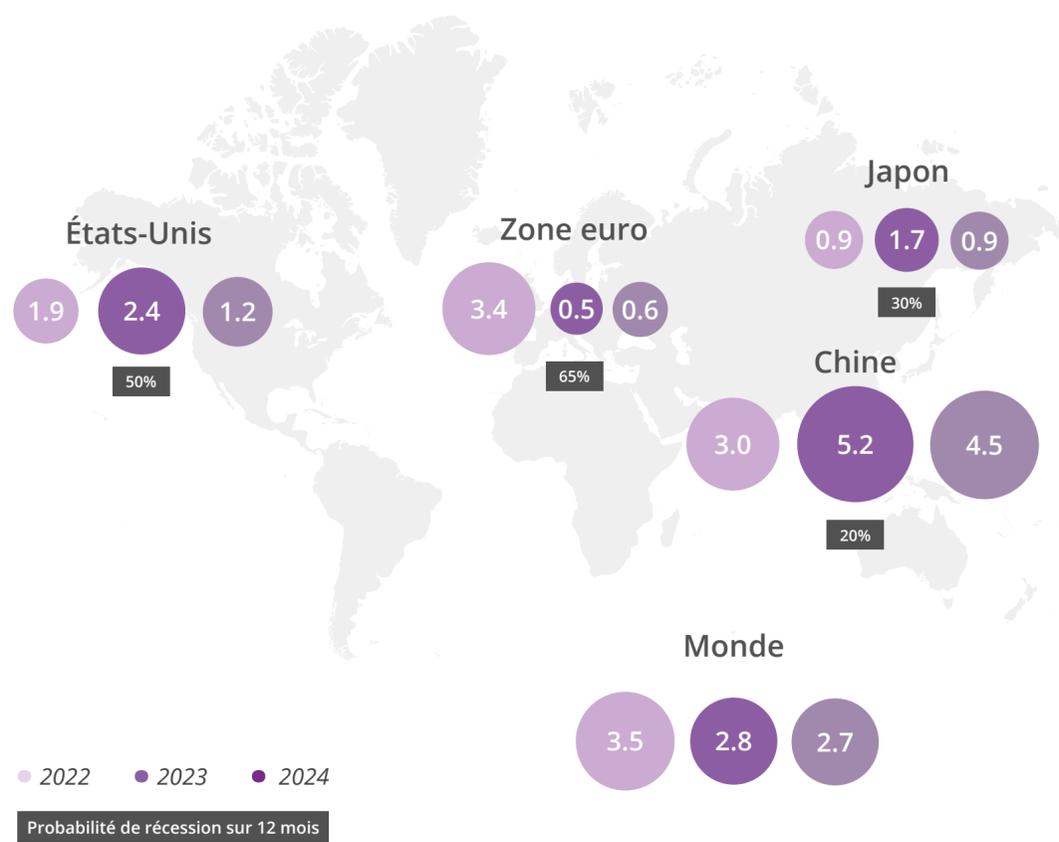
L'année 2023 a prouvé que ces thèmes ne sont pas à l'abri des hauts et des bas du cycle économique traditionnel. Nous devons utiliser ces mouvements à notre avantage.



Lionel De Broux  
DSI du groupe, BIL

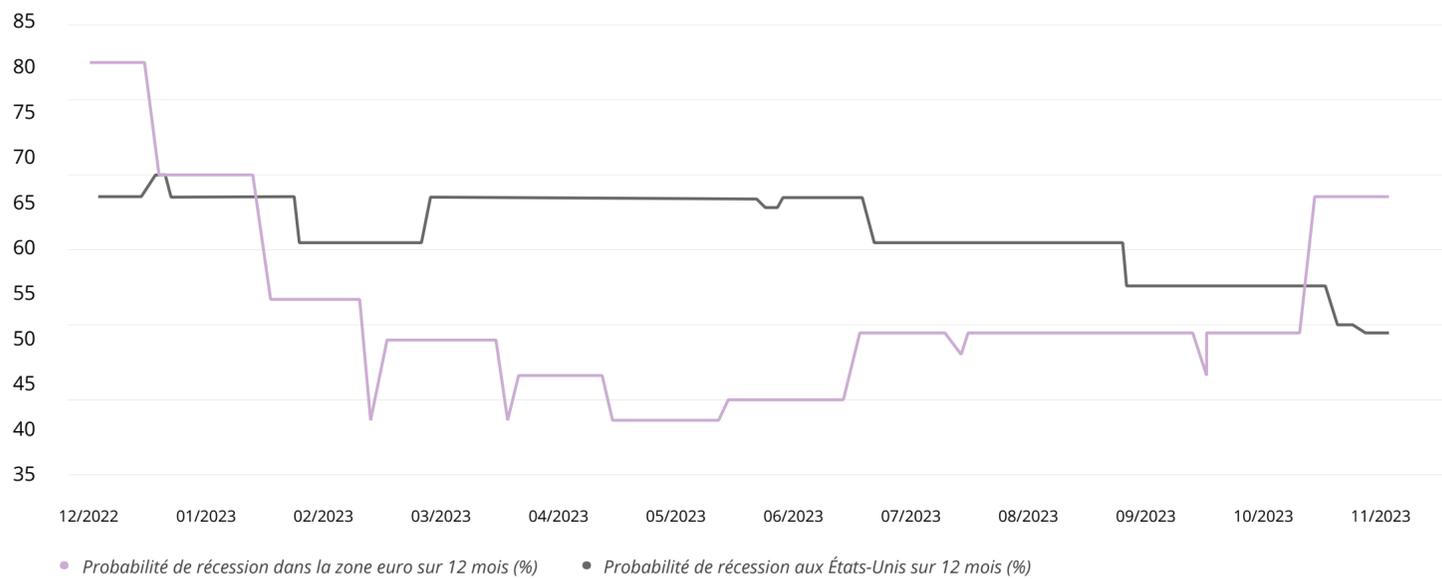
# PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

Consensus Bloomberg s'agissant de la croissance du PIB réel  
(%, en glissement annuel)



Source: Bloomberg, BIL au 11/12/23

## À l'entame de 2023, les investisseurs tablent sur une récession ont adopté un positionnement défensif



Source: Prévisions du consensus Bloomberg, BIL

## VUE D'ENSEMBLE

**Les politiques restrictives commenceront à produire à l'approche de 2024 des effets plus tangibles sur l'investissement et la consommation des entreprises.**

**Le bon côté des choses, c'est qu'aucune hausse notable du chômage n'est prévue en 2024, ce qui devrait permettre d'éviter un ralentissement plus marqué de part et d'autre de l'Atlantique.**

Au cours des prochains trimestres et après avoir fait preuve d'une résilience impressionnante, qui a pris de court de nombreux investisseurs, l'économie mondiale et ses 100.000 milliards de dollars<sup>2</sup> vont devoir reprendre leur souffle. Alors que les contraintes macroéconomiques s'accumulent, le FMI table sur une croissance mondiale de 2,9 % pour toute l'année 2024, alors que les estimations du consensus Bloomberg la situent à 2,7 % : dans les deux cas, c'est bien moins que la moyenne historique de 3,8 %.<sup>3</sup>

L'un des principaux facteurs défavorables sera le durcissement des conditions financières. Selon une vieille règle empirique, il faut environ 18 à 24 mois pour que les changements de politique monétaire se répercutent sur l'économie réelle. Puisque la Fed a lancé sa campagne de hausse des taux en mars 2022, et la BCE en juillet suivant, nous sommes loin d'être sortis de la zone de danger en ce qui concerne les répercussions déjà ressenties.

Après avoir complètement gelé les marchés du logement, les politiques restrictives commenceront à produire à l'approche de 2024 des effets plus tangibles sur l'investissement et la consommation des entreprises. Dans le même temps, la politique budgétaire est appelée à devenir un frein, susceptible d'amputer la croissance des marchés développés d'environ 0,3 point de pourcentage l'année prochaine.

Les États-Unis se démarquent quant à eux : la région serait suffisamment solide pour éviter une récession. Les perspectives pour la zone euro se sont en revanche rapidement détériorées et nous prévoyons un nouveau trimestre de croissance modérément négative au quatrième trimestre, ce qui correspond à la définition d'une récession technique après une croissance de -0,1 % au troisième trimestre. Dès lors, le meilleur scénario possible est celui d'une croissance poussive sur l'ensemble de l'année, avec de très rares catalyseurs de reprise. Un choc externe risque de faire basculer la zone euro dans une récession plus profonde.

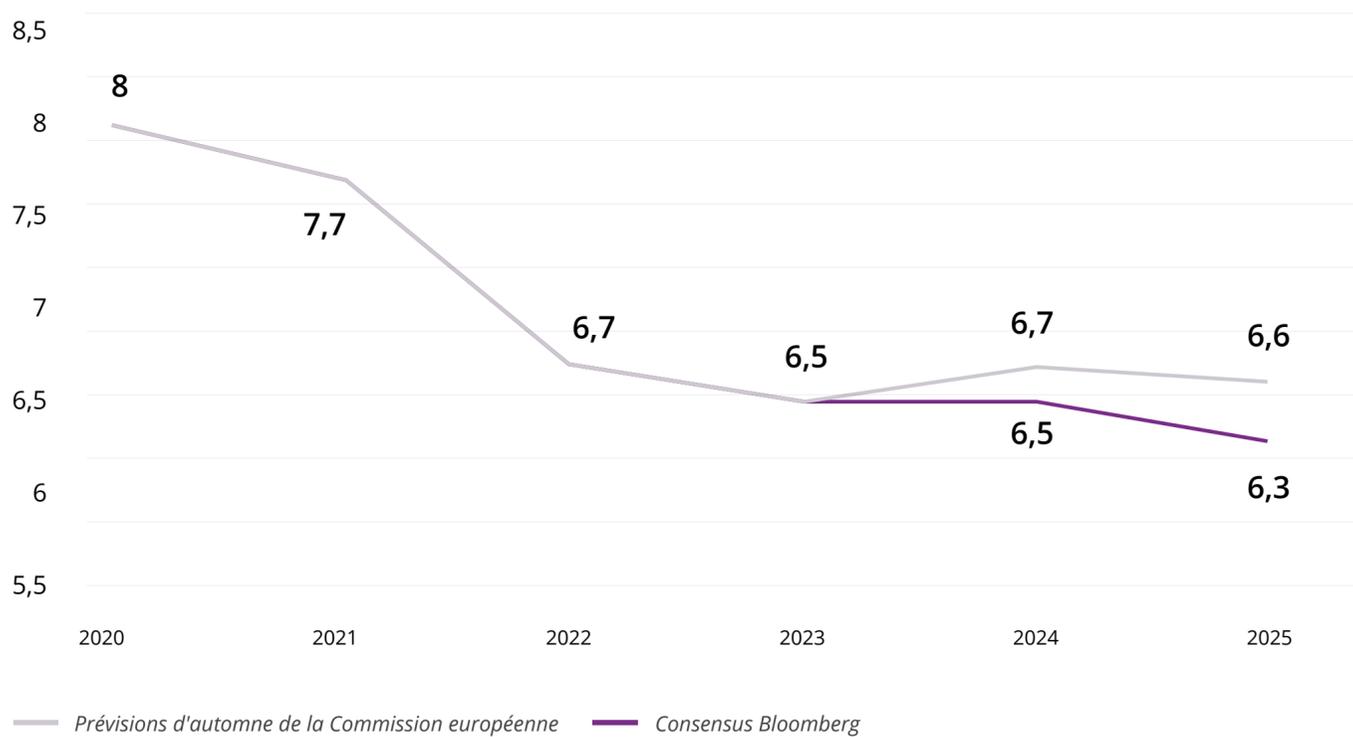
Le bon côté des choses, c'est qu'aucune hausse notable du chômage n'est prévue en 2024, ce qui devrait permettre d'éviter un ralentissement plus marqué de part et d'autre de l'Atlantique. Les raisons de la relative résilience des marchés du travail sont multiples, allant de la démographie et de la diminution de la main-d'œuvre au fait que les bilans des entreprises sont nettement plus solides qu'ils ne l'étaient avant les périodes de ralentissement antérieures. En outre, les entreprises semblent réticentes à procéder à des licenciements après la « Grande démission » qui leur a considérablement compliqué la tâche pour attirer et fidéliser les talents.

**Taux de chômage aux États-Unis (%) –  
Taux effectif et anticipations du consensus Bloomberg**



Source: Bloomberg

### Taux de chômage dans la zone euro (%) Taux réel et attendu



Source: Bloomberg

## ÉTATS-UNIS : EN PERTE DE VITESSE AU DÉPART D'UNE POSITION DE FORCE

*Toutefois, alors que nous approchons de 2024, des difficultés prévues de longue date vont commencer à ébranler la volonté et la capacité des consommateurs américains à poursuivre leurs dépenses.*

Nous nous attendons à ce que le rythme de la croissance américaine ralentisse sensiblement en 2024, pour atteindre moins de la moitié de son niveau de 2023. Selon les données actuelles, il serait possible d'éviter une croissance inférieure à zéro. Si une contraction se concrétise, nous pensons qu'elle sera à la fois brève et superficielle.

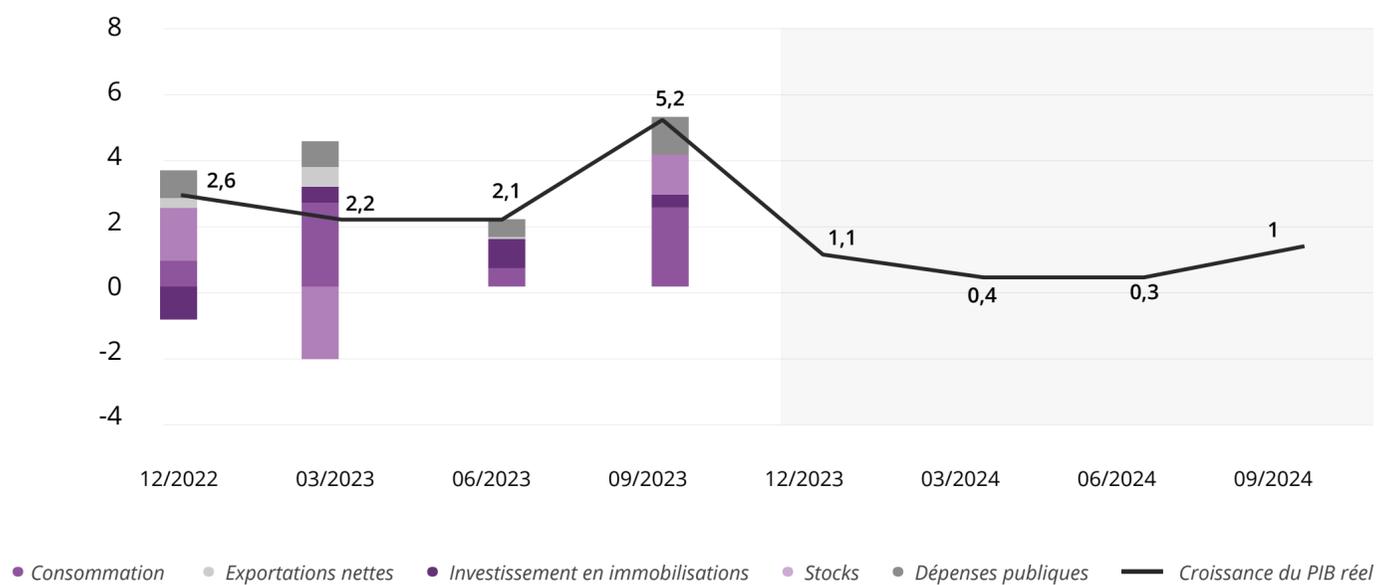
Une grande partie de la force de l'économie américaine est à mettre à l'actif de ses consommateurs, en apparence infaillibles. Soutenus par des marchés du travail robustes, par ce qu'il reste de l'épargne constituée lors de la pandémie et par le fait que seuls 10 % environ des prêts hypothécaires sont à taux variable (contre 30 % dans la zone euro), les ménages américains ont dépensé comme si nous étions en 1999. Les données les plus récentes, celles du Black Friday et du Cyber Monday, montrent qu'ils n'ont pas encore dit leur dernier mot.

Toutefois, alors que nous approchons de 2024, des difficultés prévues de longue date vont commencer à ébranler la volonté et la capacité des consommateurs américains à poursuivre leurs dépenses. La confiance s'est étiolée ces derniers mois, l'endettement progresse et nous constatons que de plus en plus de prêts se retrouvent en situation d'impayés. Qui plus est, l'épargne excédentaire de quelque 2.100 milliards de dollars accumulée durant la pandémie est désormais largement dilapidée, et la suspension des remboursements des prêts étudiants a pris fin.

*L'épargne excédentaire de quelque 2.100 milliards de dollars accumulée durant la pandémie est désormais largement dilapidée, et la suspension des remboursements des prêts étudiants a pris fin.*

Les consommateurs ne sont pas les seuls à avoir beaucoup dépensé. L'économie bénéficie encore des retombées des mesures de relance massives adoptées au début du mandat du président Biden : la loi bipartisane sur les infrastructures, la loi « CHIPS & Science » et la loi sur la réduction de l'inflation (IRA), qui engagent 2.000 milliards de dollars de nouvelles dépenses fédérales au cours des dix prochaines années, ont contribué à stimuler la croissance et l'investissement. Il est peu probable qu'une consolidation budgétaire marquée intervienne au cours d'une année d'élection présidentielle, un facteur qui joue en faveur de l'économie à court terme, même si les adeptes de la rigueur budgétaire font davantage entendre leur voix après le bras de fer sur le plafond de la dette de 2023.

### Croissance du PIB américain : réalisée et attendue (% en glissement trimestriel)



Source: Bloomberg, BIL au 12 décembre 2023

## ZONE EURO : UN MANQUE DE CATALYSEURS DE CROISSANCE ET LE JOKER DE L'ÉNERGIE

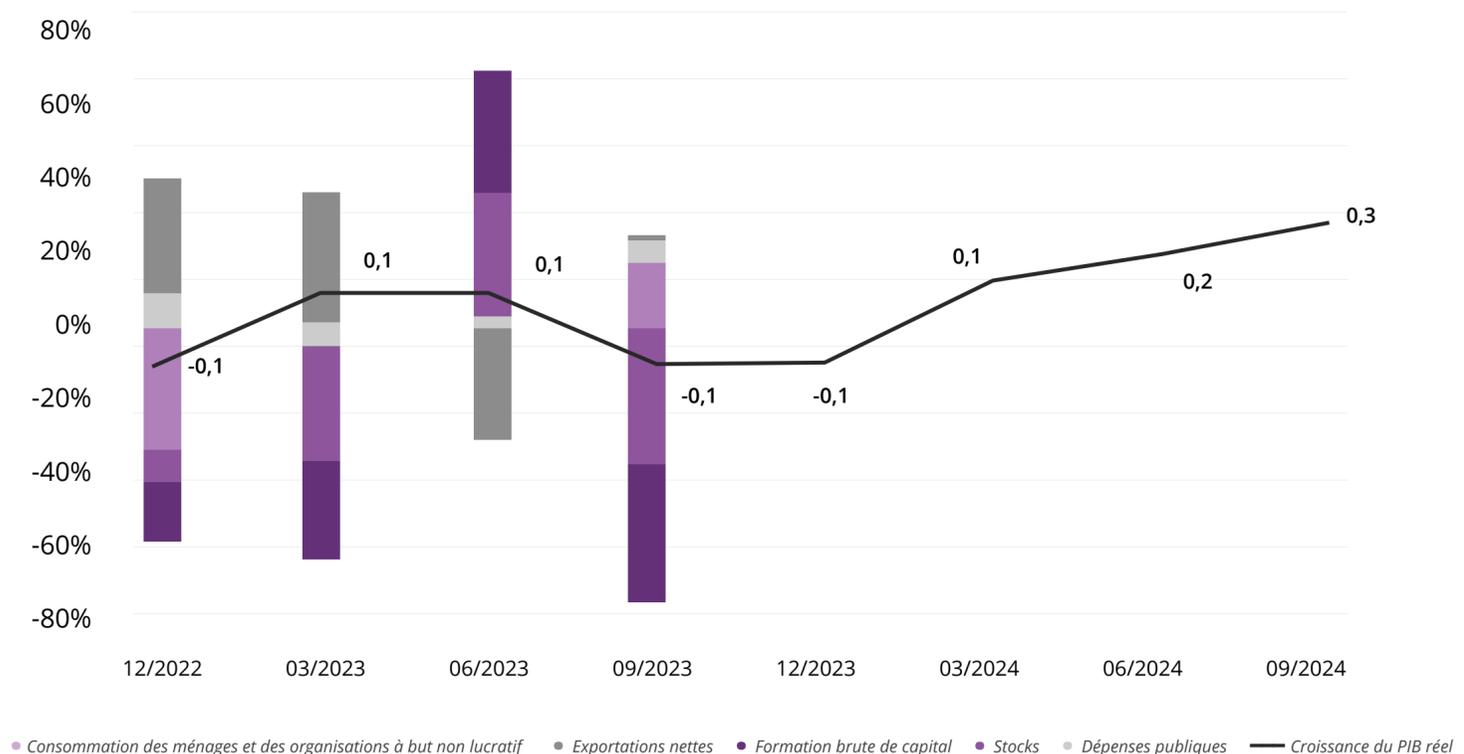
*La consommation privée ne devrait véritablement commencer à se redresser qu'à la mi-2024, dans un contexte de baisse de l'inflation, d'absence d'augmentation majeure du chômage et de retour à des salaires réels positifs.*

L'Europe manque clairement de moteurs de croissance potentiels à court terme.

Les ménages disposent encore d'environ 1.000 milliards d'euros d'épargne liée à la pandémie, mais il ne faut pas s'attendre à ce que celle-ci finance un boom de la consommation à court terme. La confiance des ménages reste inférieure à la moyenne à long terme, et les consommateurs renoncent à consommer pour rembourser leurs dettes ou pour investir dans des instruments à long terme en quête de rendement. Ainsi, la consommation privée ne devrait véritablement commencer à se redresser qu'à la mi-2024, dans un contexte de baisse de l'inflation, d'absence d'augmentation majeure du chômage et de retour à des salaires réels positifs.

En ce qui concerne les finances publiques, les règles de l'UE limitant les déficits budgétaires nationaux ont été suspendues au cours des trois derniers exercices. À l'approche de leur remise en service, un consensus se dégage autour de la nécessité d'une plus grande flexibilité budgétaire. Ces discussions risquent de se prolonger en 2024, avec à la clé une probable édulcoration des règles, mais tout de même un certain resserrement budgétaire pour la plupart des pays. En Allemagne, la réforme pour limiter l'endettement est jugée peu probable à court terme.

### Croissance du PIB dans la zone euro : réalisée et attendue (% en glissement trimestriel)



Source: Bloomberg, BIL au 12 décembre 2023

**L'Allemagne, traditionnellement moteur de la croissance en Europe, a été touchée de manière disproportionnée. Son modèle économique repose en effet sur les deux piliers que sont l'énergie bon marché en provenance de Russie et les exportations de produits manufacturés**

Le problème en Europe est que l'énergie est devenue un paramètre inconnu: imprévisible et incertaine. Les gouvernements sont parvenus à remplacer le gaz russe presque sans heurts, évitant le rationnement que beaucoup redoutaient, et allant même jusqu'à remplir les stocks pour l'hiver 2023 en avance sur l'objectif fixé. La dépendance de l'Europe à l'égard des marchés mondiaux de l'énergie la rend toutefois vulnérable. Le prix de référence du gaz naturel reste environ deux fois plus élevé qu'en novembre 2019, et il est également soumis à des fluctuations importantes : en témoigne la hausse de 40 % enregistrée en l'espace d'une semaine seulement à la suite du déclenchement du conflit en Israël.

Si le secteur manufacturier a souffert, au niveau mondial, de la faiblesse de la demande ; ce phénomène a été particulièrement marqué en Europe, où les fabricants de biens ont dû composer avec leur nouvelle dynamique énergétique. L'Allemagne, traditionnellement moteur de la croissance en Europe, a été touchée de manière disproportionnée. Son modèle économique repose en effet sur les deux piliers que sont l'énergie bon marché en provenance de Russie et les exportations de produits manufacturés. La récente décision de la Cour constitutionnelle allemande rejetant le projet du gouvernement de réaffecter 60 milliards d'euros de fonds Covid inutilisés à son fonds pour le climat et la transformation remet encore plus en question les perspectives.

Le secteur des services de la zone euro est désormais en train de « se mettre au niveau » de l'industrie manufacturière et affiche déjà quatre mois de contraction.

PMI manufacturier	30/04/2023	31/05/2023	30/06/2023	31/07/2023	31/08/2023	30/09/2023	31/10/2023	30/11/2023
Chine	49,5	50,9	50,5	49,2	51,0	50,6	49,5	50,7
Marchés développés	48,5	47,6	46,3	47,1	46,8	47,4	47,5	47,7
Marchés émergents	50,5	51,4	51,1	50,2	51,4	50,9	50,1	50,9
Zone euro	45,8	44,8	43,4	42,7	43,5	43,4	43,1	44,2
France	45,6	45,7	46,0	45,1	46,0	44,2	42,8	42,9
Allemagne	44,5	43,2	40,6	38,8	39,1	39,6	40,8	42,6
Italie	46,8	45,9	43,8	44,5	45,4	46,8	44,9	44,4
Japon	49,5	50,6	49,8	49,6	49,6	48,5	48,7	48,3
Espagne	49,0	48,4	48,0	47,8	46,5	47,7	45,1	46,3
Royaume-Uni	47,8	47,1	46,5	45,3	43,0	44,3	44,8	47,2
États-Unis	50,2	48,4	46,3	49,0	47,9	49,8	50,0	49,4
Monde	49,6	49,5	48,7	48,6	49,0	49,2	48,8	49,3

PMI dans les services	30/04/2023	31/05/2023	30/06/2023	31/07/2023	31/08/2023	30/09/2023	31/10/2023	30/11/2023
Chine	56,4	57,1	53,9	54,1	51,8	50,2	50,4	51,5
Marchés développés	54,5	54,8	53,5	51,8	50,1	50,1	49,8	50,0
Marchés émergents	57,2	56,7	54,6	54,5	53,1	51,9	51,7	52,1
Zone euro	56,2	55,1	52,0	50,9	47,9	48,7	47,8	48,7
France	54,6	52,5	48,0	47,1	46,0	44,4	45,2	45,4
Allemagne	56,0	57,2	54,1	52,3	47,3	50,3	48,2	49,6
Italie	57,6	54,0	52,2	51,5	49,8	49,9	47,7	49,5
Japon	55,4	55,9	54,0	53,8	54,3	53,8	51,6	50,8
Espagne	57,9	56,7	53,4	52,8	49,3	50,5	51,1	51,0
Royaume-Uni	55,9	55,2	53,7	51,5	49,5	49,3	49,5	50,9
États-Unis	53,6	54,9	54,4	52,3	50,5	50,1	50,6	50,8
Monde	55,3	55,3	53,8	52,6	51,0	50,7	50,4	50,6

Source : JPMorgan, Bloomberg, BIL. Le niveau 50 est largement considéré comme la ligne de démarcation entre expansion et contraction.

## CHINE : RELANCE IMMINENTE

*Nombre d'investisseurs se sont également trompés sur la trajectoire de la croissance de la Chine en 2023, car le boom post-confinement attendu ne s'est pas concrétisé.*

*Pour 2024, nous pensons qu'une fourchette de 4,5 % à 5,0 % constitue un objectif de croissance plus raisonnable et plus durable, alors que la Chine réoriente son moteur de croissance économique.*

Nombre d'investisseurs se sont également trompés sur la trajectoire de la croissance de la Chine en 2023, car le boom post-confinement attendu ne s'est pas concrétisé. Cela s'explique par des aides publiques beaucoup plus modestes ainsi que les inquiétudes liées au marché de l'immobilier. Tout ceci a ébranlé la confiance générale à l'égard de la Chine. Compte tenu de la faiblesse relative de la demande, la croissance pour l'ensemble de l'année 2023 devrait s'établir à 5,2 %, soit à peine plus que l'objectif de croissance le moins ambitieux fixé par Pékin depuis plus de trois décennies, à savoir 5 %.

Pour 2024, nous pensons qu'une fourchette de 4,5 % à 5,0 % constitue un objectif de croissance plus raisonnable et plus durable, alors que la Chine réoriente son moteur de croissance économique pour passer du mode « usine du monde » au mode baptisé « 3 high » (qui met l'accent sur la haute technologie, la haute valeur ajoutée et l'industrie manufacturière haut de gamme).

La consommation semble se redresser progressivement, mais les ménages se détournent des biens durables de grande valeur et des produits de luxe. Les dépenses devraient à l'avenir privilégier les services, ce qui correspond à l'évolution structurelle vers un secteur tertiaire à forte intensité de main-d'œuvre.

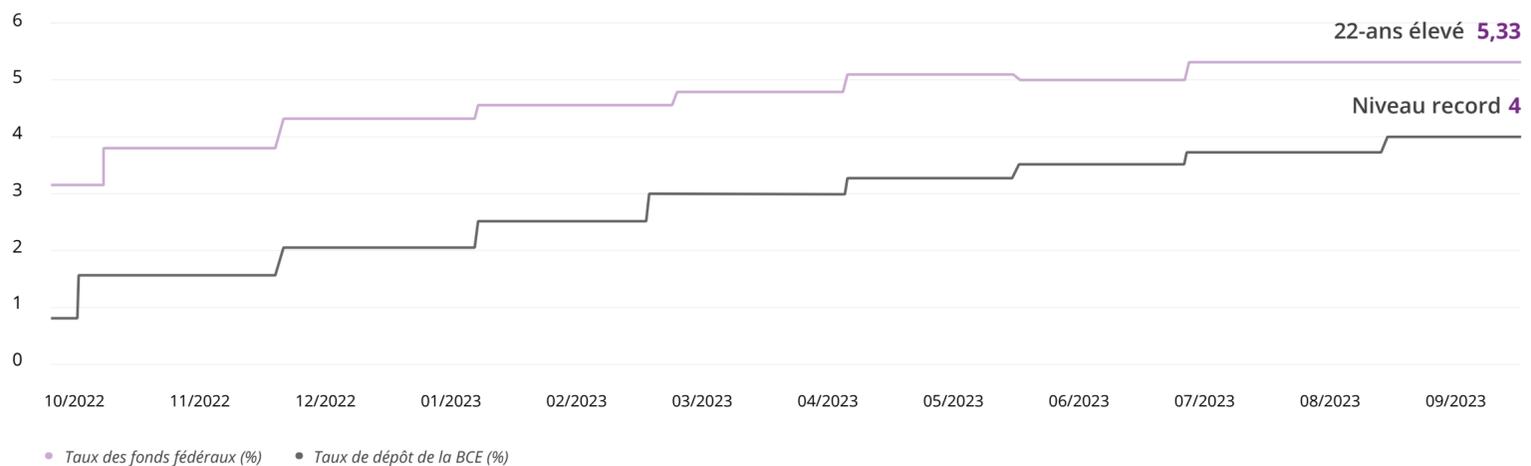
Mais le facteur déterminant pour la croissance de la Chine en 2024 sera véritablement l'ampleur des aides accordées par le gouvernement. Grâce à une inflation et des taux d'intérêt faibles, Pékin a les coudées franches pour adopter des mesures de relance de grande envergure. Nos analystes estiment qu'un plan de relance à grande échelle est potentiellement envisagé au plus haut niveau. Sur le plan de la politique monétaire, la Chine devrait entrer dans un cycle de réduction des taux pour faire face à la double urgence de la restructuration de la dette et de la stabilisation de la croissance économique.



# PERSPECTIVES DES BANQUES CENTRALES

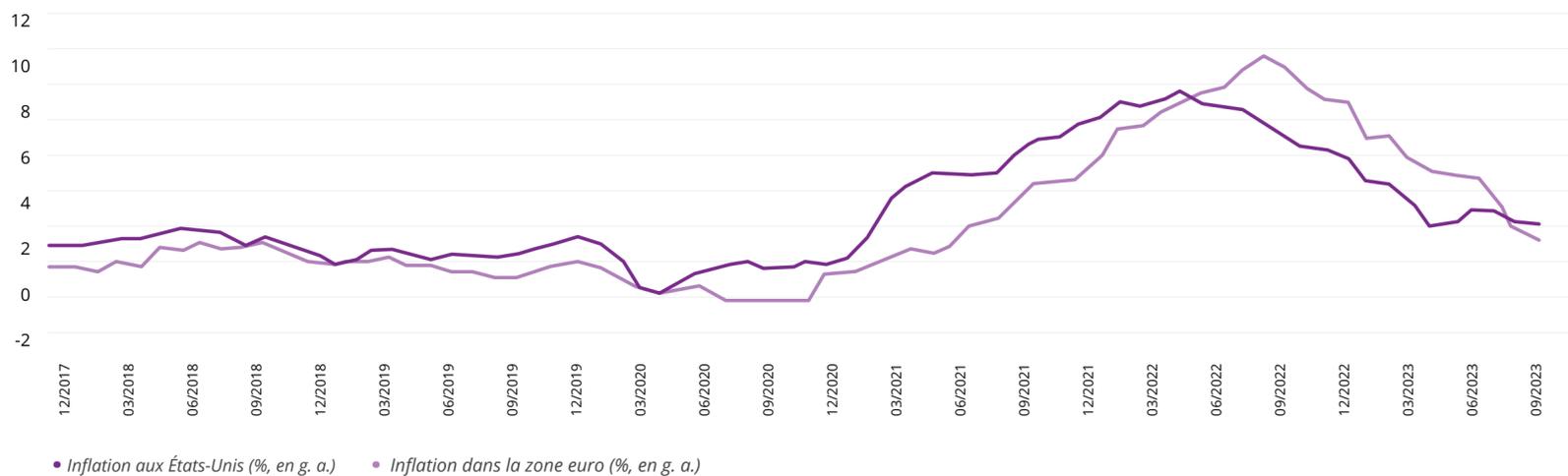
Début 2023, les marchés s'attendaient à ce que la Fed réduise ses taux durant l'année. Aujourd'hui, nous avons l'impression d'être coincés dans une boucle temporelle, à l'image du film *Un jour sans fin*, avec des attentes pour 2024 presque identiques à celles qui prévalaient à l'aube de 2023. Les marchés se tromperont-ils autant en 2024 qu'en 2023 ? Nous pensons que non.

**Aucune baisse des taux d'intérêt ne s'est produite en 2023, les banques centrales ayant adopté la rhétorique des taux « plus élevés pendant une période prolongée »**



Source: Bloomberg, BIL

## Recul de l'inflation globale



Source: Bloomberg, BIL

***Le graphique à points actualisé signale désormais que la Fed prévoit de réduire les taux de 75 pb en 2024.***

***2024, la politique monétaire devrait connaître une évolution majeure.***

L'inflation globale a diminué de manière significative de part et d'autre de l'Atlantique, ce qui permet à la Fed et à la BCE d'envisager la fin de leurs campagnes de relèvement des taux.

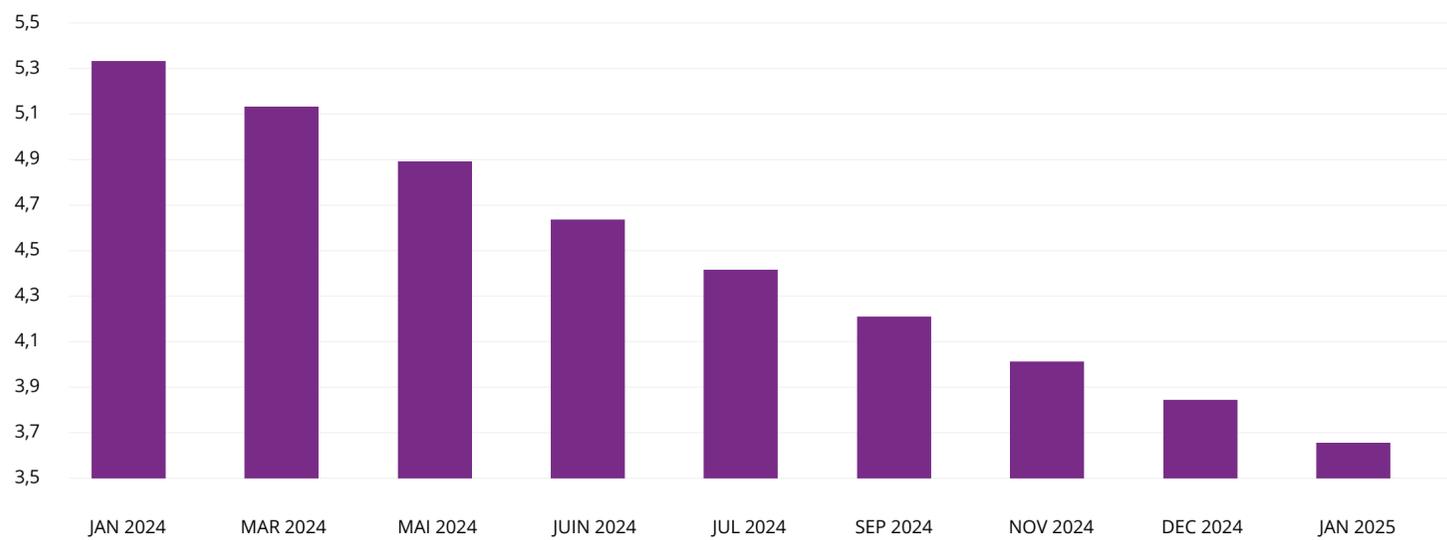
Le marché a reçu un formidable cadeau de Noël de la part de la Fed lors de la réunion du FOMC de décembre : M. Powell a en effet pratiquement exclu la possibilité d'un nouveau resserrement monétaire, validant ainsi le recul de 5 % à 4 % des rendements des bons du Trésor américain. La Fed est-elle intervenue trop tôt ? Seul le temps nous dira si la bataille contre l'inflation a été remportée et si l'économie a été préservée. Le graphique à points actualisé signale désormais que la Fed prévoit de réduire les taux de 75 pb en 2024, mais le président Powell a souligné qu'il s'agissait là d'un amalgame de prévisions et non d'un plan. Le marché, quant à lui, table sur des réductions d'environ 150 pb, ce qui nous paraît excessivement optimiste.

Dans la zone euro, la BCE a déclaré que la question des baisses de taux n'avait même pas été abordée lors de sa réunion de décembre. Nous pensons qu'elle pourrait maintenir le statu quo, au moins jusqu'à ce que la croissance des salaires négociés atteigne son sommet. Dans un contexte de croissance médiocre de la productivité, le risque d'une spirale prix-salaires perdure, et une approche « réunion par réunion » basée sur les données macroéconomiques nous semble très probable, avec des prévisions de croissance et d'inflation susceptibles d'être revues à la baisse au fur et à mesure. Les réunions politiques de décembre pourraient également nous permettre de déduire que la Fed sera la première à baisser ses taux. Bien entendu, lorsque la Fed donne l'exemple, d'autres suivent.

Pour les investisseurs à long terme comme nous, il ne s'agit pas tant de savoir si les baisses de taux interviendront par exemple en juin ou en juillet ; le plus important est qu'en 2024, la politique monétaire devrait connaître une évolution majeure. D'ici là, on peut probablement s'attendre à ce que le marché traverse des périodes d'optimisme excessif concernant le nombre de baisses des taux, puis de volatilité lorsque certaines de ces réductions prévues s'avéreront n'être que mirages.

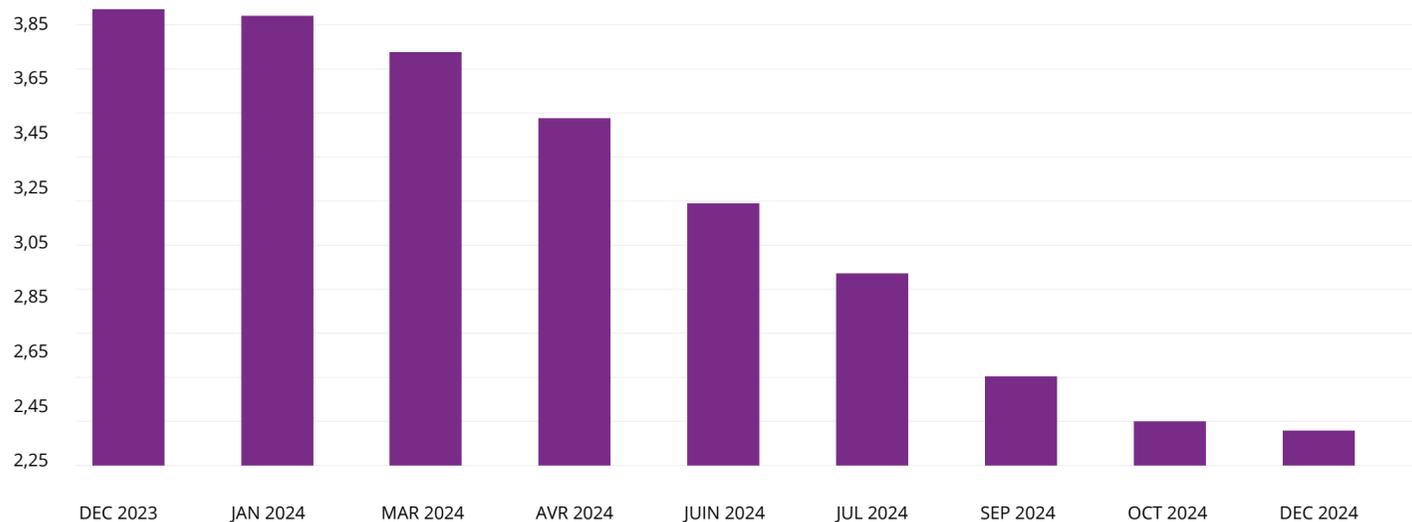
# LES MARCHÉS SEMBLENT TROP OPTIMISTES EN CE QUI CONCERNE LES BAISSSES DE TAUX DES BANQUES CENTRALES

Taux directeur implicite du marché - Fed (%)



Source: Bloomberg, BIL au 14 décembre 2023

Taux directeur implicite du marché - BCE (%)



Source: Bloomberg, BIL au 14 décembre 2023

*Il est possible que la dépréciation du dollar ne devienne vraiment évidente que lorsque la Fed commencera effectivement à réduire les taux.*

*Dans l'ensemble, nous pensons que les banques centrales poursuivront la réduction de leur bilan en 2024, avec un impact limité sur les marchés.*

Les baisses de taux qui finiront par être décidées, associées à la disparition de la situation exceptionnelle des États-Unis sur le plan macroéconomique, devraient apporter un certain soutien aux autres devises au détriment du dollar. Toutefois, dans la mesure où il est rarement payant de lutter contre la Fed, il est possible que la dépréciation du dollar ne devienne vraiment évidente que lorsque la Fed commencera effectivement à réduire les taux, à moins d'un choc imprévu.

En plus des ajustements de taux d'intérêt, le bilan est un autre outil puissant à la disposition des banques centrales. La Fed a commencé à alléger son bilan en 2022 et a jusqu'à présent réussi à le réduire de 1.200 milliards de dollars. La BCE a également fortement réduit son bilan en laissant les prêts TLTRO arriver à échéance et en diminuant les réinvestissements de ses programmes d'achat (pas de réinvestissement des remboursements à compter de juillet 2023). Le maintien du réinvestissement des échéances n'est prévu que pour le programme PEPP<sup>4</sup> jusqu'à la mi-2024.

Dans l'ensemble, nous pensons que les banques centrales poursuivront la réduction de leur bilan en 2024, avec un impact limité sur les marchés. Toute appréhension concernant une réduction plus rapide que prévu du bilan de la BCE pourrait provoquer une hausse des spreads intraeuropéens, mais la banque centrale en a conscience et procédera avec prudence dans ses actions et sa communication.



# OBLIGATIONS

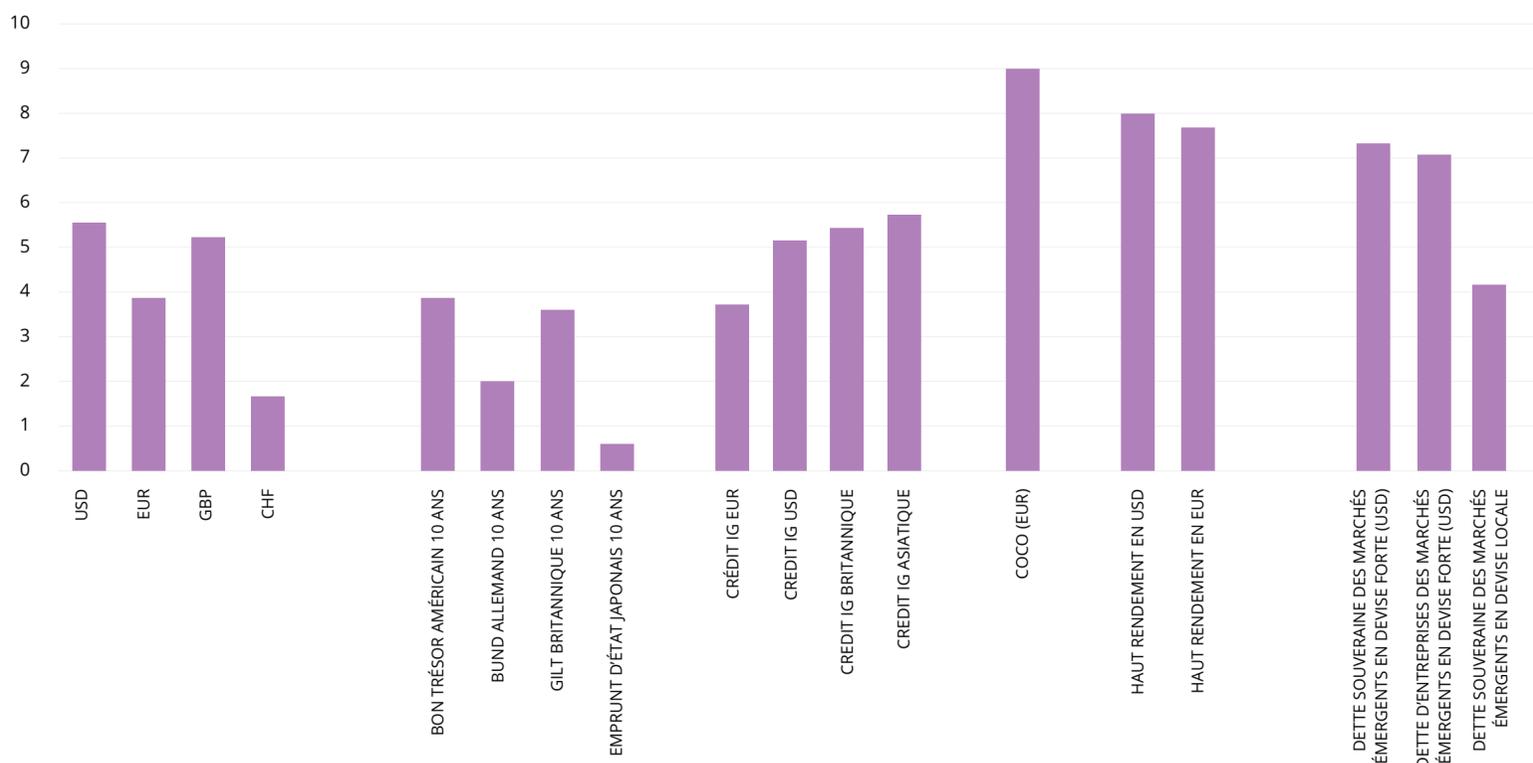
**Terminé leurs cycles de hausse, la plus grande contrainte négative pour les marchés obligataires a été supprimée.**

Les banques centrales ayant terminé leurs cycles de hausse, la plus grande contrainte négative pour les marchés obligataires a été supprimée. Les marchés n'ont pas tardé à s'en rendre compte, et une grande partie de la hausse potentielle de 2024 semble déjà avoir été appréciée par ceux qui avaient accru la durée, comme nous l'avions préconisé en 2023.

Les questions qui animent les marchés aujourd'hui sont les suivantes : à quel moment les banques centrales commenceront-elles à baisser leurs taux ? Et quelle sera l'ampleur de la baisse sur l'année entière ? L'incertitude autour de ces deux éléments entraînera de la volatilité et nécessitera une gestion active de la durée. La bonne nouvelle, cependant, est que le portage est historiquement élevé, ce qui signifie que les investisseurs peuvent compter sur les obligations pour créer un revenu régulier tout en fournissant une protection en cas d'aversion pour le risque.

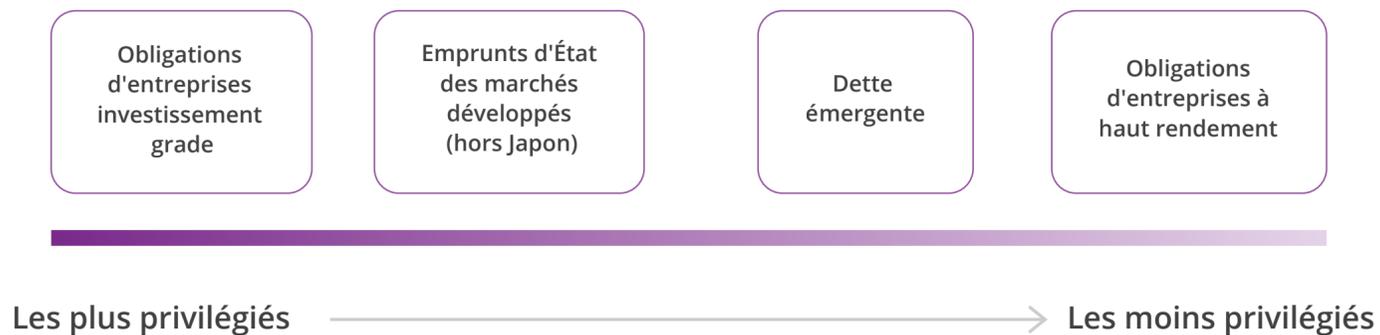
Une autre question pertinente se pose à présent : le rendement des bons du Trésor à 2 ans peut-il vraiment décrocher et s'orienter à la baisse en tant que moteur de la courbe des rendements, avec à la clé une pentification à partir de la partie courte ? C'est généralement ce qui se produit trois mois avant une réduction effective des taux. Nous y sommes presque, mais pas encore tout à fait.

## Performance d'une sélection de classes d'actifs obligataires



Source: Bloomberg, BIL au 14 décembre 2023

## Allocation aux obligations



*Nous abordons l'année avec une surpondération des obligations d'entreprises investment grade (IG), qui devraient bien se comporter étant donné que les fondamentaux des entreprises sont solides et que les murs d'échéances sont bien gérés.*

*Nous apprécions également les obligations d'État et sommes activement à l'affût de nouvelles occasions de verrouiller des niveaux de rendement attrayants.*

En 2024, il s'agira de grimper vers le sommet de la courbe de qualité : les touristes du rendement retourneront probablement dans leurs pénates, laissant l'univers du haut rendement aux spécialistes et aux preneurs de risque professionnels. Par ailleurs, nous pensons que les allocations aux obligations « Investment Grade » et aux emprunts d'État de qualité augmenteront, car ceux-ci étaient, et redeviendront, la pierre angulaire d'un portefeuille bien construit.

**Ainsi, nous abordons l'année avec une surpondération des obligations d'entreprises investment grade (IG),** qui devraient bien se comporter étant donné que les fondamentaux des entreprises sont solides (les entreprises IG de l'UE et des États-Unis affichent des bilans solides) et que les murs d'échéances sont bien gérés (les entreprises les ont repoussés de manière [pro]active). Dès lors que les émetteurs considèrent les taux actuels comme onéreux, les nouvelles émissions pourraient être reportées. Une offre réduite d'obligations IG (Investment Grade) devrait être conjuguée à une demande substantielle de la part des investisseurs, ce qui crée un contexte technique favorable. S'il est possible que les spreads s'élargissent légèrement sous l'effet des craintes de ralentissement de la croissance, le portage supplémentaire pourrait bien l'emporter sur ce facteur pour les instruments IG de qualité.

**Nous apprécions également les obligations d'État et sommes activement à l'affût de nouvelles occasions de verrouiller des niveaux de rendement attrayants.** L'exception est évidemment le Japon, où nous nous attendons à ce que la Banque du Japon normalise sa politique de taux d'intérêt, ce qui se traduira par des taux plus élevés (et des rendements négatifs). Si les investisseurs adorent les objectifs, qu'il s'agisse des rendements obligataires ou des cours des actions, pour nous, la direction que prennent les rendements obligataires est plus importante qu'une destination précise. Pour ceux qui recherchent un point d'ancrage, nous envisageons le 10 ans américain à 3,75 % d'ici la fin de l'année 2024, et le Bund à 10 ans autour de 2,0 %. Pour les deux régions, nous prévoyons des performances positives, mais aussi des épisodes de volatilité en début d'année, car les attentes des marchés en matière de réduction des taux se heurteront à la rhétorique des banques centrales sur la lutte contre l'inflation.

*Il ne faut pas oublier que ces rendements sont passagers. Une fois que les banques centrales auront commencé à abaisser leurs taux, les investisseurs ne pourront plus réinvestir dans les mêmes conditions avantageuses.*

Les investisseurs tenteront également de déterminer la juste valeur du rendement des bons du Trésor à 10 ans. Pour nous, elle se situe autour de 3,75 % (en partant du principe que le taux des fonds atteindra 3 % à long terme, plus une courbe de 75 pb). Le Bund allemand à 10 ans devrait connaître des fluctuations marquées en 2024, mais les taux à long terme ne devraient guère s'éloigner des niveaux actuels. Ces deux objectifs reposent sur l'hypothèse que rien ne se brise au sein du système.

**Nous sommes prudents vis-à-vis des obligations à haut rendement (HR)**, dans l'attente d'une certaine décompression entre les spreads IG et HR et compte tenu des perspectives économiques incertaines qui nous obligent à privilégier l'extrémité supérieure de la courbe de qualité. Lorsque nous sommes exposés au haut rendement, nous préférons les émetteurs américains. La nouvelle attitude accommodante de la Fed et la fin anticipée de son cycle de taux d'intérêt devraient représenter une bouffée d'oxygène pour les entreprises qui cherchent désespérément à refinancer leurs encours d'obligations.

**Nous sommes quelque peu réticents à l'égard de la dette des marchés émergents**, car nous pensons que les taux élevés sur les marchés développés entameront probablement l'intérêt des investisseurs pour cette classe d'actifs. Au niveau de l'indice, le rendement offert par la dette souveraine des marchés émergents (en devise locale) est presque identique à celui des bons du Trésor américain. Les obligations des marchés émergents en devise forte présentent toujours un avantage significatif par rapport aux obligations souveraines des marchés développés, mais les facteurs techniques sont défavorables. Les fonds d'obligations des marchés émergents en devise forte ont essuyé des sorties de capitaux, car les rendements des bons du Trésor américain et des obligations d'entreprises sont redevenus attrayants. Dans l'ensemble, nous tablons effectivement sur un rendement positif l'année prochaine pour la dette des marchés émergents en devise forte, mais il n'est pas certain que cette classe d'actifs puisse surperformer les bons du Trésor et le crédit américains.

Nous préférons actuellement la dette privée américaine notée BBB aux obligations des marchés émergents libellées en devise forte. Ces deux segments ont affiché des corrélations historiques importantes, mais avec le virage conciliant opéré par la Fed, la probabilité accrue d'un atterrissage en douceur crée un environnement propice au crédit américain. Les devises des marchés émergents pourraient également bénéficier d'une Fed plus accommodante. Alors que l'on s'attendait à ce que la Fed maintienne ses taux à des niveaux plus élevés pendant une période prolongée, sa dernière communication pourrait la placer en tête dans la course aux baisses des taux parmi les marchés développés, avec à la clé une certaine fragilité du dollar. Étant entendu, évidemment, que l'économie mondiale parvienne à échapper à une grave récession.

*... et des miroirs où l'on se voyait depuis les pieds jusqu'à la tête, et dont les bordures, les unes de glace, les autres d'argent et de vermeil doré... Charles Perrault, La Barbe bleue*

En ce qui concerne la **duration**, cela fait quelques années que le volet court est plus avantageux. La courbe de rendement était (et reste) inversée, de sorte que les investissements à duration courte protégeaient les investisseurs des pertes et de la volatilité à l'extrémité la plus longue de la courbe, tout en offrant un rendement plus confortable au moment de l'achat.

Cette inversion est toujours d'actualité aujourd'hui, et les investisseurs ne sont donc pas en mesure de profiter de la « prime de terme » en s'aventurant plus loin sur la courbe. Nombre d'entre eux se contentent ainsi d'investir dans des obligations ou des instruments du marché monétaire à court terme, en raison du rendement élevé de la trésorerie qu'ils en retirent. Mais il ne faut pas oublier que ces rendements sont passagers. Une fois que les banques centrales auront commencé à abaisser leurs taux, les investisseurs ne pourront plus réinvestir dans les mêmes conditions avantageuses. Nous avons progressivement augmenté la durée en prévision de cette évolution, afin de verrouiller des rendements plus attractifs. Si les marchés tempèrent leur enthousiasme à l'égard des baisses de taux, nous pourrions profiter de cette faiblesse pour renforcer encore la durée. En fin de compte, si les rendements obligataires diminuent, la durée peut agir comme un turbo pour la performance des portefeuilles obligataires détenant des obligations à plus long terme.



# OR

## SOUS-PONDÉRATION TACTIQUE – OPINION POSITIVE À LONG TERME

*« Voilà », lui dit-il, « les clefs des deux grands garde-meubles ; voilà celles de la vaisselle d'or et d'argent, qui ne sert pas tous les jours ; voilà celles de mes coffres-forts où est mon or et mon argent ; celles des cassettes où sont mes pierreries. »*  
Charles Perrault, *La Barbe bleue*

Les décisions de la Fed en matière de taux d'intérêt dicteront la trajectoire de l'or, dont les prix sont étroitement liés aux rendements obligataires. En dépit des tensions persistantes au Moyen-Orient, les anticipations de baisse des taux sont clairement le principal facteur d'évolution du prix de l'or. Si les marchés tempèrent leur opinion vis-à-vis des baisses de taux et reviennent à un assouplissement attendu conforme aux niveaux du graphique à points de la Fed, alors nous pourrions assister à une consolidation du prix de l'or à court terme. Toutefois, à plus long terme, nous adoptons une opinion largement optimiste, notant qu'au cours des trois derniers cycles de baisse des taux de la Fed, l'or s'est renchéri en moyenne de 4 % au cours des six mois précédant la première baisse avant d'augmenter à nouveau de 15 % au cours des six mois suivants. L'histoire, bien sûr, ne se répète jamais, mais elle a tendance à rimer.

# PÉTROLE

## POSITION NEUTRE

Selon nos prévisions, le marché pétrolier sera excédentaire au premier semestre 2024, dans un contexte de ralentissement spectaculaire de la croissance de la demande, à mesure que le rebond post-pandémique se dissipera et que l'utilisation de l'énergie deviendra plus efficace. La trajectoire des prix du pétrole sera toutefois largement influencée par la politique de production de l'OPEP et la discipline qu'elle s'impose. En 2023, l'Arabie saoudite et la Russie ont toutes deux respecté leur engagement à réduire leur production de 1,3 million de barils par jour, ce qui a surpris le marché étant donné que les précédentes annonces de réduction des quotas n'avaient été appliquées qu'à moitié.

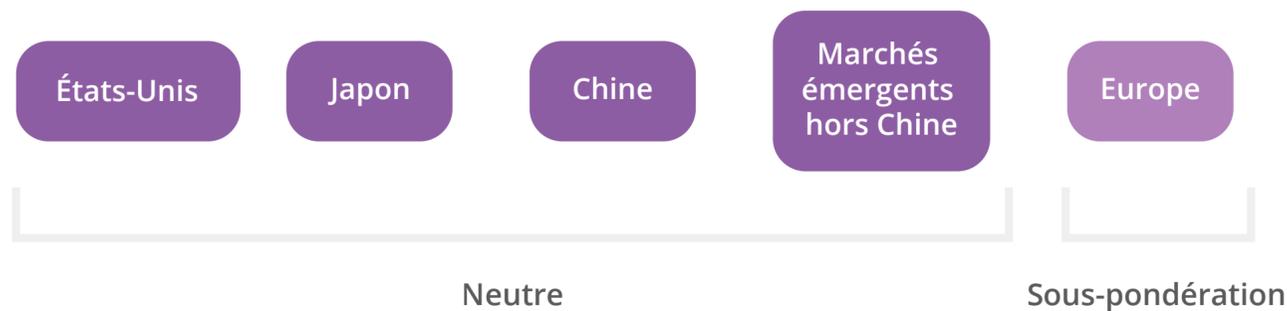
Huit producteurs de l'OPEP+ ont déjà annoncé des réductions de production de 2,2 millions de barils par jour pour le premier trimestre 2024. Cela n'a guère contribué à stabiliser les prix jusqu'à présent, et il est possible que le ralentissement de la demande et la résilience de l'offre hors OPEP (en particulier aux États-Unis) obligent l'OPEP+ à se serrer encore plus la ceinture.

Le conflit qui fait rage au Moyen-Orient ajoute une nouvelle strate d'incertitude. S'il devait s'étendre, des pressions à la hausse s'exerceraient probablement sur le prix du pétrole. Dans l'intervalle, les inquiétudes au sujet de la demande restent prédominantes dans un contexte de ralentissement de la croissance.



# ACTIONS

## Actions : Répartition géographique



Source: Bloomberg, BIL au 14 décembre 2023

*En 2024, alors que les banques centrales semblent en avoir fini avec les hausses de taux, les performances en termes de bénéfices auront la priorité.*

En 2023, les actions ont été prises en otage par les mouvements des rendements, lesquels oscillaient au gré des attentes d'un « pivot accommodant » et celles quant à des « taux plus élevés pendant une période prolongée ». En 2024, alors que les banques centrales semblent en avoir fini avec les hausses de taux, **les performances en termes de bénéfices** auront la priorité. Dans un contexte de ralentissement de la croissance, il pourrait être plus difficile pour les entreprises de répondre aux attentes actuelles, qui restent assez optimistes au niveau de l'indice. Quoi qu'il en soit, la **confiance** est le facteur déterminant pour les marchés à court terme. Tant que le marché est convaincu que les bénéfices augmenteront et que les estimations atteindront bientôt leur niveau plancher, les actions pourraient continuer à progresser.

Plutôt que d'aller à l'encontre du marché, nous abordons 2024 selon une approche bottom-up, en nous concentrant sur les entreprises présentant un solide argumentaire d'investissement, plutôt que de nourrir une forte conviction à l'égard d'une région ou d'un secteur en particulier. Autrement dit, la qualité joue un rôle clé dans notre processus de sélection des titres, l'accent étant mis sur les entreprises qui affichent des bilans robustes et des bénéfices relativement stables.

En termes de sélection des secteurs, nous appliquons une stratégie de type « barbell ». Il s'agit de trouver l'équilibre entre une position optimiste sur les technologies de l'information (un secteur plus agressif soutenu par les attentes d'une reprise des équipements, tels que les smartphones ou PC, ainsi que par le développement continu de la sphère des logiciels en nuage, sous l'impulsion de l'IA) et des positions plus défensives, à savoir les services aux collectivités et la consommation de base. La récente baisse des taux d'intérêt du marché renforce l'attrait des sociétés défensives qui versent des dividendes élevés et disposent de flux de trésorerie disponible stables.

*La confiance est le facteur déterminant pour les marchés à court terme.*

*Les prévisions de croissance des bénéfiques pour l'ensemble de l'année 2024 sont stables sur l'année écoulée, s'éloignant à peine de la barre des 11 %.*

*En ce qui concerne l'Europe, nous pensons que le ralentissement macroéconomique imminent nécessite une sous-pondération. Les estimations de bénéfiques sur l'ensemble de l'année n'ont pas démontré la même stabilité qu'aux États-Unis, avec une dégradation progressive tout au long de l'année 2023, pour atteindre 6 % aujourd'hui.*

Nous complétons par ailleurs ces positions avec une couverture géopolitique : l'énergie. Lorsque les prix du pétrole augmentent, les rendements obligataires progressent eux aussi en raison des craintes d'inflation. Cette situation ne profite ni aux investisseurs en obligations ni aux investisseurs boursiers, les actions du secteur de l'énergie étant les seules véritables gagnantes. Notons que 183 conflits régionaux et locaux étaient en cours en 2023, soit le nombre le plus élevé depuis trente ans.<sup>5</sup>

## ACTIONS : RÉGIONS

Oxford University Press vient d'annoncer que le « mot de l'année 2023 » était « rizz », un terme familier qui signifie charisme ou attrait ; ainsi, pour résumer joliment nos points de vue régionaux, nous pouvons dire qu'à nos yeux, les États-Unis restent la région qui a le plus de rizz. Ils ont en effet enregistré une croissance supérieure aux prévisions ces dernières années, tandis que les mesures de relance budgétaire délivrées via la loi sur la réduction de l'inflation et la loi CHIPS favorisent les investissements dans les infrastructures et le développement de nouvelles technologies.

Avec un consensus tablant sur un atterrissage en douceur de l'économie américaine, les prévisions de croissance des bénéfiques pour l'ensemble de l'année 2024 sont stables sur l'année écoulée, s'éloignant à peine de la barre des 11 %, même si l'essentiel de cette croissance devrait intervenir en fin d'année, sous l'effet des baisses de taux de la Fed et de la dissipation de l'inflation, qui soutiendront les fondamentaux dans la plupart des secteurs. La marge opérationnelle consensuelle des entreprises du S&P 500 – un important indicateur avancé de l'orientation du cours des actions – semble avoir atteint un plancher, tout du moins à court terme, qui pourrait apporter du soutien aux actions s'il se confirme. Ajoutons que les bénéfiques pourraient également surprendre à la hausse si l'on tient compte des **rachats d'actions** : rien que l'année prochaine, les sept plus grandes entreprises américaines devraient racheter pour 190 milliards de dollars d'actions.

Compte tenu de ce qui précède, les investisseurs pourraient se demander pourquoi nous n'avons pas davantage surpondéré les États-Unis. La raison est la suivante : l'attrait même du marché boursier américain, avec son économie résiliente et ses « Sept Magnifiques », a fait grimper les valorisations. Si la confiance et les facteurs techniques dominant encore à court terme, 2024 pourrait être l'année de la dissipation du rizz, les investisseurs revenant à l'essentiel et se tournant vers les actions européennes pour les valorisations avantageuses qu'elles proposent.

La vigueur du dollar est un autre facteur à prendre en compte. Un dollar plus fort réduit la valeur équivalente en dollars du rendement d'une action non américaine, ce qui incite les investisseurs américains à rester « à domicile ». Si la timide tendance baissière actuelle du dollar se confirme, d'autres régions pourraient surpasser les États-Unis en 2024.

Enfin, une dernière raison incitant à ne pas tout miser sur le marché boursier américain est la possibilité de tensions géopolitiques. Ces tensions représentent un risque plus important pour les valeurs technologiques qui font la pluie et le beau temps sur le marché américain depuis une dizaine d'années (à l'exception de 2022). Non seulement les technologies sont le secteur le plus exposé à l'étranger, mais leurs chaînes d'approvisionnement sont également vulnérables en cas d'escalade des tensions géopolitiques.

En ce qui concerne l'Europe, nous pensons que le ralentissement macroéconomique imminent nécessite une sous-pondération. **Les estimations de bénéfiques sur l'ensemble de l'année** n'ont pas démontré la même stabilité qu'aux États-Unis, avec une dégradation progressive tout au long de l'année 2023, pour atteindre 6 % aujourd'hui. Ces attentes semblent encore élevées si l'on tient compte des prévisions peu encourageantes des

entreprises. Toutefois, même si les bénéfiques ressortent en dessous des prévisions du consensus, les actions européennes pourraient garder leur sang-froid tant qu'une récession plus grave et plus prononcée est évitée.

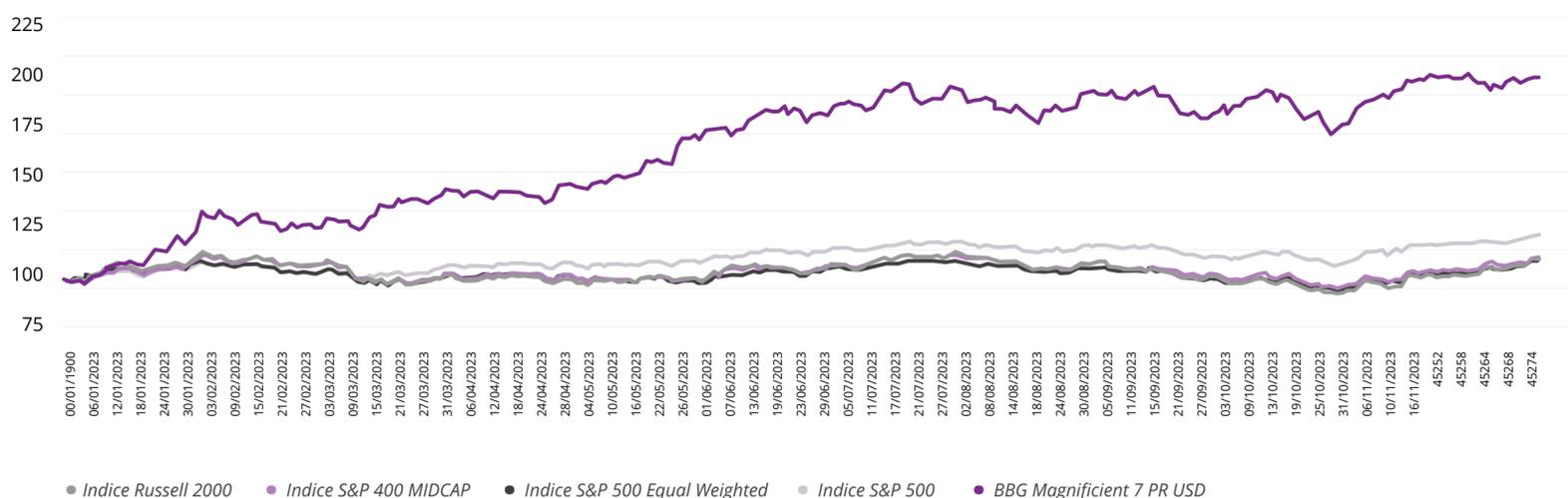
Une exposition neutre aux actions chinoises (même si cette position ne représente qu'une petite partie de notre portefeuille global) peut être perçue comme un pari risqué. L'économie est encore en phase de redressement et le rétablissement complet de la confiance des investisseurs prendra du temps. En outre, si Donald Trump remporte les élections (il conserve une avance considérable dans les premiers sondages réalisés tant au niveau national que dans les États), il est possible que la politique des États-Unis à l'égard de la Chine se durcisse. Néanmoins, les valorisations sont attrayantes dans différents secteurs, et nous ne voulons pas nous retirer complètement du marché, anticipant qu'une aide gouvernementale majeure pourrait changer la donne l'année prochaine. Des mesures favorables inattendues pourraient également stimuler le potentiel de hausse. Pour le marché des actions A, il sera difficile de profiter de ces phénomènes a posteriori, étant donné que les rotations thématiques sont en moyenne beaucoup plus rapides et plus spéculatives.

## ACTIONS : REMARQUE SUR LE STYLE

*Au cours de l'année écoulée, les gains des actions ont été largement alimentés par le rebond des valeurs technologiques et liées à l'IA. Les plus-values du S&P 500 ont été portées par les « Sept Magnifiques ».*

Au cours de l'année écoulée, les gains des actions ont été largement alimentés par le rebond des valeurs technologiques et liées à l'IA. Les plus-values du S&P 500 ont été portées par les « Sept Magnifiques » (Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia, Tesla, Alphabet, Meta) ; au cours des douze derniers mois, le reste des titres du S&P 500 (familièrement appelé le S&P 493) a en fait ponctuellement amputé la performance. À l'aube de 2024, les États-Unis demeurent un marché à deux vitesses, avec un risque de concentration manifeste.

**Indices boursiers américains, 2023, rebasés**



Source: Bloomberg, BIL

Les petites capitalisations ont été distancées par le S&P 500, car elles souffrent davantage du coût élevé de la dette et sont plus exposées au cycle des taux que leurs homologues de plus grande taille. L'histoire démontre que les petites capitalisations américaines ont tendance à surperformer le marché dans son ensemble entre la dernière hausse des taux de la Fed et la première baisse. Dans le même temps, elles bénéficient actuellement d'un énorme avantage en termes de valorisation : elles sont bien meilleur marché.

Dans l'hypothèse d'un atterrissage en douceur, la vigueur des actions américaines devrait se généraliser au fil de l'année et nous pourrions nous intéresser de plus près aux petites et moyennes capitalisations.

## ACTIONS : MÉGATENDANCES

D'un point de vue plus stratégique, les investisseurs ne devraient pas ignorer les mégatendances qui refaçonnent le monde qui nous entoure : numérisation, transition durable et innovation en matière de santé.

Bien que ces thématiques ne soient pas totalement insensibles aux aléas du cycle économique, comme en témoigne la sous-performance du secteur des énergies renouvelables en 2023, nous pensons que leur pertinence continuera de croître sur le long terme et qu'elles pourraient contribuer de manière significative aux rendements des portefeuilles, si l'exposition est soigneusement gérée, ajustée et allégée si nécessaire.

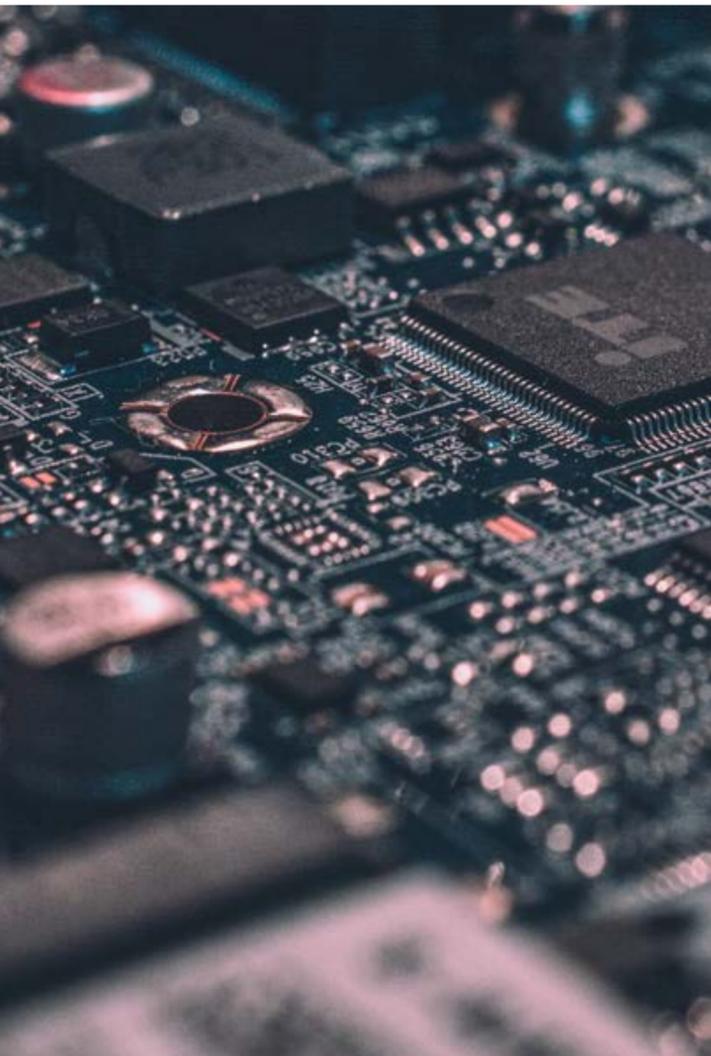
## NUMÉRISATION, BIG DATA ET RÉVOLUTION DE L'IA

La première grande tendance que nous intégrons dans la construction de nos portefeuilles est l'évolution en cours vers une société numérique. Nous entrons très rapidement dans l'ère du « tout intelligent » – celle d'un monde plus intelligent et plus connecté, placé sous le signe de l'intelligence artificielle (IA), de la communication de machine à machine, de l'Internet des objets ainsi que de la réalité virtuelle et augmentée.

L'année dernière, l'IA est entrée dans notre quotidien grâce au déploiement de ChatGPT. Elle est depuis montée en puissance, avec l'arrivée sur le marché d'autres concurrents, comme Google, qui a lancé son outil Gemini AI en décembre. Entre 2023 et 2030, le taux de croissance annuel escompté de l'IA s'établit à 37,7 %, et 64 % des entreprises s'attendent actuellement à ce que l'IA augmente leur productivité.<sup>6</sup>

L'éventail des applications créatives et innovantes de l'IA est considérable, car les grands modèles de langage se développent pour devenir multimodaux, ce qui signifie qu'ils peuvent généraliser, comprendre et opérer sur différents types d'informations, notamment le texte, le code, l'audio, l'image et la vidéo.

L'un des domaines où l'IA offre un potentiel exceptionnel est le traitement des données volumineuses (le « big data »), ce qui nous permet de puiser dans des réserves inestimables d'informations jusqu'à présent inexploitées. Nous ne manquons pas de données, mais si celles-ci ne sont pas structurées, c'est le chaos. Le formatage des données, ou Data Wrangling (la transformation d'informations brutes et non structurées en données structurées), vise essentiellement à transformer ce chaos en une version claire. Jusqu'à présent, ce processus était fastidieux et prenait du temps. L'automatisation et l'IA changent la donne, en rationalisant le processus, en réduisant le besoin d'intervention manuelle et en améliorant la qualité des données.



Les applications potentielles pour ces données, toujours avec l'aide de l'IA pour détecter les pépites et les modèles cachés, sont innombrables. L'une des plus évidentes pourrait être l'utilisation des données des consommateurs afin de mieux comprendre leurs motivations, leurs préférences et leurs habitudes, et leur proposer un meilleur service que celui des concurrents. Il ne s'agit toutefois que de la partie émergée de l'iceberg. Les données sont partout autour de nous, et l'utilisation de l'IA pour collecter, trier et utiliser ces informations se traduira par des gains d'efficacité dans presque tous les segments de l'économie. Pour illustrer ce propos, prenons un exemple moins évident : le travail de fonte de la neige en hiver.



Aux États-Unis, un seul jour de neige peut coûter des milliards de dollars en salaires et en ventes au détail perdus. Les agences nationales et locales dépensent environ 2,3 milliards de dollars chaque année pour le déneigement et le salage des routes, tandis que la corrosion des véhicules et des infrastructures par le sel de déneigement coûte quelque 5 milliards de dollars par an. Par ailleurs, lorsque la neige fond, le sel risque de s'écouler dans les réserves d'eau douce, ce qui présente de graves risques pour la santé. En utilisant les informations collectées par des capteurs intelligents et la technologie de l'Internet des objets, les outils d'IA peuvent créer des itinéraires de précision pour les chasse-neige intelligents, sur la base de données en direct, qui réduisent le temps de déneigement et ne répandent du sel que là où c'est absolument nécessaire et dans des quantités bien précises.

Il semble que nous soyons à l'aube d'une nouvelle ruée vers l'or qui implique la récolte, le traitement et la capitalisation des vastes quantités de données que nous avons à portée de main.

Ce qui est intéressant dans cette analogie, c'est que c'est à partir de l'initiale ruée vers l'or en Californie au XIXe siècle qu'a été élaborée la stratégie d'investissement « pick-and-shovel » (stratégie de la pelle et la pioche), qui consiste à acheter des actions d'entreprises spécialisées dans les outils ou les services qu'un secteur utilise pour fabriquer un produit. Les acteurs les plus évidents de l'IA se sont considérablement redressés tout au long de 2023 et font également l'objet d'une surveillance réglementaire croissante (par exemple, l'autorité britannique de régulation de la concurrence examine actuellement les relations entre Microsoft et OpenAI). Dès lors, il nous paraît préférable de nous concentrer sur les moyennes capitalisations et les facilitateurs de la révolution de l'IA, par exemple ceux qui créent des réseaux 5G et des infrastructures basées sur le cloud.

En effet, les dépenses supplémentaires consacrées aux projets d'IA générative seront probablement l'un des principaux catalyseurs du rebond des taux de croissance des infrastructures en nuage en 2024. Par la suite, nous prévoyons également une expansion de l'infrastructure en nuage sous forme de service, motivée par la nécessité pour les entreprises d'innover et de transférer davantage de charges de travail vers le cloud public.

Le matériel est un autre domaine qui mérite d'être pris en considération. Pour nos analystes, le secteur mondial du matériel et du stockage informatiques se trouve au début d'un cycle de croissance des bénéfices, dans la mesure où les marchés clés (serveurs, stockage, PC et smartphones) sont appelés à croître en 2024, après avoir atteint un creux en 2023.

Le revers de la médaille d'une société nouvelle, plus intelligente et axée sur les données, c'est qu'une grande partie de nos données personnelles seront désormais en ligne. Cette situation, ainsi que le nombre croissant de cyberattaques, rend les systèmes de défense numérique améliorés de plus en plus indispensables pour les particuliers, les entreprises et les gouvernements. La cybersécurité est donc un sous-thème important que nous incluons dans la construction de notre portefeuille depuis un certain temps déjà. Cette thématique bénéficiera des effets bénéfiques de la réglementation, les gouvernements renforçant leurs exigences en matière de sécurité en ligne.

Dès le mois de novembre, le premier projet de loi sur la cyberrésilience de l'Union européenne (Cyber Resilience Act, ou CRA) a été adopté. Premier règlement de ce type, la CRA vise à imposer de nouvelles exigences en matière de cybersécurité. Les fabricants, les importateurs et même les distributeurs de produits comportant des éléments numériques – en d'autres termes, tout ce qui est muni d'une puce électronique – seront tenus de prendre un certain nombre de mesures de sécurité rigoureuses.



## TRANSITION DURABLE

La nécessité d'abandonner les combustibles fossiles se fait de plus en plus pressante, les émissions de carbone étant considérées comme une des principales causes du réchauffement de la planète. Selon le service Copernicus Climate Change, le mois de novembre 2023 a été le plus chaud jamais enregistré. Il en va de même pour juillet, août, septembre et octobre de cette année, ponctuée par plusieurs événements météorologiques violents.

Même si la transition ne se fera pas toujours sans heurts, nous pensons qu'en fin de compte, nous approchons du début de la fin pour les combustibles fossiles. Selon l'AIE, la demande de pétrole, de gaz naturel et de charbon devrait atteindre son apogée avant 2030, et il est clair que la dynamique en faveur de l'économie des énergies propres s'accélère.

Les énergies renouvelables, notamment solaire, éolienne et hydraulique, ainsi que les biocarburants, sont au cœur de la transition vers des systèmes énergétiques à moindre intensité de carbone et plus durables. Les capacités de production ont augmenté rapidement ces dernières années, grâce au soutien des pouvoirs publics et à la forte baisse des coûts de l'énergie solaire photovoltaïque et de l'énergie éolienne en particulier.

Après l'éclatement de la bulle l'année dernière, la croissance à long terme des énergies renouvelables se poursuit. À court terme, les tendances favorables s'accumulent : les perturbations de la chaîne d'approvisionnement s'atténuent et les gouvernements apportent leur soutien. Il suffit de penser au programme d'action de la Commission européenne en faveur de l'énergie éolienne (European Wind Power Action Plan), annoncé en octobre, qui vise à augmenter de manière significative la capacité éolienne installée et à améliorer l'accès des entreprises au financement.

Il est important de noter qu'un environnement de taux d'intérêt plus accommodant soulagera une grande partie des pressions que le secteur a subies ces douze derniers mois.

## INNOVATION EN MATIÈRE DE SANTÉ

*L'avènement de l'IA, du big data et de l'informatique dans le domaine des biotechnologies offre d'innombrables opportunités en matière de santé, favorisant notamment l'émergence d'une médecine non plus généraliste, mais de précision et prédictive.*

L'avènement de l'IA, du big data et de l'informatique dans le domaine des biotechnologies offre d'innombrables opportunités en matière de santé, favorisant notamment l'émergence d'une médecine non plus généraliste, mais de précision et prédictive.

Divers processus sont sur le point de connaître des bouleversements positifs. Par exemple, la mise au point de médicaments, un processus qui exige beaucoup de temps et de ressources et qui peut durer des années, devrait être accélérée, les entreprises pharmaceutiques s'appuyant sur des plateformes qui utilisent l'apprentissage automatique et la chimie numérique pour passer au crible de vastes ensembles de données et prédire les propriétés de médicaments potentiels.

En parallèle, le secteur continue de bénéficier de facteurs favorables à long terme : l'augmentation de la population mondiale, le vieillissement de la population et la prise en compte croissante des questions de santé.

Les investisseurs qui cherchent à s'exposer aux soins de santé doivent toutefois faire attention à l'impact des sémaglutides sur leurs choix d'investissement. Cette nouvelle catégorie de médicaments antidiabétiques entraînerait une perte de poids moyenne de 15 à 20 % chez les patients obèses, tout en protégeant apparemment le cœur, le foie et les reins, organes souvent mis à rude épreuve par le surpoids. Les prescriptions ont augmenté de quelque 300 % aux États-Unis depuis 2020 et leur popularité croissante menace de perturber divers secteurs, de la restauration rapide à l'assurance en passant par la santé et la remise en forme. Les analystes du secteur de la santé estiment que le marché des maladies cardiovasculaires, d'une valeur de 250 milliards de dollars, pourrait être réduit de 10 % d'ici à 2050, et que des centaines de milliards de dollars d'activités supplémentaires dans le domaine des traitements du diabète, des maladies rénales et hépatiques et d'autres maladies liées au poids pourraient également être affectés.<sup>7</sup>

Au-delà du thème plus large de la biotechnologie, le domaine sur lequel nous nous concentrons actuellement est l'oncologie. Malgré les améliorations récentes, le cancer fait malheureusement encore trop de victimes. Le bon côté des choses, c'est que nous constatons un regain de dynamisme dans le domaine de l'innovation (nouveaux médicaments) et de la connaissance (méthodes de diagnostic). De meilleurs diagnostics et traitements sont à venir et, même si les résultats les plus importants se traduiront en termes de vies sauvées, les entreprises à l'origine de ces percées présentent un potentiel de rendement intéressant.

## ACTIFS NON COTÉS

Les marchés des actifs non cotés offrent aux investisseurs des possibilités de diversification dans la mesure où les rendements proposés sont très souvent décorrélés des fluctuations des prix sur les marchés publics.

Sur le marché du capital-investissement, les valorisations ont considérablement diminué, ce qui ouvre des perspectives, en particulier sur le marché secondaire. Nous pensons que les gérants d'actifs de plus grande taille, qui ont fait leurs preuves dans différents cycles de marché, sont les mieux placés pour tirer parti de ces conditions. Nous apprécions particulièrement les secteurs thématiques à croissance séculaire qui bénéficient des soutiens plus larges du marché, tels que les infrastructures et les énergies renouvelables (qui reçoivent un coup de pouce important grâce à la loi sur la réduction de l'inflation) ainsi que la numérisation (en particulier la cybersécurité).

Nous sommes prudents en ce qui concerne l'immobilier, dès lors que certains sous-secteurs devraient présenter une fragilité persistante.

S'agissant de la dette non cotée, nous sommes peut-être à l'aube d'une « année dorée » pour les nouveaux millésimes. Avec des taux d'intérêt beaucoup plus élevés et des capitaux plus rares, les fournisseurs de dette privée peuvent combler le vide laissé par les prêteurs traditionnels, tout en facturant des frais d'origination plus importants et en appliquant des planchers plus rigoureux. Les prêteurs non bancaires disposant d'un capital suffisant à déployer pourraient bientôt connaître leur heure de gloire, car ils peuvent créer des produits permettant d'apporter des solutions sans avoir à dépasser les limites en termes d'effet de levier, de solvabilité de l'emprunteur et de qualité des actifs.

En compensation d'une liquidité réduite, les investisseurs peuvent bénéficier de rendements stables et d'une prime de rendement. Ajoutons toutefois que les millésimes récents pourraient connaître des difficultés en période de ralentissement économique en l'absence d'une solide discipline en matière de souscription. Pour l'instant, les acteurs de la dette non cotée n'ont qu'une expérience limitée en matière de gestion des défauts.



# CONCLUSION

*« Je vois », répondit la soeur Anne, « une grosse poussière qui vient de ce côté-ci »...*  
*« Je vois », répondit-elle, « deux Cavaliers. »*

À l'aube de 2024, notons du côté des bonnes nouvelles l'évolution de l'inflation globale, qui se rapproche progressivement des objectifs fixés de part et d'autre de l'Atlantique. La Fed a déjà adopté une attitude accommodante, prévoyant des baisses de taux pour 2024. La BCE, toujours préoccupée par la croissance des salaires, s'est abstenue d'évoquer des réductions de taux pour l'instant, mais les marchés sont convaincus que le cycle de hausse est au moins terminé.

Le risque de relèvement de taux supplémentaire a certes reflué, mais l'impact des précédentes interventions sur l'économie réelle reste en grande partie à venir. Les perspectives macroéconomiques s'assombrissent ainsi de plus en plus et de nombreux indicateurs sont déjà passés au rouge, suggérant que l'atterrissage économique tant anticipé n'a été que retardé, à la manière des frères sur leur monture. La zone euro pourrait en effet déjà se trouver en récession, tandis que les États-Unis devraient connaître un net ralentissement, même s'ils parviennent à passer à côté d'une contraction.

Comment investir dans un tel contexte ?

La fin des cycles de hausse des taux des banques centrales est clairement un élément positif pour les marchés obligataires. Les rendements se situant désormais à des niveaux parmi les plus intéressants observés depuis des décennies, il s'agira en 2024 de gérer activement la duration afin de verrouiller les revenus. Nous préférons entreprendre cette démarche dans le segment investment grade, dont les entreprises affichent des bilans solides, tout en recherchant des opportunités parmi les emprunts d'État des marchés développés.

Les marchés d'actions sont eux aussi enthousiastes à l'idée d'une détente monétaire. Bien que nous ne veuillons pas combattre ce sentiment à court terme, nous agissons avec prudence, en adoptant une approche bottom-up et en nous concentrant sur les entreprises de qualité dotées d'un bilan solide et de bénéfices stables.

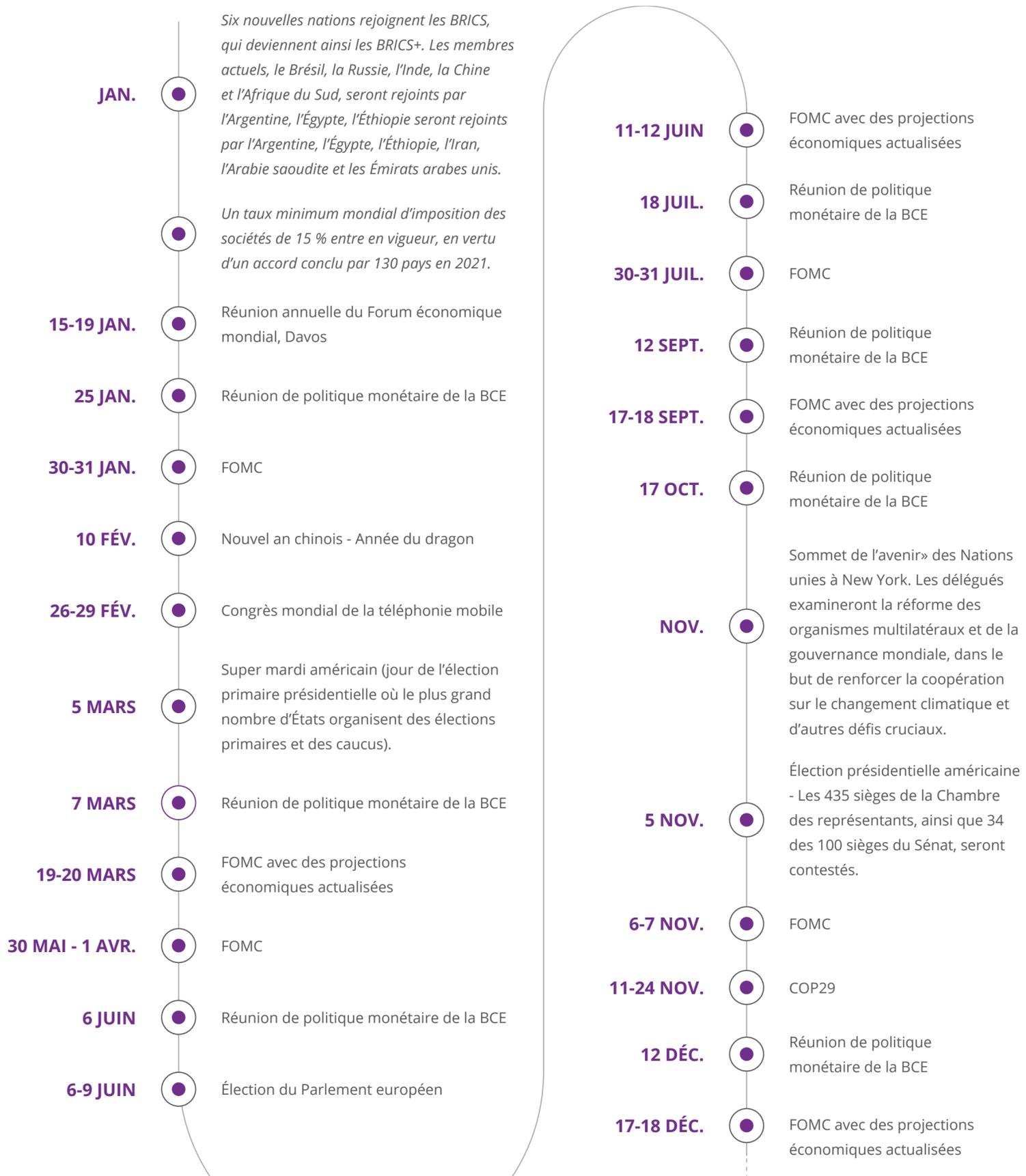
Pour l'instant, les marchés se portent bien, mais il ne faut pas oublier que l'impact des précédentes hausses de taux reste en grande partie à venir. Pour reprendre une dernière scène de notre conte de la Barbe bleue :

*« Ce n'était que promenades, que parties de chasse et de pêche, que danses et festins, que collations : on ne dormait point, et on passait toute la nuit à se faire des malices les uns aux autres ; enfin tout alla si bien, que la Cadette commença à trouver que le Maître du logis n'avait plus la barbe si bleue, et que c'était un fort honnête homme. »*

Il est possible de profiter de la reprise à court terme, mais les investisseurs ne doivent pas perdre de vue les fondamentaux, tout comme cette jeune fille qui a laissé sa perception du méchant être faussée par les bons moments.

# ANNEXE

## DATES IMPORTANTES



### RÉFÉRENCES :

→ Statista      → IMF      → GMK

# CONTRIBUTEURS



**Lionel De Broux**

GROUP CHIEF  
INVESTMENT OFFICER



**Jade Bajai**

MACRO STRATEGIST / INVESTMENT  
COMMUNICATION MANAGER



**Lieven De Witte**

HEAD OF RESEARCH



**Koen De Vos**

SENIOR EQUITY STRATEGIST

# DISCLAIMER

Toutes les données financières et/ou informations économiques figurant dans ce document (le « Document ») ; (les « Données » ou les « Données financières et/ou informations économiques ») sont fournies uniquement à titre d'information et ne font l'objet d'aucune garantie, y compris, mais sans s'y limiter, les garanties de valeur marchande, l'adéquation à un usage particulier ou les garanties et clauses de non-violation de brevets, de propriété intellectuelle ou de droits de propriété d'un tiers, et elles ne sont pas fournies à des fins de négociation. Banque Internationale à Luxembourg SA (la « Banque ») ne donne aucune garantie implicite ou explicite quant à la séquence, l'exactitude, l'adéquation, la légalité, l'exhaustivité, la fiabilité, l'utilité ou l'actualité des Données. Toutes les Données financières et/ou informations économiques fournies peuvent être différées ou contenir des erreurs ou des omissions. La présente notice légale s'applique à la fois aux utilisations individuelles et collectives des Données. Toutes les Données sont fournies en l'état. Aucune Donnée financière et/ou information économique contenue dans ce Document ne constitue une sollicitation, une offre, une opinion ou une recommandation, une garantie de résultat ni une sollicitation par la Banque à l'égard de la vente ou de l'achat des titres, produits et services qui y sont mentionnés ou encore une invitation à procéder à une quelconque forme d'investissement. Par ailleurs, aucune Donnée financière et/ou information économique contenue dans ce Document ne constitue un conseil ou un service juridique, fiscal, comptable, financier ou d'investissement concernant la rentabilité ou la pertinence d'un quelconque titre ou investissement. Ce Document n'a nullement pour objectif de prendre en considération les objectifs d'investissement, la situation financière ou les besoins spécifiques d'un investisseur donné. Il revient à l'investisseur de juger de la pertinence des Données contenues dans ce Document en fonction de sa situation financière ainsi que de ses besoins et objectifs personnels et de se faire conseiller par un professionnel indépendant avant de prendre une quelconque décision d'investissement sur la base desdites Données. Aucune décision d'investissement ne doit être prise uniquement sur la base de la lecture de ce document. Afin de lire et comprendre les Données financières et/ou informations économiques figurant dans ce document, vous devez posséder des connaissances et une expérience des marchés financiers. Dans le cas contraire, veuillez contacter votre responsable de relation. Ce Document est préparé par la Banque sur la base de données accessibles au

public et d'informations provenant de sources qu'elle estime fiables et précises, obtenues auprès de bourses de valeurs et de tiers. La Banque, en ce compris ses entités mères, filiales ou entités affiliées et ses agents, administrateurs, employés, représentants ou fournisseurs, ne pourra en aucun cas être tenue pour responsable, de manière directe ou indirecte d'une quelconque : inexactitude, erreur ou omission dans les Données financières et/ou informations économiques, y compris, sans s'y limiter, les données financières quel qu'en soit le motif ou pour toute prise de décision d'investissement, mesure prise ou non, qu'elle qu'en soit la nature, en s'appuyant sur les Données figurant dans les présentes, ni d'une quelconque perte ou d'un quelconque dommage (direct ou indirect, particulier ou consécutif) découlant de l'utilisation de ce Document ou de son contenu. Ce Document n'est valide qu'au moment de sa rédaction, sauf indication contraire. Toutes les Données financières et/ou informations économiques contenues dans les présentes peuvent également devenir rapidement obsolètes. Toutes les Données sont sujettes à modification sans notification préalable et peuvent ne pas être intégrées à une version ultérieure de ce Document. La Banque n'est pas tenue de mettre à jour ce Document en fonction de la disponibilité de nouvelles données, de la survenue de nouveaux événements et/ou d'autres évolutions. Avant de prendre une quelconque décision d'investissement, l'investisseur doit lire attentivement les modalités décrites dans la documentation afférente aux produits ou services spécifiques. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Les produits ou services décrits dans ce Document peuvent ne pas être disponibles dans tous les pays et être réservés à certaines personnes ou soumis à des restrictions dans certains pays. Aucune partie de ce Document ne peut être reproduite, distribuée, modifiée, associée à ou utilisée dans le cadre d'un quelconque objectif public ou commercial sans l'accord écrit préalable de la Banque. Les Données financières et/ou informations économiques contenues dans le présent Document ne sont en aucun cas destinées à être distribuées à ou utilisées par une quelconque personne ou entité d'une juridiction ou d'un pays dans lequel/laquelle une telle distribution ou utilisation serait contraire à la loi et/ou à la réglementation. Si vous avez obtenu ce Document d'une source autre que le site Internet de la Banque, veuillez noter que les documents électroniques peuvent être modifiés après leur distribution initiale.

**BANQUE  
INTERNATIONALE  
À LUXEMBOURG SA**

69 route d'Esch, L-2953 Luxembourg  
RCS Luxembourg B-6307

T. (+352) 4590-1  
F. (+352) 4590-2010

contact@bil.com  
www.bil.com