



PASCAL SITTLER/REA

Des opportunités dans toutes les classes d'actifs

Les experts réunis par *Valeurs actuelles* et *la Lettre de la Bourse* livrent leur stratégie d'investissement pour 2024 dans un contexte inflationniste plus favorable mais de croissance molle.

Propos recueillis par *la Lettre de la Bourse*

L'économie mondiale montre des signes de faiblesse. À quel type de ralentissement faut-il s'attendre en 2024 ?

Anne d'Anselme

Présidente de Cogefi Gestion

Nous privilégions plutôt le scénario de l'atterrissage en douceur avec un ralentissement qui viendrait des États-Unis, où la consommation a été très résiliente en 2023 et aura du mal à rester aussi vigoureuse l'an prochain. Il faut tenir

compte de la fin du moratoire sur les prêts étudiants et du niveau d'épargne désormais plus faible des ménages. Cela étant, il existe des forces de rappel importantes, notamment le salaire réel qui va progresser avec le reflux de l'inflation, et le taux de chômage toujours peu élevé.

Alexandre Hezez

Stratège du Groupe Richelieu

La question est surtout de savoir si la croissance ne sera finalement pas trop forte au point d'être reflationniste, ce

qui forcerait les banques centrales à maintenir une politique restrictive. La Chine pouvait difficilement agir tant que la Réserve fédérale augmentait ses taux sous peine de voir sa monnaie baisser. Mais l'accalmie sur les taux rendra peut-être possibles des plans de relance.

François-Xavier Chauchat

Économiste et stratège chez Dorval AM

À partir du moment où l'inflation est mieux contrôlée, la nécessité pour les banques centrales de faire ralentir fortement les économies devient moins justifiée. Cela devrait permettre d'éviter des risques économiques majeurs en 2024. Mais se pose la question du déséquilibre de la croissance mondiale. En Europe, nous devrions assister à un net redémarrage après le choc énergétique et le choc sur le pouvoir d'achat des ménages.

Régis Lefort

Cofondateur de Talence Gestion

Le ralentissement est déjà à l'œuvre depuis plusieurs mois sans provoquer la récession que beaucoup prédisaient. Cette situation va sans doute se prolonger sur les premiers mois de 2024 avant une reprise modérée. L'augmentation des salaires réels et le ralentissement de l'inflation devraient permettre aux ménages de retrouver du pouvoir d'achat.

ÉCONOMIE & ENTREPRISES

La forte remontée des taux d'intérêt a rebattu les cartes dans l'univers de l'investissement en remettant les placements obligataires et monétaires au goût du jour. Après six années de sous-performance, les valeurs moyennes pourraient prendre leur revanche en 2024 dans la perspective d'un assouplissement monétaire des banques centrales.

Raphaël Thuin

Directeur des stratégies de marchés de capitaux chez Tikehau Capital

Nous ne savons pas jusqu'où le ralentissement constaté en Europe, aux États-Unis et en Chine va nous mener. À travers les entreprises que nous finançons, nous observons de la prudence et de l'inquiétude. Certains secteurs comme l'immobilier sont à l'arrêt. La dynamique de refinancement reviendra en force en 2024 et risque de faire souffrir les économies et les marchés. Face à ce constat, le consensus nous paraît optimiste.

Roland de Demandolx

Président de Tiepolo

Nous ne sommes pas à l'abri d'une bonne surprise aux États-Unis, où l'on a trop tendance à sous-estimer la résilience du consommateur et la capacité d'adaptation des entreprises américaines. La Fed saura se montrer pragmatique et réactive. En Europe, la situation est plus complexe mais il ne faut pas exclure de bonnes surprises aussi, comme le PIB allemand au deuxième trimestre supérieur aux attentes, ou en Chine, où nous aurons dans quelques semaines le premier Nouvel An chinois 100 % postconfinement.

Les hausses des taux d'intérêt sont-elles bien finies ?

Roland de Demandolx

Selon toute vraisemblance, oui. Les contrats à terme aux États-Unis indiquent une probabilité de 55 % d'une baisse de taux de 25 points de base au premier trimestre, et en Europe, le mouvement pourrait suivre au deuxième trimestre. Le gouverneur de la Banque de France a récemment indiqué que la désinflation avait été plus rapide que prévu.

Raphaël Thuin

Le dernier kilomètre du combat contre l'inflation sera le plus difficile à gravir, avec en particulier des prix dans les services qui ont à peine amorcé leur décrue. Pourtant les marchés tablent sur des

baisses de taux de 100 points de base aux États-Unis et de 80 points en Europe en 2024. Cela n'est pas compatible avec le scénario d'une inflation résiliente.

Régis Lefort

La désinflation semble bien enclenchée en zone euro et l'on se rapproche de plus en plus de l'objectif de 2 % d'inflation. En toute logique, la Banque centrale européenne a atteint son pivot sur les taux mais elle attendra sans doute la Fed, mi-2024, pour commencer à les baisser.

François-Xavier Chauchat

La question est de savoir où l'on atterrit. Faut-il revenir aux niveaux d'avant la pandémie ou avons-nous une nouvelle normalité avec des taux situés quelque part autour de 2 ou 3 % ? Ce deuxième scénario me semble le plus probable.

Alexandre Hezez

La BCE se focalise sur sa cible d'inflation à 2 % et ne bougera pas tant que l'objectif ne sera pas atteint. Les banques centrales ont eu souvent tort depuis deux ans et ont peur de se tromper à nouveau. Elles doivent retrouver de la crédibilité. D'un point de vue économique, les banques centrales auraient surtout intérêt à baisser leurs taux en cas de grosse récession. Or, aux États-Unis, ce n'est pas le cas et les prix de l'immobilier ne baissent toujours pas, ni les loyers.

Anne d'Anselme

Il existe une grande divergence entre les attentes des marchés et les discours des banques centrales. Christine Lagarde

[présidente de la BCE] a indiqué qu'il n'était pas question de baisser les taux avant les deux premiers trimestres de 2024. Nous allons par ailleurs connaître un effet de base plus compliqué sur les prochains mois avec un risque de regain de hausse des prix susceptible de retarder le mouvement de détente monétaire.

Dans quelle mesure les entreprises peuvent-elles encore améliorer leurs résultats ?

Anne d'Anselme

Il est probable que les marges des entreprises ont atteint un pic. Les sociétés ont été capables d'augmenter leurs prix ces deux dernières années pour faire face à l'inflation. Mais avec la contrainte du pouvoir d'achat, cette capacité sera mise à mal et les programmes de réduction de coûts touchent leurs limites. Il ne faut cependant pas sous-estimer l'impact de l'intelligence artificielle sur la profitabilité de certaines entreprises.

Alexandre Hezez

Traditionnellement, les attentes de bénéfices sont toujours trop élevées en début d'année et font l'objet d'ajustements par la suite sans pour autant nuire aux marchés. Attention à l'effet ciseau avec la désinflation et la hausse des salaires. Il faut tenir compte en revanche de l'impact des rachats d'actions qui exercent un effet positif sur les bénéfices par action.

François-Xavier Chauchat

En 2022, les entreprises ont augmenté les prix davantage que la hausse de leurs coûts, ce qui a conduit à une inflation des profits. Ce phénomène est en train de disparaître. Le grand défi des prochaines années réside dans la difficulté à gérer la pression salariale et à réaliser des gains de productivité.

Régis Lefort

Les hausses de prix sont plus difficiles à passer et les salaires continuent d'augmenter, tout comme les frais financiers →

LES MARCHÉS PARIENT SUR UNE BAISSSE DES TAUX DES BANQUES CENTRALES DÈS LE PREMIER TRIMESTRE 2024.



Anne d'Anselme
Présidente
de Cogefi Gestion



Roland de Demandolx
Président
de Tiepolo



Raphaël Thuin
Directeur des stratégies de marchés
de capitaux chez Tikehau Capital

pour les sociétés endettées. Seules l'énergie et certaines matières premières sont orientées à la baisse. Le niveau de rentabilité record va forcément baisser en 2024.

Raphaël Thuin

Entre le pic de 2007 et le pic suivant de 2019, les bénéfiques par action en Europe n'ont progressé que de 2 % alors que, de 2019 à 2023, ils ont bondi de 51 %. Aujourd'hui les marges évoluent autour de 15 % en Europe contre une fourchette de 10 à 12 % avant la pandémie. Le risque de normalisation est réel alors que le marché table au contraire sur une accélération. En outre, nous n'avons pas encore vu le plein impact de la remontée des taux sur l'économie réelle.

Roland de Demandolx

Tout dépend des secteurs. Certains ont vu un renforcement des leaders face à des concurrents fragilisés par la hausse de l'inflation et des taux. Je ne vois pas pourquoi le *pricing power* disparaîtrait pour les entreprises en position de leadership. Parallèlement la pression sur les salaires devrait se stabiliser en 2024 dans le sillage de la baisse de l'inflation. Dans ce contexte, les anticipations de croissance de profit des entreprises ne me paraissent pas si exagérées.

Que penser de la valorisation des marchés aujourd'hui?

Roland de Demandolx

Avant le rallye de novembre, les actions européennes se payaient 12 fois les béné-

ficiés contre une moyenne à dix ans de 16 fois, et les actions américaines se payaient 19 fois, en ligne avec les ratios historiques. Je n'observe donc pas de surévaluation particulière. Un secteur en Europe est en revanche toujours aussi déprimé, c'est celui des valeurs moyennes. Nous observons d'ailleurs de plus en plus d'opérations de sortie de la Bourse de sociétés de taille moyenne, ce qui est un signe de reconnaissance par les actionnaires familiaux ou industriels de leur sous-valorisation manifeste.

Raphaël Thuin

Si l'on raisonne sur une moyenne de vingt ans, les marchés paraissent chers en moyenne. Aux États-Unis, les multiples de 19 fois les bénéfiques sont aussi élevés qu'en 2019, lorsque les taux d'intérêt étaient proches de zéro. En Europe, les valorisations sont plus abordables, mais le potentiel d'expansion des multiples est limité alors que le risque de baisse des bénéfices est réel.

LE CLAN DES "SEPT MAGNIFIQUES" COMPOSÉ D'APPLE, ALPHABET, AMAZON, META, MICROSOFT, NVIDIA ET TESLA, TIRE LES INDICES.

Régis Lefort

En Europe, les valorisations sont tirées vers le bas par les secteurs dits "*value*" comme l'automobile, les banques et les produits de base. Si l'on retire ces secteurs, la valorisation du marché est supérieure à la moyenne historique, ce qui n'est pas choquant au niveau actuel des taux obligataires. Aux États-Unis, à l'inverse, les valeurs technologiques (les "sept magnifiques") tirent la valorisation vers le haut.

François-Xavier Chauchat

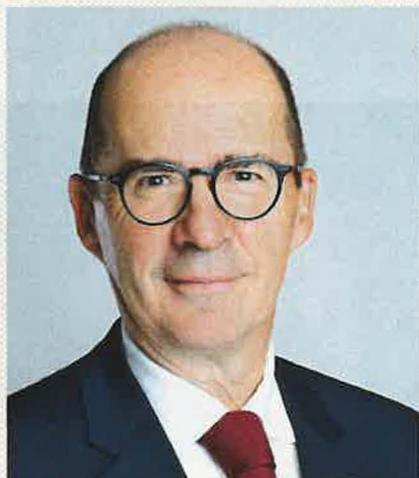
Les taux monétaires et les rendements obligataires dépassent désormais l'inflation et les valorisations des actions sont proches de la moyenne historique, avec des opportunités parfois exceptionnelles, notamment du côté des valeurs moyennes et de certaines valeurs défensives. Il y a beaucoup de choses à faire aujourd'hui dans toutes les grandes classes d'actifs.

Alexandre Hezez

Il est intéressant de voir que les obligations sont redevenues concurrentes des actions pour la première fois depuis dix ans. C'est un élément stabilisateur important pour les portefeuilles. Nous allons pouvoir revenir sur le thème du *stock picking* car il existe de grosses différences entre les sociétés appartenant à un même secteur.

Anne d'Anselme

Ce qui compte, c'est la *momentum*. Si la dynamique de résultat est bonne, une



François-Xavier Chauchat
Economiste et stratège
chez Dorval AM



Régis Lefort
Cofondateur
de Talence Gestion



Alexandre Hezez
Stratège
du Groupe Richelieu

action déjà bien valorisée peut continuer de monter et inversement.

Quels sont les risques pour 2024?

Quelles thématiques privilégier?

Anne d'Anselme

Il ne faut pas sous-estimer le risque de déception sur les politiques monétaires, la géopolitique, l'impact de l'élection américaine et la montée des populismes... Le compartiment obligataire redevient naturellement attractif mais il y aura de la volatilité car la bataille entre les marchés et les banques centrales n'est pas terminée. Nous privilégions le *stock picking* en fonction du *momentum* de chaque société ainsi que les thèmes incontournables comme la transition énergétique, avec Air liquide ou Saint-Gobain, l'intelligence artificielle, y compris en Europe avec des sociétés encore raisonnablement valorisées comme SAP, ou encore les *utilities* ou les télécoms qui peuvent bénéficier de la baisse des taux. Dans le luxe, nous restons positionnés sur le segment à plus fort *pricing power*.

Alexandre Hezez

En 2024, il y aura des élections dans des pays comptant pour 60 % du PIB mondial, à commencer par Taiwan en janvier qui peut cristalliser la situation géopolitique. Les élections européennes prendront une importance particulière avec la montée des populismes. Notez toutefois que les actions américaines montent dans 90 % des cas sur l'année

de l'élection présidentielle depuis la Seconde Guerre mondiale. Un nouveau départ pour les valeurs moyennes paraît envisageable.

François-Xavier Chauchat

Nous continuons de privilégier la transition énergétique, qui va contribuer à hauteur de 3 points de PIB au taux d'investissement dans les années 2020. La question des "sept magnifiques" reste entière car ces sociétés font l'essentiel des performances. Ce sont toujours les mêmes acteurs qui profitent des disruptions. Jusqu'à quand? La fin de la hausse des taux pourrait amener les investisseurs à s'intéresser à des actifs plus "diversifiants".

Régis Lefort

Dans un contexte de normalisation de taux, la valorisation des actions devrait se recentrer sur les fondamentaux des entreprises. Par exemple sur les *large caps*, Stellantis présente de solides atouts et est, selon nous, largement décoté. Mais nous sommes particulièrement

convaincus que les *small* et *mid caps* reviendront en grâce, portées par la baisse à venir des taux directeurs.

Raphaël Thuin

Nous restons prudents après le rebond spectaculaire des actions amorcé en novembre. Il faut se concentrer sur les segments de qualité au moment où le cycle ralentit et où les problématiques de refinancement augmentent. Les mégatendances comme la santé, le vieillissement de la population, l'exposition aux marchés émergents paraissent incontournables. Nous nous intéressons aussi à la souveraineté européenne à travers, entre autres, la cybersécurité et la transition énergétique. Nous privilégions surtout le compartiment obligataire et particulièrement la catégorie *investment grade* qui a sous-performé.

Roland de Demandolx

Parmi les risques, je retiendrai pour 2024 les dérives budgétaires en Europe. Côté thématiques, nous avons également une forte conviction sur les valeurs moyennes mais aussi sur les valeurs américaines qui profitent d'une économie résiliente, de meilleures marges, avec peut-être un dollar plus fort l'an prochain face à l'euro. Les États-Unis permettent de s'intéresser aux valeurs technologiques et aux bénéficiaires du plan d'investissement dans la transition énergétique IRA. Côté secteurs, nous avons une préférence pour le luxe avec Christian Dior et l'ultraluxe avec Hermès et Ferrari. ●

**LES MÉGATENDANCES
COMME LA TRANSITION
ÉNERGÉTIQUE,
L'INTELLIGENCE
ARTIFICIELLE, LA SANTÉ
RESTENT
INCONTOURNABLES.**