

COMMENTAIRE MENSUEL DECEMBRE 2023

2023 restera dans les mémoires comme l'année du retour des "sept magnifiques". Notre approche « value » a rendu impensable un énorme pari sur les grandes entreprises technologiques américaines, déjà très chères au début de l'année, et en conséquence nous avons eu une exposition limitée à travers nos fonds d'actions et nos fonds long/short américains. C'était clairement une erreur, car ces machines à flux de trésorerie ont tout simplement été impressionnantes au fil du temps et ont clairement développé des modèles d'entreprise exceptionnels. Néanmoins, toutes les étoiles ne montent pas au ciel et le graphique 1 ci-dessous montre que les États-Unis sont en dehors de l'échantillon en termes de valorisation.

Nous avons rencontré ce mois-ci deux gérants Global Macro (H2O & Prosper) pour discuter des perspectives pour 2024. Patrick Armstrong (Prosper) était d'avis que la Fed pourrait ne pas réduire ses taux autant qu'anticipé par les marchés alors que Bruno Crastes (H2O) s'est montré très négatif à l'égard du dollar américain. Sa principale position sur le marché des changes est une position longue sur un panier de devises émergentes sélectionnées avec soin et financées principalement contre le dollar américain. Ces marchés, souvent négligés au cours de la dernière décennie, présentent actuellement une combinaison rare de faible valorisation et de portage élevé.

En ce qui concerne les États-Unis, la situation est mitigée : le taux de chômage a à peine changé en 2023, mais l'inflation de base est désormais inférieure à 2 %. Cela signifie que le chômage n'a pas eu besoin d'augmenter pour que la Fed atteigne son objectif. Cela ne signifie pas qu'il n'était pas nécessaire d'augmenter les taux d'intérêt pour contenir la demande, mais cela n'était pas non plus impératif pour provoquer une récession. Les chocs de demande et d'offre provoqués par les périodes Covid & Post Covid ont été de nature temporaire et ont produit une poussée d'inflation parce que plusieurs secteurs ont atteint des limites physiques de production. Cependant, l'inertie s'est avérée faible. Les salaires augmentent maintenant entre 4 et 5 %, mais comme la productivité augmente d'un peu plus de 2 %, le coût unitaire de la main-d'œuvre est proche de 2 %, ce qui est gérable. Dans ce contexte, les bons du Trésor américains protégés contre l'inflation (US Tips) sont attrayants.

Les petites capitalisations (au niveau global) sont probablement plus risquées que leurs grandes sœurs car elles sont plus endettées compte tenu de leur état de développement mais, malgré la performance enregistrée en décembre, la valorisation des petites sociétés reste inférieure à la moyenne, ce qui, par rapport au marché, est particulièrement intéressant. De même, les secteurs de la santé, des services publics et des produits de base (les défensives) ont fortement sous-performé les cycliques (industrielles, discrétionnaires et financières) au cours de l'année et l'écart de valorisation entre ces groupes est très attrayant à l'heure actuelle. Un autre aspect du marché actuel est sa faible volatilité : la protection n'est pas aussi coûteuse et il ne faut pas oublier que les "cygnes noirs" ne sont pas si loin (en particulier, la surcharge de la dette dans le monde occidental et l'incapacité mathématique de la rembourser en temps voulu). Les actifs tangibles sont importants dans une allocation d'actifs globale. On peut dire que l'or est un peu cher par rapport à d'autres matières premières telles que le pétrole, le cuivre, le platine et l'argent.

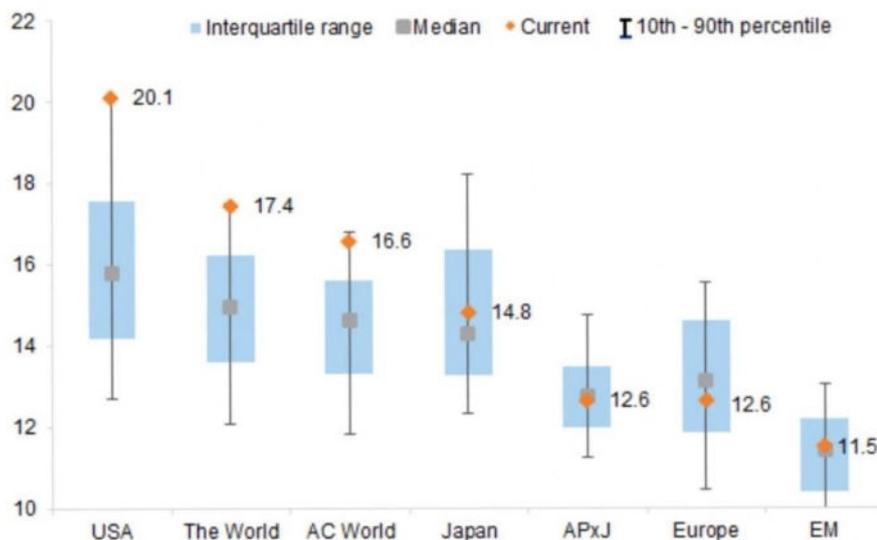
En résumé, nous verrons en 2024 les effets de la politique monétaire sur l'économie réelle, les consommateurs américains ayant dépensé la quasi-totalité de leurs économies accumulées lors du Covid, mais un marché de l'emploi solide maintiendra l'économie à flot. Les actions présentent parfois des poches de sous-évaluation ou de surévaluation, mais nous sommes convaincus de disposer d'un portefeuille bien diversifié composé d'actifs "risk on" et "risk off" à la valeur attrayante.

ALLOCATION MANDAT BALANCE

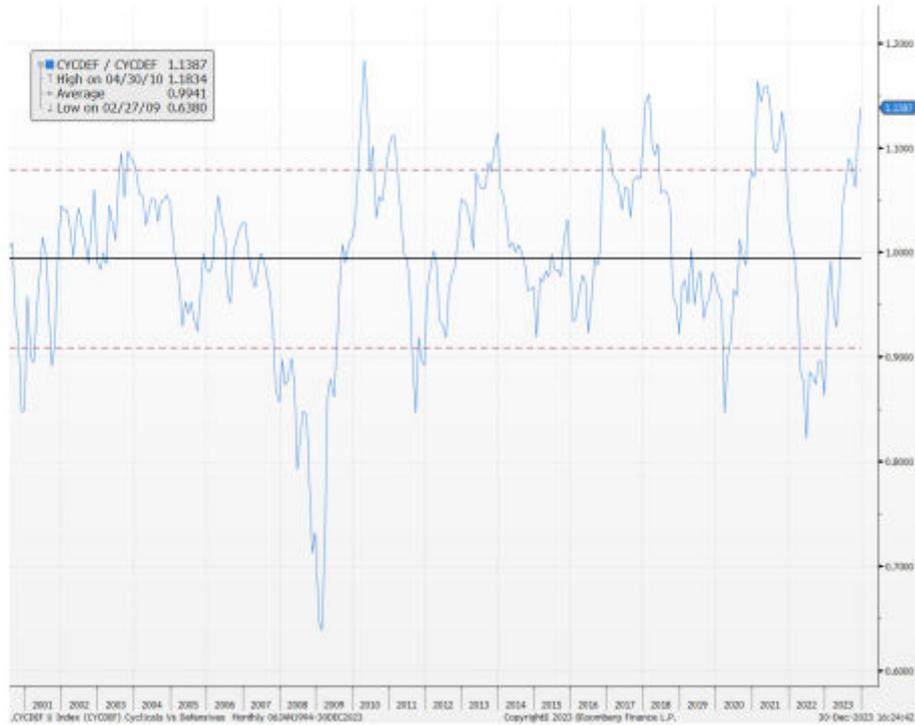
		Currency	Yield	Beta	Alpha	Weight	Perf 2023*
Short term investments	8%						
Cash deposits & Docus (EUR)		EUR	2.3%	0	0%	4%	1,80%
Cash deposits (USD)		USD	4,5%	0	0%	4%	3,75%
Fixed Income	35%						
MFM CONVERT BONDS OPPORTUNITIES		EUR	6%	0,5	1%	5%	4,57%
CORUM BUTLER LONG SHORT CREDIT		EUR	6%	0,2	3%	4%	8,05%
QUAERO YIELD OPPORT-A EUR		EUR	5%	0,4	1%	6%	-4,29%
CLARION GLOBAL EM BOND-AUSD		USD	10%	0,7	0%	5%	4,90%
QUASAR EM HIGH YIELD FUND B		USD	10%	0,7	0%	5%	0,78%
MAINFIRST EM CORP BALANCED		USD	11%	0,7	0%	5%	5,48%
R-CO VALOR BOND OPPORTUNITY		EUR	7%	0,5	1%	5%	9,20%
Equities	33%						
MEMNON EUROPEAN FUND		EUR	4%	0,7	8%	4%	-0,12%
QUAERO LUX-INFRA SECURITIES		EUR	4%	0,7	1%	4%	1,71%
KAYNE ANDERSON RENEWABLES INFRA		EUR	4%	0,7	1%	4%	-12,68%
RAYMOND JAMES BEST PICKS		USD	2%	1	1%	4%	10,67%
KIRAO MULTICAPS ALPHA-C EUR		EUR	2%	0,35	6%	3%	-3,54%
MAINFIRST GLOBAL DIVIDEND STARS		EUR	3%	0,8	0%	3%	5,74%
QUAERO BAMBOO (ASIA) FUND		EUR	2%	0,8	1%	2%	-16,75%
FOURTON SILKKITIE ASIA		EUR	3%	0,8	6%	4%	2,46%
ORBIS SICAV-GLBL EQ FD-INVSH		EUR	2%	0,8	1%	5%	16,54%
Asset Allocation	12%						
ACCI DMP- DIVERSIFIED B2		EUR	3%	0,5	1%	6%	10,81%
SEXTANT GRAND LARGE-A		EUR	3%	0,6	2%	6%	7,60%
Alternative Investments	12%						
DCM SYSTEMATIC FUND		USD	0%	0,3	3%	4%	-0,16%
RAM LUX SYS-LNG/SH EUR EQ-B		USD	2%	0,2	3%	4%	-0,91%
INVENOMIC US EQUITY LONG/SHORT		USD	3%	1	3%	4%	17,63%
Correlation to the Equity markets (Beta)	55,95%			EUR exposure	65%	(90% after hedging)	
Expected Annual Return (EUR)	7.86%			USD exposure	35%	(15% after hedging)	
Performance EUR balanced account 2023	3,94%						
Performance CHF balanced account 2023	3,24%						

* Performance 2023 as of 31.12.23

GRAPHIQUE 1 (Valorisation et médiane marchés globaux 2005-2023)



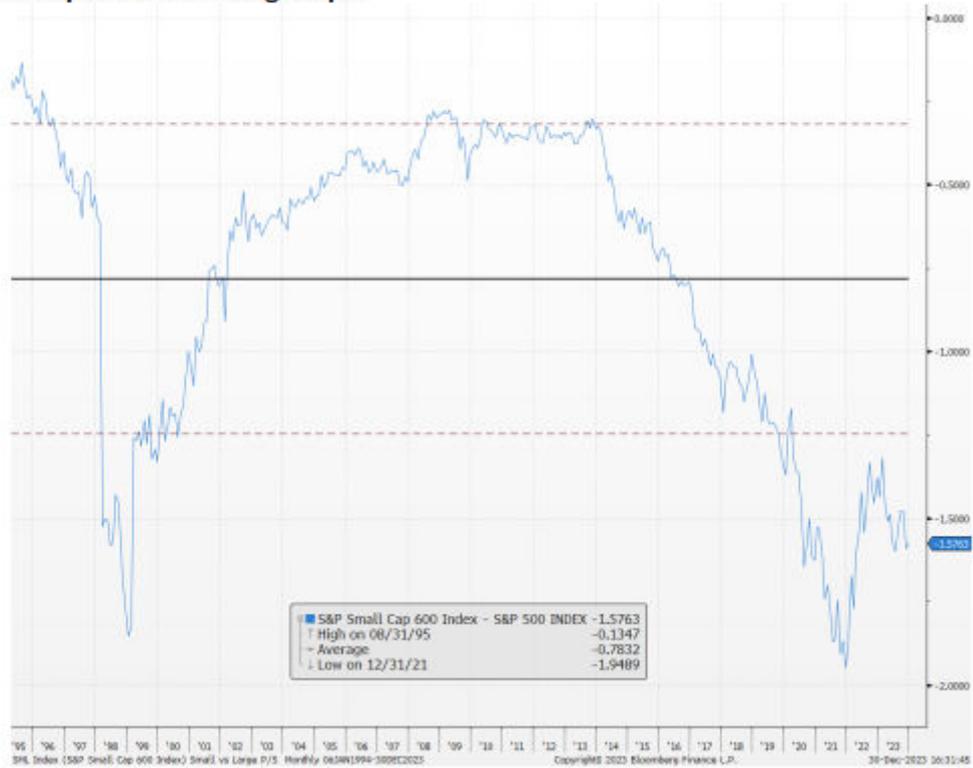
2. Cyclical expensive versus Defensives



3. 5-year US Inflation linked bonds appear attractive. This chart shows the Real Yield less implied inflation.



4. Small cap valuations look attractive relative to large caps. This chart shows Price to sales of small caps relative to large caps.



5. Volatility is becoming cheap. This chart shows the 6 months, 10% out of the money implied Volatility for S&P put options.

