

2024 : Same Player Shoots Again ?



SAME PLAYER SHOOTS AGAIN

L'année 2023 touche à sa fin, il est temps de s'interroger sur les **perspectives 2024**. Fin 2022, dans un environnement de marché très morose, nous affichions **un ton résolument optimiste** et écrivions...

[!\[\]\(99f58673407353e96a019fbca558fd72_img.jpg\) LIEN VERS LA LETTRE 2022 « 2023: BACK TO THE FUTURE? »](#)

Au sujet de l'inflation

« Une inflation qui viendrait atterrir courant 2023 sur des niveaux de 3-4% semble ainsi envisageable. Certes un seuil encore supérieur à l'objectif de long terme des banques centrales, mais loin de justifier un mouvement de stress massif sur les anticipations de marchés... »

Au sujet de la récession « Godot »

« L'année 2022 aura plus été animée par les anticipations macroéconomiques que par les fondamentaux microéconomiques. Comme évoqué plus haut, la récession (toujours à venir) est la plus anticipée historiquement et cela s'est clairement reflétée dans les marchés qui – au plus fort de la baisse - ont corrigé en conséquence. N'oublions pas néanmoins, pour paraphraser Paul Samuelson (prix Nobel d'économie 1970), que 'les marchés ont prédit 9 des 5 dernières récessions'... »

Au sujet du positionnement des investisseurs

« Dans un contexte où les intervenants affichent encore une forte défiance, détiennent des positions cash ainsi que des couvertures importantes, nous pensons que les replis de marchés devraient désormais être mis à profit par les investisseurs de long terme... »



Après une phase de « normalisation » sur les marchés financiers, 2023 se clôture de façon très favorable pour les indices actions.

Loin d'entamer notre optimisme assumé du début d'année, le retour à la normale en cours conforte notre vision constructive. Les moteurs de performances identifiés il y a 12 mois sont toujours enclenchés (baisse de l'inflation ; pivot des banques centrales ; regain de confiance) et d'autres pourraient prendre le relais (croissance des résultats ; expansion de multiples).

Same
Player
Shoots
Again ?





Bumper :

L'impact du **choc exogène** de 2020 s'estompe...

La séquence que nous avons vécue sur les marchés financiers depuis 2020 a donné lieu à de multiples interprétations. Du fait d'une lecture de ces événements à l'aune d'un cycle économique « classique », le consensus a globalement été très pessimiste.

Ainsi, le retour à une inflation plus faible ne pouvait se faire qu'après l'occurrence d'une récession selon le schéma :

Expansion → Surchauffe/Poussée
Inflationniste → Resserrement Monétaire →
Récession → Désinflation

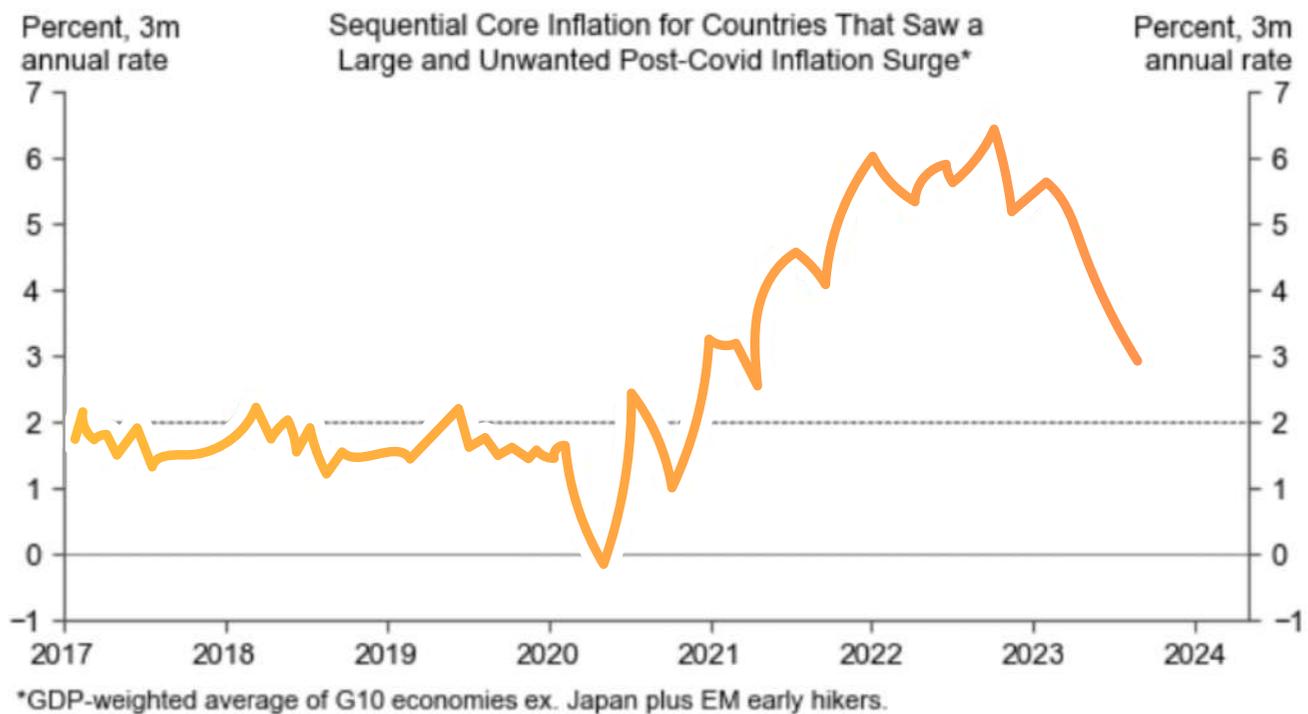
Notre opinion a toujours été que le choc lié à la crise sanitaire n'avait justement rien de classique puisqu' « exogène » par nature et donc appelé à se résorber plus ou moins rapidement.

La poussée inflationniste -

qui avait pris racine dans un double choc ponctuel d'offre (rupture des chaînes d'approvisionnement) et de demande (reprise de la consommation après une période de thésaurisation contrainte)

- était donc bien transitoire...



Exhibit 3: A Sharp Drop in Core Inflation Across the Economies That Saw a Post-Pandemic Surge

Source: Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research

Ce scénario de normalisation a pris corps en 2023 :
 l'inflation a décéléré et la croissance s'est avérée
 globalement résiliente.

Après s'être heurtée au 'bumper' de la crise sanitaire de 2020, l'économie mondiale est donc en train de revenir sur ses rails de long-terme.

Un facteur non négligeable reste néanmoins à normaliser :
 les politiques monétaires des grandes Banques Centrales...





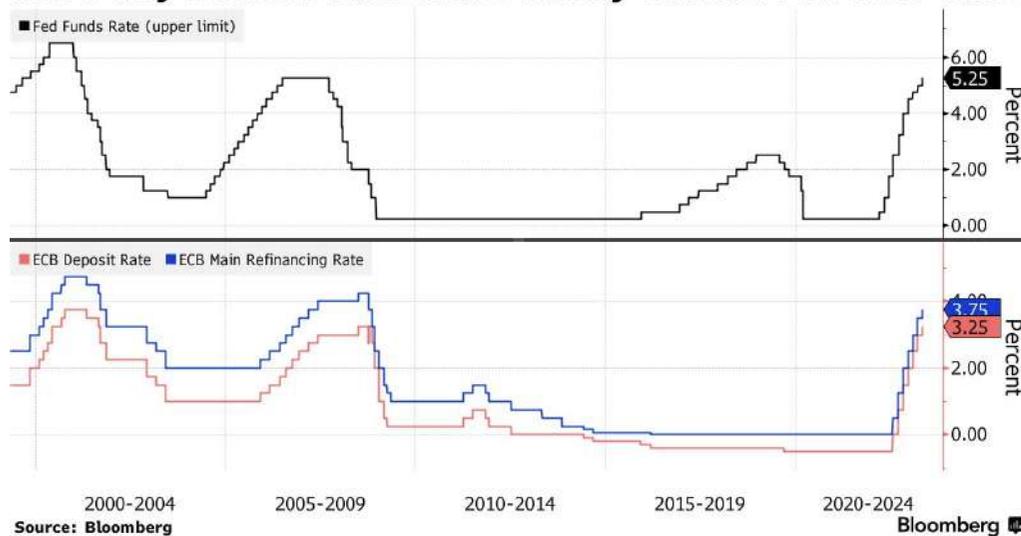
Pinball Wizard : Le rôle des banquiers centraux

Hard Landing? Soft Landing? No Landing?

La capacité des banquiers centraux à orchestrer un atterrissage en douceur des économies a également fait l'objet de nombreux commentaires depuis plus d'un an.

Longtemps complaisants face à une inflation jugée - à juste titre - transitoire, les banquiers centraux ont finalement appuyé lourdement sur les freins en 2022.

ECB's Key Interest Rates Have Closely Tracked Fed Over Time

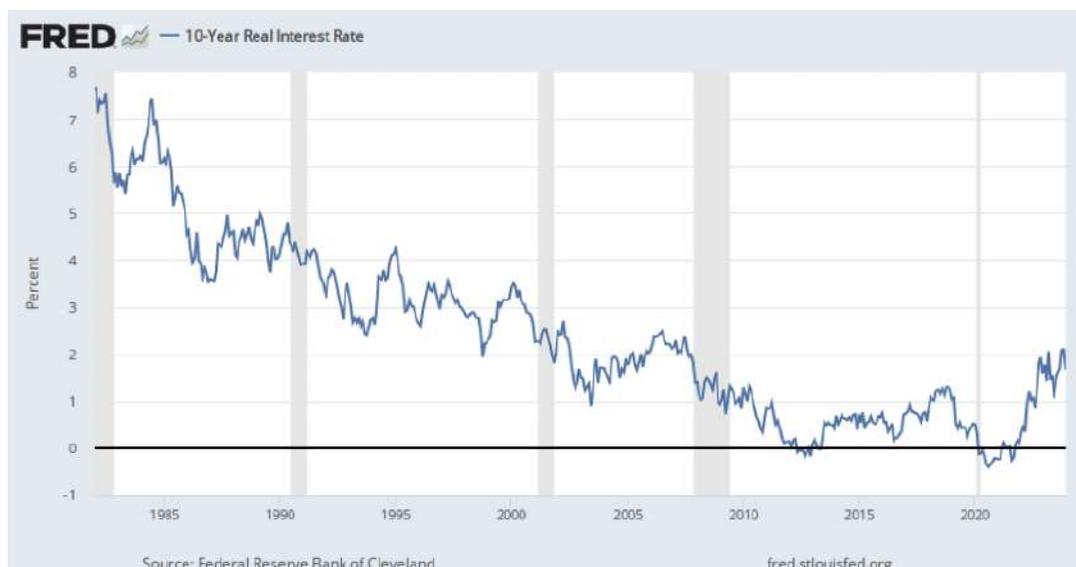


Après deux années de resserrement monétaire, se traduisant par des relèvements massifs de taux directeurs (respectivement +500bps et +375bps pour la FED et la BCE), il semble désormais acquis que le point pivot ait été atteint.

Cette période de politique restrictive va-t-elle peser sur l'économie et sur les résultats d'entreprises ?

À nouveau, une interprétation via le prisme d'un cycle économique traditionnel aurait tendance à répondre de façon affirmative, mais l'analyse de l'évolution des taux d'intérêts réels montre que la répression monétaire n'a finalement pas été si extrême.

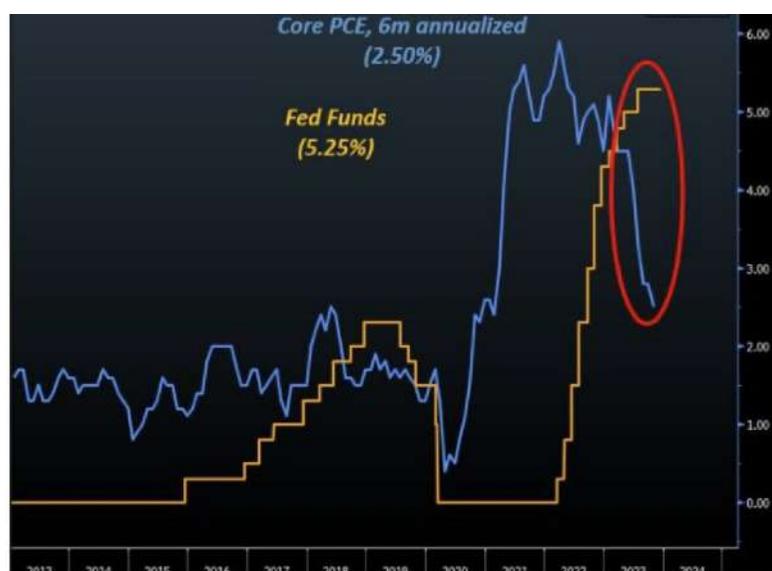


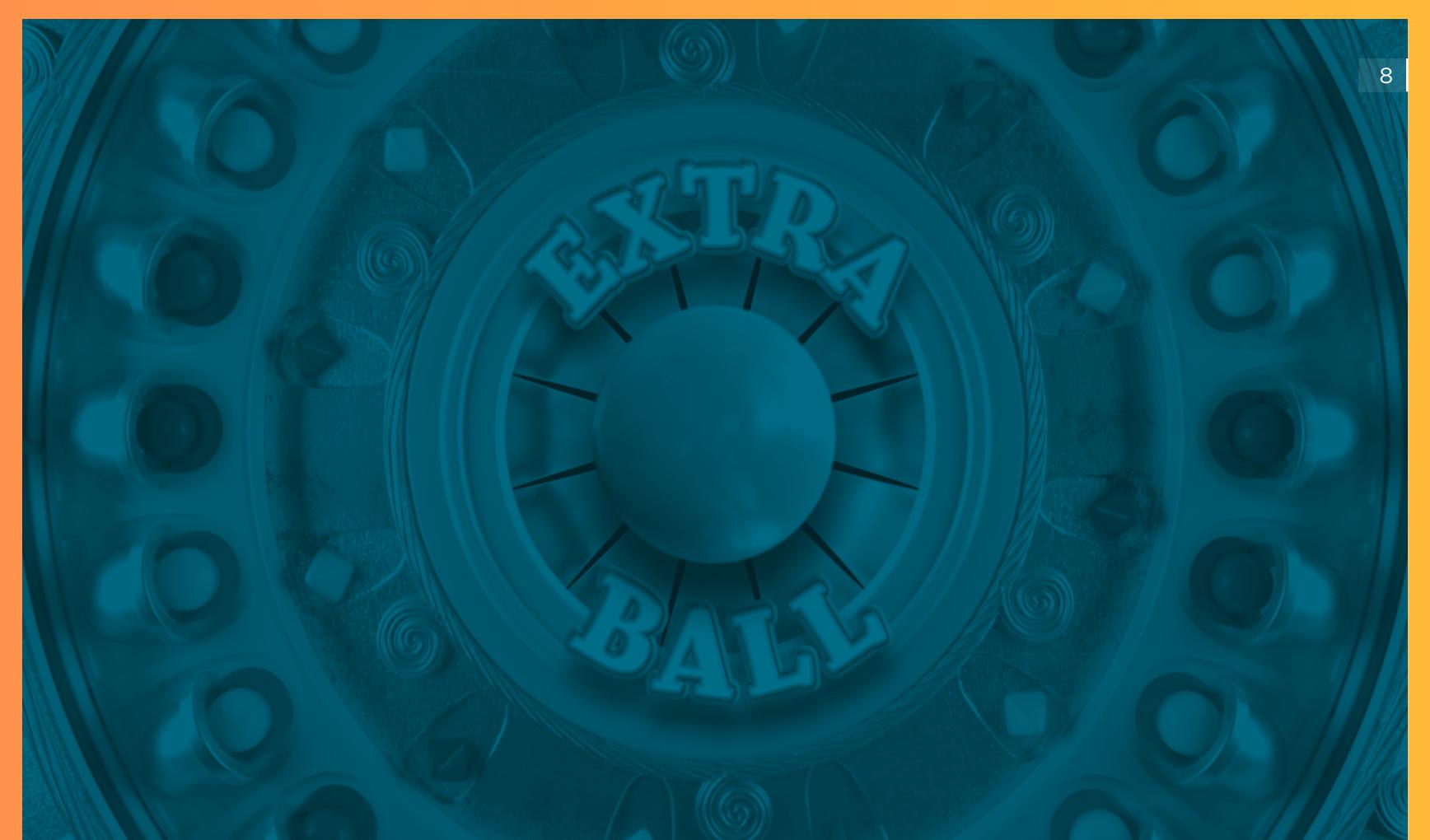


Le mouvement de **désinflation** auquel nous assistons a déjà pris très rapidement le consensus à contre-pied :

nous sommes passés en quelques semaines du scénario communément admis de taux durablement élevés (« *Higher for Longer* »), à des anticipations de plusieurs baisses de taux de la part de la FED en 2024.

Une inflation qui continuerait à baisser plus vite qu'anticipée pourrait-elle amener les banques centrales à couper les taux plus rapidement encore (« *Lower and Faster* ») ?





EXTRA
BALL

Extra Ball : de multiples **moteurs potentiels** de performances

Nous pensons que les indices actions pourraient ainsi trouver du soutien en 2024 du fait :

#1

D'une baisse des taux plus
rapide qu'anticipée

#2

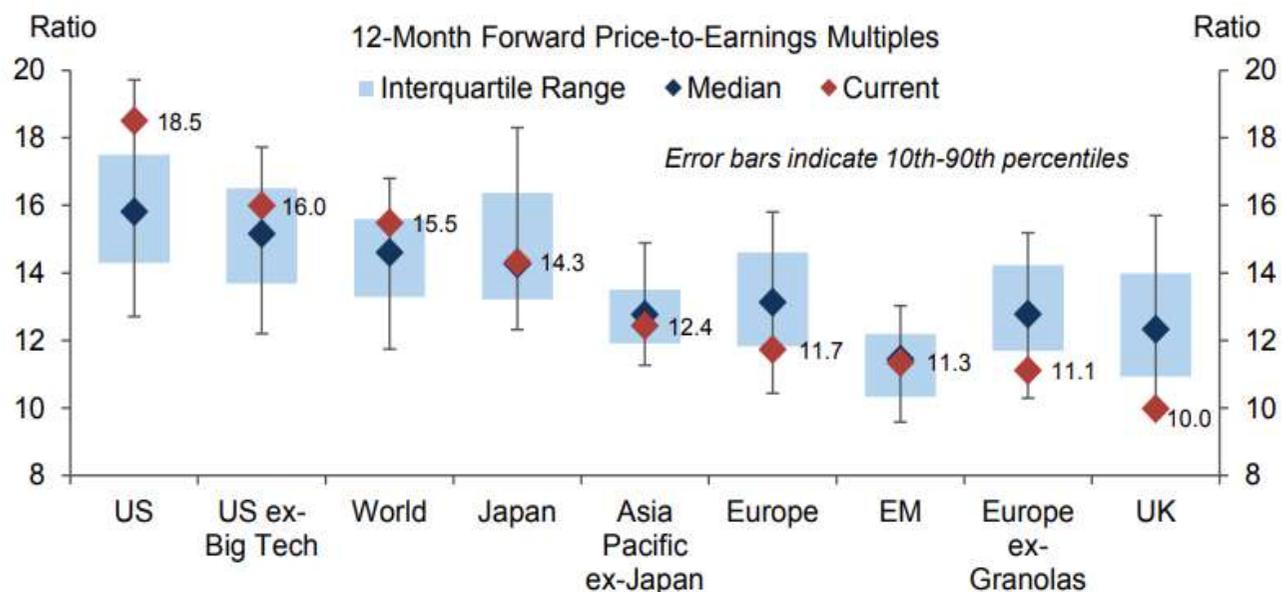
D'un retour à la croissance
des résultats d'entreprises



#1. Si la hausse des taux - en réponse à la poussée inflationniste - a conduit à une compression des valorisations en 2022, n'est-il pas envisageable de voir une expansion de multiples en cas de poursuite de la désinflation ?

Cette hypothèse est en tout cas compatible avec les niveaux actuels de valorisation. Ces derniers sont globalement raisonnables - voire décotés en Europe - à l'exception des Etats-Unis où le chiffre apparaît facilement élevé. En réalité, en dehors des quelques grandes valeurs technologiques (les 7 Magnifiques), le marché américain est globalement en ligne avec son ratio historique.

Exhibit 23: Aside From Tech, Absolute Equity Valuations Do Not Look Particularly Elevated

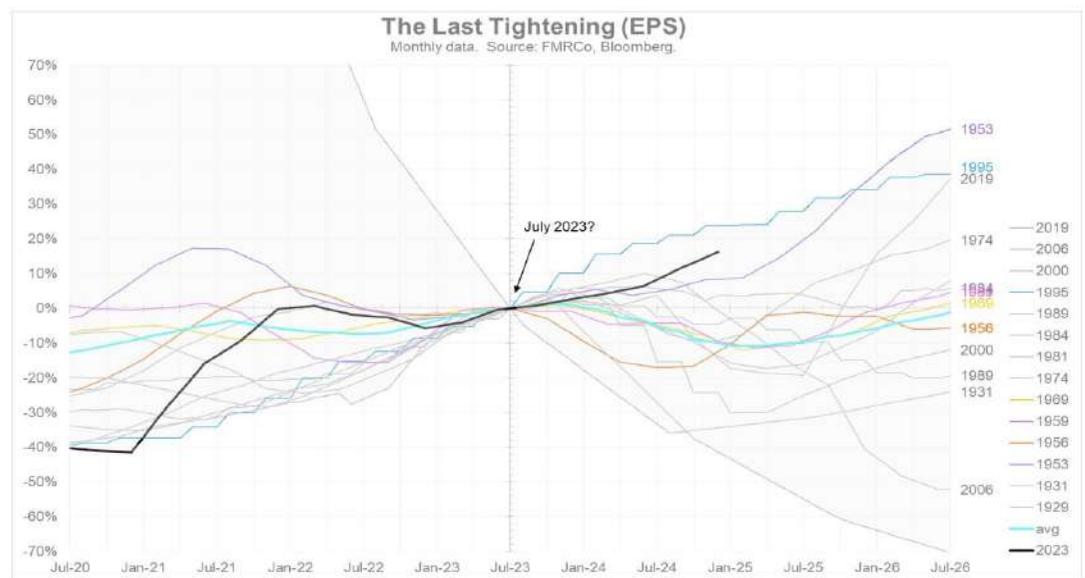


Note: Interquartile ranges and median are calculated from 2003-2023. GRANOLAS refers to 11 European stocks: GSK, Roche Holding, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP, and Sanofi.

Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research



#2. Après une période de pause - classique durant les phases de resserrement monétaire - les résultats pourraient renouer avec une tendance haussière comme lors des précédents cycles de « *soft landing* » (le dernier exemple remontant à 1995).



C'est d'ailleurs ce qu'anticipe le consensus.

Data source: FMRCo, Bloomberg, Haver Analytics, FactSet. Data as of 11/26/2023. Past performance is no guarantee of future results.



Year	S&P Operating EPS	% Change Operating EPS	S&P End Price	% Change S&P 500 (Price)	S&P 500 TTM P/E	P/E % Change	Multiple Expansion/Contraction
1989	24	0.8%	353	27.3%	14.5	26.4%	Expansion
1990	23	-6.9%	330	-6.0%	14.6	0.3%	Expansion
1991	19	-14.8%	417	26.3%	21.6	48.2%	Expansion
1992	21	8.1%	436	4.5%	20.9	-3.4%	Contraction
1993	27	28.9%	466	7.1%	17.3	-16.9%	Contraction
1994	32	18.0%	459	-1.9%	14.5	-16.6%	Contraction
1995	38	18.7%	616	34.1%	16.3	12.9%	Expansion
1996	41	7.8%	741	20.3%	18.2	11.6%	Expansion
1997	44	8.3%	970	31.0%	22.1	20.9%	Expansion
1998	44	0.6%	1229	26.7%	27.8	25.9%	Expansion
1999	52	16.7%	1469	19.5%	28.4	2.4%	Expansion
2000	56	8.6%	1320	-10.1%	23.5	-17.3%	Contraction
2001	39	-30.8%	1148	-13.0%	29.6	23.6%	Expansion
2002	46	18.5%	880	-23.4%	19.1	-25.3%	Contraction
2003	55	18.8%	1112	26.4%	20.3	6.4%	Expansion
2004	68	23.8%	1212	9.0%	17.9	-11.9%	Contraction
2005	76	13.0%	1248	3.0%	16.3	-8.8%	Contraction
2006	88	14.7%	1418	13.6%	16.2	-1.0%	Contraction
2007	83	-5.9%	1468	3.5%	17.8	10.0%	Expansion
2008	50	-40.0%	903	-38.5%	18.2	2.6%	Expansion
2009	57	14.8%	1115	23.5%	19.6	7.5%	Expansion
2010	84	47.3%	1258	12.8%	15.0	-23.4%	Contraction
2011	96	15.1%	1258	0.0%	13.0	-13.1%	Contraction
2012	97	0.4%	1426	13.4%	14.7	13.0%	Expansion
2013	107	10.8%	1848	29.6%	17.2	16.9%	Expansion
2014	113	5.3%	2059	11.4%	18.2	5.8%	Expansion
2015	100	-11.1%	2044	-0.7%	20.3	11.7%	Expansion
2016	106	5.8%	2239	9.5%	21.1	3.5%	Expansion
2017	125	17.2%	2674	19.4%	21.4	1.5%	Expansion
2018	152	21.8%	2507	-6.2%	16.5	-22.6%	Contraction
2019	157	3.6%	3231	28.9%	20.6	24.4%	Expansion
2020	122	-22.1%	3756	16.3%	30.7	49.3%	Expansion
2021	208	70.1%	4766	26.9%	22.9	-25.4%	Contraction
2022	197	-5.4%	3840	-19.4%	19.5	-14.8%	Contraction
2023*	214	8.8%	4568	19.0%	21.3	9.3%	Expansion

Ces 2 moteurs - expansion des multiples de valorisations et croissance des résultats - s'allument rarement de façons significatives et simultanées.

On notera que c'est justement ce qui s'est produit lors du *soft landing* de 1995-1996...

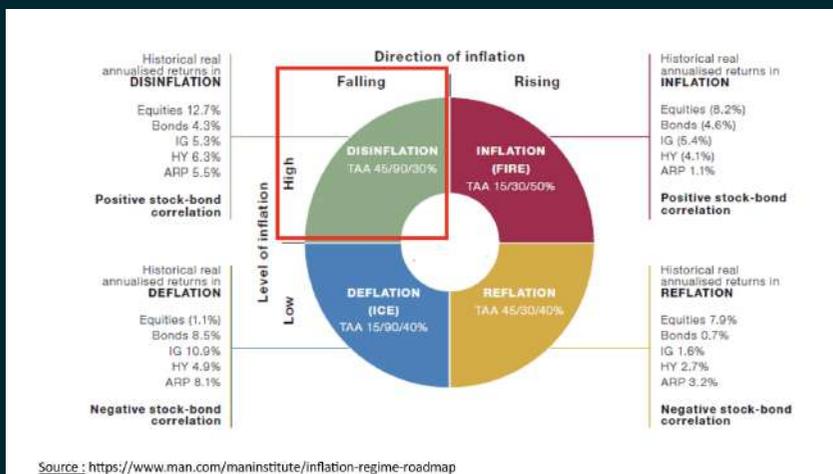




Jackpot vs Game Over ? Scénario 2024

Les périodes de désinflation - inflation élevée en baisse - sont historiquement très favorables aux marchés actions (et plus largement aux actifs risqués).

Nous pensons que 2024 s'inscrit de nouveau dans ce scénario !



Le scénario adverse relèverait d'un ajustement trop lent des taux directeurs par les banques centrales. Cela pèserait sur l'économie et cristalliserait plus fortement un risque de récession et/ou de phase déflationniste...

D'autres facteurs par nature imprévisibles (géopolitique par exemple) pourraient par ailleurs venir complexifier l'environnement.



Néanmoins, les éléments **macroéconomiques** et **microéconomiques** évoqués précédemment confortent notre vision positive.

Par ailleurs, d'un point de vue purement 'statistique', nous sommes en train de sortir d'une phase de marché baissier. La correction que nous avons connu sur les indices est relativement en ligne avec les précédentes phases de repli, tant par son amplitude que sa durée. Ces « moments » témoignent généralement d'une certaine vigueur dans la poursuite du mouvement haussier...

Market Peak	Bear Market Decline	# of Days to Return to All-Time High (From Previous Peak)	1-Year Return After Reaching New High
November 28, 1980	-27%	487	20%
August 25, 1987	-34%	485	9%
July 16, 1990	-20%	148	36%
March 23, 2000	-49%	1805	-7%
October 9, 2007	-57%	1366	20%
February 19, 2020	-34%	126	32%
January 3, 2022	-25%	? (currently 481)	?

Pour conclure, nous sommes donc toujours très constructifs sur les marchés actions. Si des corrections ne sont bien sûr pas à exclure suite au violent rebond de ces dernières semaines, une croissance à deux chiffres des indices en 2024 serait loin de nous étonner.

D'ici là, nous vous souhaitons de très belles fêtes de fin d'année à vous et à vos proches !

L'ÉQUIPE VENN

AVERTISSEMENT : Ce document est à destination de clients professionnels.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Les informations reflètent le sentiment de VENN CAPITAL SAS et de ses filiales sur les marchés et leur évolution.

Il a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation personnalisée ou une sollicitation en vue de la souscription des produits cités.

L'investissement doit s'effectuer en fonction de ses objectifs d'investissement, son horizon d'investissement et sa capacité à faire face au risque.

Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances futures

