

LA LETTRE TRIMESTRIELLE

1^{er} trimestre 2024

30/12/2023

Sommaire

- > Performances des indices (en %)
- > Point macro



« Nous tournons la page 2023, année mouvementée dans un contexte économique et financier particulier, qui s'est finalement terminée par un « soft landing » comme nous vous l'expliquons dans les pages suivantes.

L'année passée fut riche de projets, de réalisations et d'évènements dans la vie de votre banque. Elle laisse la place à une nouvelle année qui s'annonce dynamique et enthousiaste : comme vous pouvez le constater sur les photos, vos bâtiments sont en cours de rénovation afin d'encore mieux vous accueillir.

Ce projet souligne notre détermination à poursuivre notre engagement à être encore plus proches de vous, à bien vous accompagner et à vous conseiller pour votre plus grande satisfaction.

Les membres du comité de direction et tous les collaborateurs et collaboratrices de la Banque s'associent pour vous adresser avec confiance leurs meilleurs vœux en ce début d'année 2024, à vous et à tous ceux qui vous sont chers.

Au plaisir de vous revoir bientôt. »

Valérie Lecacheux, administratrice déléguée
et Bertrand Marot, administrateur exécutif

► PERFORMANCES DES INDICES (EN %)

En date du 31/12/2023	BEL 20	CAC 40	EuroStoxx 50	S&P500 (en \$)	Msci World (en €)	Nikkei (en ¥)
1 mois	5,07	3,18	3,18	4,42	3,17	-0,07
3 mois	4,36	5,72	8,31	11,24	6,19	5,04
Depuis le 01/01/2023	0,18	16,52	19,19	24,23	17,88	28,24
3 ans	2,39	35,88	27,28	26,99	30,17	21,94
5 ans	14,31	59,45	50,65	90,27	74,12	67,20

Source : Bloomberg

BANQUE TRANSATLANTIQUE BELGIUM

► POINT MACRO

L'année 2023 a finalement réservé de bonnes surprises

On craignait le pire pour 2023. Avec la forte hausse des taux d'intérêt en 2022, beaucoup d'investisseurs envisageaient une récession économique. Certains avaient même fait le pari d'un scénario très noir, celui d'un « hard landing » (atterrissage violent de l'économie) qui, généralement, a des effets destructeurs sur les performances boursières. L'année 2023 s'est en définitive terminée sur une note favorable : **la récession a été évitée et l'inflation a reculé plus rapidement qu'attendu**. Tout le monde, y compris les banques centrales, prévoit, à présent, un « soft landing » (atterrissage en douceur), scénario idéal pour les actions, mais également pour les obligations.

L'année 2023 n'aura pour autant pas été bercée de certitudes. Elle peut être subdivisée en cinq périodes :

PHASE I : Un début d'année marqué par un appétit très fort – déjà en place fin 2022 – **en faveur de titres value et des valeurs européennes**. Le marché espérait alors que la Chine bénéficierait de la réouverture de son économie après plusieurs années covid difficiles.

PHASE II : **La crise bancaire aux Etats-Unis, déclenchée par la faillite de Silicon Valley Bank** (avec une contagion à l'Europe via Crédit Suisse), a changé la donne. Le sentiment s'est dégradé et les marchés actions ont reculé, les investisseurs doutant de la capacité des autorités publiques (banques centrales, gouvernements) à circonscrire la crise.

PHASE III : Les banques centrales ont réagi très vite et **les investisseurs se sont dès lors focalisés de nouveau sur les valeurs de croissance**, portées par les perspectives liées à **la révolution de l'intelligence artificielle (IA)**. Les bons résultats d'entreprises comme Nvidia ont enthousiasmé les investisseurs (voir encadré). C'est à ce moment que naît le concept des « **Magnificent 7** ». Seules sept valeurs - **Tesla, Meta, Microsoft, Apple, Alphabet, Nvidia, Amazon** - ont en effet contribué à la performance des indices américains au cours de l'année 2023. A leur apogée, en octobre dernier, elles contribuaient pour 94% de la performance annuelle du S&P500 ! Le choix du terme « **Magnificent 7** » renvoie au film américain, « Les sept mercenaires », avec Yul Brynner et Steve McQueen (« The Magnificent Seven » en anglais). Comme dans le film où les habitants d'un village du Far West échappent à l'agression de bandits grâce à l'intervention de mercenaires, les sept valeurs phares du S&P500 ont sauvé le marché d'une performance qui aurait été très médiocre sans leur contribution.

PHASE IV : L'économie américaine tourne si bien que **les marchés ont commencé à s'inquiéter de la future politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed)**. L'inflation pourrait donc ne pas reculer si vite et la Fed serait dans l'obligation de resserrer à nouveau ses taux. **Les actions américaines, souvent chèrement valorisées, sont pénalisées.**

PHASE V : Dans les dernières semaines de 2023, les investisseurs sont rassurés. Le scénario optimal pour les actions et les obligations - **une désinflation sans à-coup pour la croissance** (« soft landing ») - est conforté par une série de chiffres macro et micro encourageants :

1. **L'inflation montre des signes de faiblesse**. En Europe, l'inflation totale est à 2,4% en décembre en glissement annuel (contre plus de 10% en 2022) et à 3,1% aux Etats-Unis (contre 9% en 2022). Les banquiers centraux semblent plus confiants, y compris J. Powell (Fed) qui a relâché la pression en fin d'année. Ce dernier avait toujours communiqué avec prudence, mais a concédé beaucoup au marché en décembre : inflation en recul, ralentissement en douceur de la croissance et prévisions de taux des membres de la Fed plus accommodantes. **La Fed pourrait donc assouplir sa politique monétaire en 2024.**
2. L'OPEP+ a eu des difficultés à trouver un terrain d'entente pour des coupes supplémentaires de production en décembre. **Le baril de pétrole a reculé** en conséquence. Bonne nouvelle pour l'inflation !

Les principales phases des marchés actions au cours de l'année 2023 (MSCI world EUR base 100 au 31 décembre 2022)



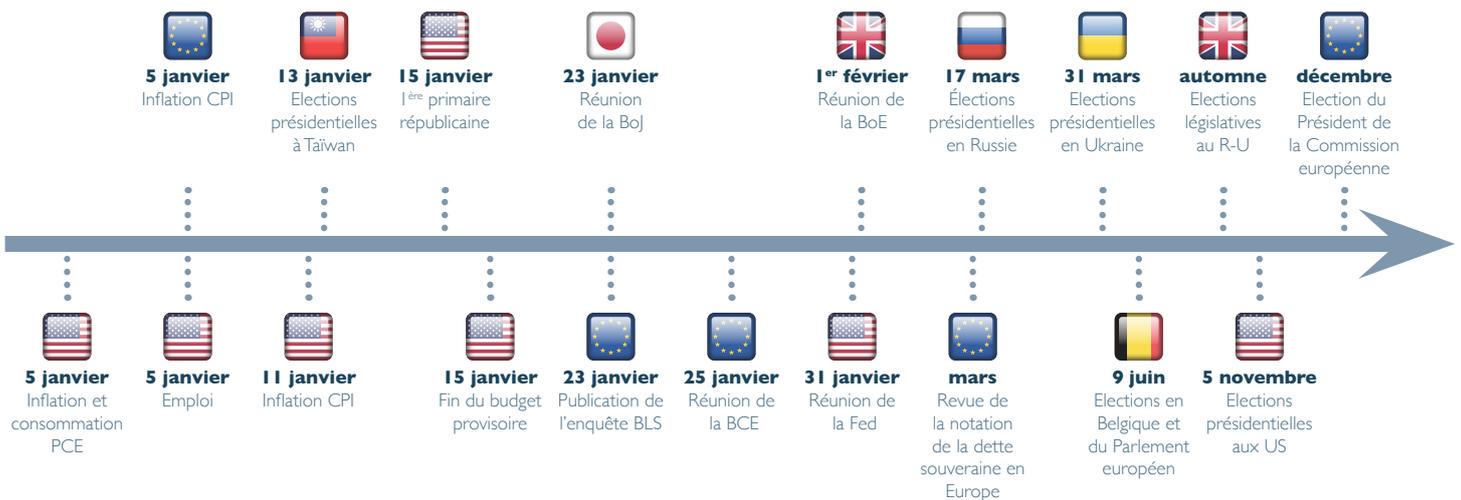
- Le consommateur américain est toujours au rendez-vous pour Thanksgiving et Noël. **L'économie américaine ralentit, mais doucement.**
- Les résultats des entreprises restent au-dessus des attentes** des analystes.

Une vision un peu trop binaire

La fin d'année 2023, particulièrement favorable, aura surpris la plupart des investisseurs. **Le recul du risque « taux » a permis de profiter pleinement, à la fois de la suprématie des valeurs de croissance et des « Magnificent 7 »**, bien représentés dans nos portefeuilles. En ce début d'année, nous restons confiants vis-à-vis de la tendance haussière sur les actions. Les prises de bénéfices pourraient toutefois être effectives dans un marché à présent suracheté.

2024 est perçue comme une année positive pour les marchés financiers... peut-être un peu trop. Les facteurs de risque (géopolitique, dette, récession, volatilité de l'inflation) ont été totalement écartés par les investisseurs. Ces derniers se focalisent avant tout sur la baisse des taux d'intérêt attendue au second semestre 2024. **Les banques centrales devraient en effet assouplir leur politique monétaire sans être confrontées à un effondrement de la croissance économique.** Nous notons néanmoins que le marché attend une baisse massive des taux (6 baisses au moins aux Etats-Unis, 5 en Europe) ce qui est généralement caractéristique des périodes... de forte récession ! **Les risques semblent donc sous-estimés.** N'oublions pas que 2024 est une année électorale particulièrement chargée: 40% de la population mondiale votera, soit 60% du PIB mondial et... 80% de la capitalisation boursière mondiale.

Evénements clés
début 2024
et échéances électorales



Source : CM CIC.

Perspectives 2024 : rester investi et diversifier

Pour les obligations, la nuance entre scénario de ralentissement en douceur (soft landing) ou récession importe peu. Dans les deux scénarii, le sommet des taux d'intérêt pourrait bien avoir été atteint en 2023 et nos récents achats obligataires seraient donc gagnants, quoi qu'il arrive. **Néanmoins, de mauvaises surprises (regain de volatilité de l'inflation, stress sur la dette, géopolitique) pourraient pousser à nouveau les taux à la hausse** et faire remonter la prime de terme, au plus bas fin 2023. Il est donc essentiel de rappeler que nous recommandons de faire du portage (détention jusqu'à maturité) et qu'il ne faut pas s'inquiéter de la possible volatilité des cours des obligations au cours de l'année.

Pour les actions, l'avenir est tout de même un cran plus incertain : le soft landing est évidemment

porteur pour la bourse. Une récession serait plus pénalisante... tout comme le regain d'inflation. Selon nous, **cette dernière devrait continuer à s'estomper et la pression sur les taux d'intérêt est désormais moins forte.** La désinflation est en place, bien plus rapidement qu'anticipé (approvisionnement des chaînes de production, baisses des coûts, demande un peu plus faible) ce qui est une bonne nouvelle. Toutefois, **la problématique « taux » devrait laisser place à des interrogations autour des perspectives médiocres de croissance. A ce titre, nous considérons toujours les valeurs de croissance comme des titres défensifs en période de désinflation et de faible activité. A l'inverse, nous restons prudents vis-à-vis de la consommation et sommes très sélectifs parmi les valeurs cycliques.**

Guillaume Duchesne, directeur de la gestion

L'IA au cœur de toutes les attentions

Les bases théoriques du concept d'intelligence artificielle (IA) ont été posées par le mathématicien Alan Turing, il y a 70 ans. La dernière (r)évolution en date dans le domaine a été portée par le désormais célèbre Sam Altman, co-fondateur avec l'omniprésent Elon Musk, de OpenAI. Créatrice du robot conversationnel ChatGPT, la société serait valorisée 90 milliards de dollars et compte Microsoft comme principal actionnaire.

L'IA ne date pas du mois de novembre dernier et ne sert pas qu'à faire ses devoirs ou tricher à un examen de mathématiques. L'avènement de l'IA est considéré par certains comme **une révolution qui touche déjà considérablement la productivité et la croissance** dans de nombreux domaines d'activité, qu'ils soient tertiaires ou manufacturiers, allant de l'agriculture à la défense, la finance ou la santé. Les problèmes les plus complexes et les plus importants utilisent l'IA afin d'augmenter ou accélérer le progrès, depuis la prévision météorologique jusqu'à la recherche de nouveaux matériaux pour batteries et panneaux solaires ou le contrôle des réactions de fusion nucléaire. Le rayonnement de l'IA a modifié la trajectoire des marchés financiers en 2023 et présente des défis majeurs liés à l'éthique, l'infrastructure, la sécurité ou l'écologie.

The sky is not the limit

L'IA la plus connue est sans doute l'IA générative GPT (Generative Pre-trained Transformer) dont le succès a été fulgurant. **Elle serait davantage comparable à l'avènement de l'iphone en 2007 qu'au metaverse ou à l'imprimante 3D qui se sont avérés être des demi-succès.** Des grands noms de l'industrie et des services l'utilisent pour affiner leur campagne marketing (L'Oréal), répondre à des appels d'offre et analyser des contrats (Axa) ou effectuer des recherches dans des bases de données (Société Générale), espérant ainsi augmenter massivement leur productivité. Selon la banque américaine Goldman Sachs, l'IA pourrait permettre une hausse de 7% du PIB mondial grâce à des gains de productivité pouvant atteindre 1,5% par an lorsque l'IA sera davantage adoptée.

La naissance d'un nouvel écosystème

Pour en arriver à un tel résultat, ChatGPT s'appuie sur **des ressources informatiques considérables en termes de puissance de calcul.** La formation et le déploiement de modèles d'IA impliquent le traitement de grandes quantités de données, nécessitant la construction **d'infrastructures de centre de données** opérant sous stéroïdes afin de collecter, stocker et sécuriser les données (**Azure, AWS, Google Cloud**). Une plateforme IA nécessite par ailleurs des **capacités de calcul des puces démultipliées (Nvidia, Advanced Micro Devices)**, de la mémoire (**Micron, Samsung, SK Hynix**), une **bande passante réseau renforcée (Broadcom, Marvell Technologies)**, des **solutions d'optimisation de réseaux (Arista Networks, Cisco)** et d'amélioration de l'efficacité énergétique (**Schneider Electric**). Beaucoup de sociétés américaines, peu de sociétés européennes donc, même s'il conviendrait de rajouter le néerlandais ASML qui équipe les **usines de fabrication des semi-conducteurs (foundries)** comme **Intel ou TSMC**.

Capitalisation boursière de Nvidia



Source : Bloomberg.

L'entreprise en tête de liste des principaux bénéficiaires de l'IA, Nvidia, a vu son chiffre d'affaires doubler et ses bénéfices multipliés par huit en un an. Sa puce H100 destinée au domaine de l'IA générative s'arrache à prix d'or partout dans le monde (40 000 USD pièce). Il en faudrait 30 000 pour faire fonctionner ChatGPT ! Lisa Su, directrice générale d'**AMD**, concurrent de **Nvidia**, estime que le potentiel du marché des puces d'IA pour centres de données pourrait représenter plus de 400 milliards de dollars sur les quatre prochaines années, bien plus que les 45 milliards de dollars qu'il représentait en 2023. **Microsoft** émerge également comme un des plus grands bénéficiaires de l'IA. Présente à la fois parmi **les plus grands opérateurs de plateformes cloud (Azure)**, mais également dans les solutions logiciels (Microsoft 365) où viennent déjà se greffer un accès aux IA génératives au travers d'abonnements complétant ainsi son offre actuelle (Copilot 365). D'autres **entreprises de logiciels** parviendront aussi à monétiser l'IA, à l'image de **Salesforce** qui a déjà annoncé une série de produits d'IA générative en juin 2023.

Beaucoup de questions

De nouveaux modèles d'affaires et usages liés à l'IA naissent chaque jour avec leur lot de questions. **Qui collecte et utilise l'information et à quelle fin ? Les plus optimistes y verront un moyen d'enfin augmenter la productivité et d'avancer vers une ère d'abondance, où le travail humain serait potentiellement obsolète. D'autres s'inquiéteront du défi économique, politique, social et civilisationnel que son avènement pourrait soulever.** L'Europe a déjà partiellement répondu en trouvant un accord politique en décembre dernier sur un texte de loi qui favoriserait l'innovation tout en limitant les possibles dérives de ces technologies avancées.

Norman Speyer, Senior Portfolio Manager