

Le passage de l'an neuf nous invite d'abord à formuler des vœux, le premier étant d'avoir la santé, physique et mentale, et plus largement la capacité à œuvrer pour la concrétisation, même partielle, de ces vœux.

C'est aussi l'occasion de jeter un petit coup d'œil rétrospectif. Pour ce qui concerne Orcadia AM, tout en prenant particulièrement garde à ne pas paraître « hors sol » ou arrogant, le bilan de l'année passée est enthousiasmant.

Il y a bien sûr qu'à la différence de 2022, les marchés ont été franchement bien orientés en 2023. Les performances sont donc largement positives. En outre, nous nous permettrons de mettre en avant qu'en termes relatifs, nous avons de nouveau pu offrir à nos clients des performances supérieures, et pas rarement significativement, à celles de la plupart de nos concurrents. Les classements des évaluateurs externes (Morningstar, Quantalys, Lipper, Citywire) confirment cette excellence dans la gestion, et cela sans prendre plus de risque, sans rogner sur la qualité de la relation avec les personnes qui nous font confiance et sans transiger sur les exigences de responsabilité sociétale.

Nous nous réjouissons aussi de notre succès commercial. Nous avons déjà eu l'occasion de l'indiquer, nous ne sommes pas obsédés par la croissance d'Orcadia AM mais celle-ci est un signe de reconnaissance gratifiant. Elle nous permet aussi d'avoir plus d'impact sur le plan sociétal, en direct, par les placements effectués, et indirectement, quand notre succès incite d'autres acteurs à infléchir leur manière d'agir. Comme nous ne faisons toujours pas de publicité, c'est donc grâce à vous et à votre « bouche à oreille » - et aussi à un effet marché favorable – que les capitaux qui nous sont confiés en gestion ont affiché une croissance s'approchant de 20% !

Vous le savez, nous sommes attachés à mener une action de mécénat à la fois significative, en pourcentage de nos bénéficiaires, et à impact systémique. Nous sommes ravis de vous faire savoir que le Fonds Orcadia, hébergé au sein de la Fondation Roi Baudouin, déploie désormais pleinement son action de financement de jeunes chercheurs postdoctoraux se consacrant à des questions scientifiques liant santé et environnement.

Nous vous remercions pour votre confiance et vous souhaitons, ainsi qu'à vos proches, une heureuse et sereine année 2024 !

L'équipe d'Orcadia AM

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Tout profit !

Pour caractériser l'enfant qui tire parti de toute circonstance, il est une vieille expression populaire, « *tout lui profite* ». Pourquoi cette introduction ? Car, s'agissant des marchés financiers, on est tenté, dans cette veine, d'écrire « *tout leur profite, aux profits* ». En effet, le fait majeur de l'année écoulée, et cela paraît insolent au regard des souffrances et des interrogations qui ont fait l'actualité, c'est l'excellente tenue des bénéficiaires des entreprises, et plus encore des entreprises cotées en bourse. Ceci est le reflet à la fois de la flexibilité du monde de l'entreprise et de son « pricing power », et aussi du fait d'une poursuite de la « compression salariale ». En dépit d'un taux de chômage bas et de grandes difficultés de recrutement, les salaires ont perdu du pouvoir d'achat, leur hausse ces deux dernières années ayant été – significativement – inférieure à l'inflation (hormis l'exception belge).

Un élément intervenu le 1er janvier 2024 pourrait être vu comme de nature à changer radicalement la donne. Il s'agit de la taxation au taux minimum de 15% des bénéfices des grandes entreprises multinationales. Comme aujourd'hui de nombreuses entreprises cotées, et les plus grandes capitalisations ne sont pas en reste, paie un taux effectif largement inférieur à 15%, il est facile d'en inférer que cette

mesure va rogner les bénéficiaires après impôts revenant aux actionnaires, et va donc éroder les résultats nets des entreprises, ce qui, à son tour va plomber les cours de toutes les sociétés concernées et donc constitue un facteur de prudence à l'encontre de la bourse. Notre interprétation est radicalement différente.

Qu'est-ce que l'impôt minimum sur les multinationales ?

Le présent bulletin n'a évidemment aucune prétention en matière fiscale, et d'autres sources sont disponibles pour obtenir l'information détaillée souhaitée. Contentons-nous de la présentation extrêmement succincte qui suit.

Sous pression américaine, et sous la double égide de l'OCDE et du G20, 137 pays ont approuvé en octobre 2021 le principe d'un impôt minimum de 15% sur les multinationales réalisant un chiffre d'affaires annuel supérieur à 750 millions. Prévu initialement pour entrer en vigueur en 2023, la date de première application a été reportée à 2024. Cela a fait l'objet en 2022 d'une directive européenne, avant une mise en œuvre en droit national de tous les Etats membres.

Le principe de base est que lorsqu'une entreprise paie moins de 15 % d'impôts dans un pays où elle a une filiale, le pays du

siège social de cette entreprise doit prélever un impôt complémentaire pour que le total des impôts atteigne 15%. Ce principe s'accompagne de clause de transition et d'exemptions. Cet impôt minimum, dit « pilier 2 » de l'accord, s'accompagne d'un autre principe, dit « pilier 1 », selon lequel les surprofits (les profits qui dépassent 10% du chiffre d'affaires) font l'objet d'un prélèvement de 25%, prélèvement dont les recettes sont réparties par pays en fonction de la ventilation géographique du chiffre d'affaires. Toutefois, ce pilier 1 n'est pas encore opérationnel.

Il est attendu de l'introduction du pilier 2 un surcroît d'impôts payés par les entreprises de l'ordre de USD 150 milliards.

Impôt, impôt harmonisé et efficacité économique

Dans un cadre d'analyse classique, l'impôt est supposé a priori avoir un impact négatif sur l'activité économique, un effet appelé dans le jargon des finances publiques « la perte sèche de l'impôt ». L'impôt altère les comportements des agents économiques, ce qui signifie qu'ils font autre chose que ce qui aurait été optimal pour eux de faire. Cette vue est évidemment beaucoup trop courte. D'abord, il y a des impôts qui servent à décourager les activités nuisibles dans la durée à l'efficacité (pensons à la taxation de l'alcool, du tabac et, plus encore, des énergies fossiles). Ensuite, l'impôt est bénéfique en termes d'efficacité – on ne parle pas ici d'équité – si les activités qu'il permet de financer ont un effet retour positif pour la société qui dépasse le coût collectif de l'impôt. Ainsi, l'impôt qui finance l'éducation et la santé des travailleurs, ou les infrastructures et les institutions (justice, sécurité) sera certainement dans une large mesure bénéfique pour le potentiel productif de l'économie.

Notre regard sur l'impôt minimum de 15% sur les multinationales est foncièrement positif car il limite les distorsions fiscales, qui sont hautement dommageables à l'économie. Entre deux entreprises en concurrence, il faut que ce soit la plus efficace qui l'emporte, pas celle qui bénéficie d'un taux d'imposition de faveur. Cet accord international, en soi un événement à célébrer quand on sait la difficulté à en conclure,

permet de limiter la « course vers le bas » sur certains impôts, une course mortifère qui, faute de vouloir ou de pouvoir diminuer les dépenses publiques, impose d'en augmenter d'autres, avec des effets négatifs sur le fonctionnement de nos économies. Qu'on aime ou qu'on n'aime pas l'impôt, il faut le souhaiter harmonisé et portant là « où il fait moins mal ». Les bases d'imposition mobiles, pouvant se déplacer aisément à l'étranger, ne sont pas nécessairement les bases où il est économiquement indiqué de prélever peu de recettes publiques.

Impact sur les bourses

Dans la durée, une harmonisation internationale de l'impôt des sociétés sert l'efficacité économique. Est-ce qu'à court terme ce n'est quand même pas un transfert significatif au détriment des entreprises et donc de leurs actionnaires ? La réponse est ici tout à fait apaisante. En Belgique, on estime le surcroît de recettes à 0,1% du PIB à peine. Au niveau mondial, FactSet estime qu'en 2024 le bénéfice des entreprises constituant l'indice MSCI World, qui ne couvre pas toutes les capitalisations boursières, dépassera USD 3100 milliards. De plus, les USD 150 milliards de recettes espérées, un montant jugé « ambitieux », est atteint, il le sera pour partie auprès de multinationales non cotées en bourse. Donc, au grand maximum, c'est l'un ou l'autre point de pourcentage du bénéfice des entreprises qui sera « amputé » du fait de l'impôt minimum sur les multinationales. Il n'y a donc pas lieu, du fait de cette mesure, de changer le regard sur la future rentabilité nette d'impôt des entreprises cotées.

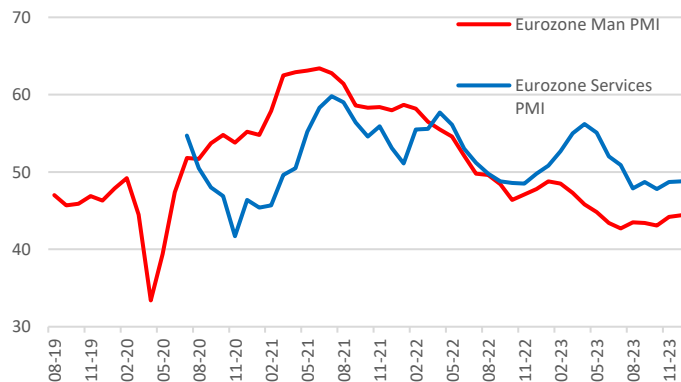
Et profitons de l'occasion pour rappeler une réalité de première importance sur les marchés financiers : cette taxe de 15% a beau n'être d'application que depuis le 1er janvier 2024, elle est annoncée depuis 2021 et son effet a donc été intégré dans les cours dès son annonce..

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATION & STRATEGIE

Le consommateur européen compense pour les producteurs...

Ces derniers mois, les **indicateurs avancés européens** pour l'industrie ont pointé vers une récession et au second semestre 2023, les perspectives du secteur des services se sont également **systématiquement détériorées**.

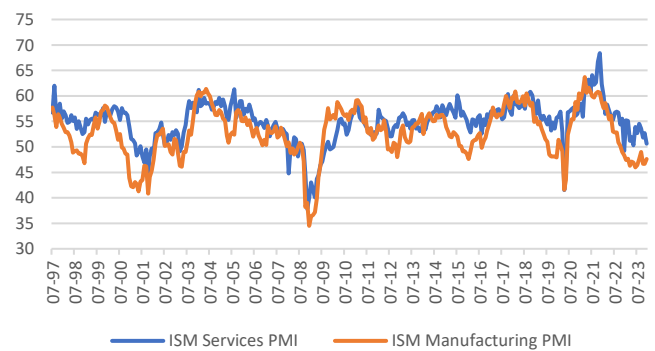


Source: Bloomberg

En outre, les **déficits publics** de la zone euro devraient revenir à 2,8 % du PIB, soit une **diminution** d'environ 0,3 point de pourcentage. Ce repli **aura un impact négatif sur la croissance** européenne au travers de la baisse de la demande. Les exportations, notamment de l'Allemagne, souffriront également d'une baisse de la demande mondiale et en particulier de la Chine. Cela signifie-t-il qu'une récession en Europe est inévitable ? À notre avis, non. Nous pensons que les **consommateurs européens compenseront le sentiment négatif des producteurs**. Le **chômage est à un plus bas historique** (6,4% en novembre), soit à peine plus de la moitié du pic d'il y a 12 ans lors de la crise européenne. Le **nombre de personnes employées** en pourcentage de la population active est **nettement plus élevé qu'avant la crise de la Covid**. Cela est non seulement bon pour la confiance, mais garantit également que les revenus des consommateurs dans leur globalité augmentent, surtout maintenant que **les salaires réels** se sont récemment **remis à augmenter**. En termes de dépenses publiques, il ne faut pas perdre de vue le fait qu'il y a eu des retards importants dans le paiement des subventions du « Fonds de relance » européen. Selon JP Morgan Asset Management, au lieu des paiements initialement prévus d'environ 75 milliards d'euros, près de 300 milliards d'euros seront versés au cours des trois prochaines années, ce qui représente environ 0,5 % du PIB européen par an. La combinaison des éléments positifs et négatifs ci-dessus nous amène à conclure que **la croissance économique de la zone euro sera probablement faible, mais restera néanmoins positive**.

Aux Etats-Unis la croissance attendue est plus élevée ...

Aux États-Unis, l'analyse est similaire, la principale différence étant que les producteurs sont moins négatifs. Les **indices PMI** du secteur manufacturier et des services **indiquent un net ralentissement** de la croissance **mais pas une récession**.



Source: Bloomberg

Ici aussi, le taux d'activité a systématiquement augmenté au cours des derniers trimestres et se rapproche désormais du sommet de la fin des années 1990. Même si les créations d'emplois sont en baisse, environ 200 000 nouveaux emplois ont encore été créés mensuellement au cours des 6 derniers mois, ce qui correspond à la moyenne depuis 2010. Le chômage reste donc historiquement bas. Aux États-Unis, les salaires ont également récemment crû en termes réels. **La combinaison de salaires réels plus élevés et d'un plus grand nombre de travailleurs garantit une augmentation du revenu réel disponible du consommateur américain**, ce qui compensera le moindre dévidement de l'épargne excédentaire constituée durant les confinements. Même si le déficit public attendu pour cette année reste élevé, à 7,4 % du PNB, il serait néanmoins nettement inférieur au déficit de 8 % de 2023. Cela aurait un impact négatif sur la croissance économique, même si on ne sait jamais en année électorale. Les élections présidentielles de début novembre pourraient provoquer de la volatilité, quel que soit leur vainqueur, car un scénario similaire à celui de 2020 n'est pas impensable si Trump perd (s'il est nommé candidat républicain, ce qui n'est pas encore gagné d'avance).

... et la Chine continue de connaître des difficultés

Nous pensons que l'économie chinoise continuera à connaître des difficultés au cours de cette année à moins que le gouvernement ne prenne des mesures décisives. Une **crise immobilière généralisée n'est tout simplement pas propice à la confiance d'un consommateur** qui conserve son épargne dans une combinaison de cash et d'immobilier. Le fait que quelque 8,5 millions de Chinois, dont la plupart sont âgés de 18 à 59 ans (soit environ 1 % de la population active), sont en retard de paiement et ont donc été mis sur une liste noire par le gouvernement pour toute une série de services et de biens n'est pas propice non plus à la croissance et à la confiance.

L'inflation continue d'évoluer dans la bonne direction

Même si **l'inflation a légèrement augmenté** dans la zone euro et aux États-Unis en décembre, **nous ne considérons pas cela comme inquiétant**. Dans la zone euro, cela concerne principalement des éléments techniques tels que la fin des subventions énergétiques en Allemagne et en France et n'est donc pas vraiment une surprise. **La tendance reste clairement à la baisse** et, entre-temps, dans plusieurs pays dans la zone euro, l'inflation « headline » est tombée en-dessous de l'objectif de la BCE. La Belgique en fait partie et en octobre

dernier nous étions presque en territoire de déflation (0,36% d'inflation annuelle). La tendance à la baisse se poursuit également aux États-Unis et on s'attend à ce que, grâce à la baisse des prix de l'immobilier et des loyers, l'importante composante « logement » de l'inflation diminue enfin (voir les « Spotlights » précédents pour plus de détails), ce qui exercera une pression à la baisse sur l'inflation. **Le conflit entre le Hamas et Israël pourrait avoir un impact négatif sur l'inflation dans la période à venir.** Non pas à cause d'une hausse des prix du pétrole, puisque ceux-ci ont clairement baissé depuis le début de la guerre, mais à cause d'une forte augmentation des prix du fret.



Source: Bloomberg – coût de transport conteneur Shanghai - Rotterdam

Les attaques par drones et missiles par les rebelles Houthis en mer Rouge ont rendu cette route maritime si dangereuse que pratiquement aucun porte-conteneurs n'emprunte cette route, qui représente environ 30 % de tout le trafic de conteneurs. Le détour par le Cap de Bonne Espérance signifie que les navires passent plus de temps sur la route, ce qui réduit la capacité et donc augmente les prix. Cela ne nous inquiète pas pour le moment, mais c'est quelque chose que nous suivons attentivement.

Premières baisses de taux à attendre

Grâce à la baisse de l'inflation, nous constatons un net changement de comportement des banques centrales. Le président de la FED, J. Powell, a clairement indiqué que la prochaine variation des taux d'intérêt se ferait à la baisse et le « dot-plot » indique **une baisse des taux d'intérêt de 0,75 %** d'ici la fin de l'année. **Un changement de comportement est également à prévoir au sein de la BCE**, même si celle-ci reste encore attentiste. La forte baisse de l'inflation et le net affaiblissement de l'économie laissent une marge suffisante pour réduire les taux d'intérêt. Le marché s'attend à court terme à une baisse des taux d'intérêt de 1,25% aux États-Unis, soit bien plus que ce qu'annonce la banque centrale. Même si cela n'est pas probable à (très) court terme, cela n'est certainement pas irréaliste à un peu plus long terme. Lorsque la Fed aura rempli son double mandat de plein emploi (atteint étant donné le faible taux de chômage) et d'inflation inférieure mais proche de 2 % (en bonne voie), il semble logique que les taux d'intérêt évoluent vers le « long run » que les gouverneurs de la FED mettent en avant dans le « dot-plot ». Ce taux est actuellement inférieur d'environ 3 % au taux cible actuel de 5,25 % à 5,5 %.

En cas de correction, augmenter le poids des obligations

Les taux d'intérêt à long terme ont chuté de façon spectaculaire depuis fin octobre. Compte tenu de la rapidité du déclin, l'actuelle correction à la hausse n'est pas illogique et est peut-être même saine. Toutefois, nous pensons qu'il est relativement peu probable que nous revenions aux sommets observés à l'automne. Nous **utiliserions une nouvelle baisse des prix des obligations** (ou en d'autres termes une hausse des taux d'intérêt) **pour réduire toute sous-pondération significative** en obligations. **Nous continuons de préférer les obligations d'État** au sein d'un portefeuille diversifié. Bien que **le spread des obligations d'entreprises** soit conforme à la moyenne des 15 dernières années, il **pourrait augmenter considérablement si nous nous retrouvions quand même en récession**. Aux États-Unis, où ce risque est nettement plus faible, le spread proposé est actuellement inférieur à la moyenne et est donc peu attractif. **Nous restons également prudents sur les obligations à haut rendement**. Ce que nous pouvons gagner de la compression des spreads si tout se passe bien et que nous tombons à des plus bas historiques (60 à 80 points de base) est faible par rapport à ce que nous pouvons perdre si nous nous retrouvons à nouveau en turbulence ou en récession (augmentation des spreads de plus de 300 points de base).



Source: Bloomberg – Spread obligations Européennes à haut rendement

En outre, la durée moyenne des obligations européennes à haut rendement est tombée vers entre 3 et 4 ans et le refinancement sera moins évident puisque le nombre de faillites est en nette augmentation et qu'il existe à nouveau de nombreuses alternatives (beaucoup de ces obligations ont été émises et achetées avidement lorsque les taux d'intérêt des obligations de qualité était négatif).

Surpondérer quelque peu les actions américaines

Nous maintenons une surpondération limitée en actions. Compte tenu de la baisse des taux d'intérêt et des perspectives qui ne sont pas si mauvaises, les valorisations sont globalement acceptables. Il peut paraître surprenant que nous prônions une **surpondération des États-Unis**, dont les **valorisations** sont nettement **supérieures à la moyenne**. L'explication est double : selon nous, **l'économie américaine reste relativement en bonne santé**, ce qui bénéficiera aux bénéficiaires des entreprises américaines. De plus, **les indices boursiers américains sont dominés par des secteurs à croissance supérieure à la moyenne** et dans un monde où la croissance se raréfie, il faut être prêt à la payer un peu plus cher. Cela ne signifie pas que

nous soyons aveugles aux valorisations fortement accrues des soi-disant « sept magnifiques ». Nous préconisons donc de **maintenir une partie de la position** en actions américaines via un ETF « **equal weight** », dans lequel le poids de chaque action est le même quelle que soit la capitalisation boursière. Par ailleurs, **les petites capitalisations apparaissent clairement attractives** par rapport aux grandes entreprises.



Source: JP Morgan – valorisation petites / grandes capitalisations

Néanmoins, nous ne prendrions pas de positions trop importantes car ces types d'entreprises pourraient souffrir si nous nous trompons dans notre scénario macroéconomique américain.

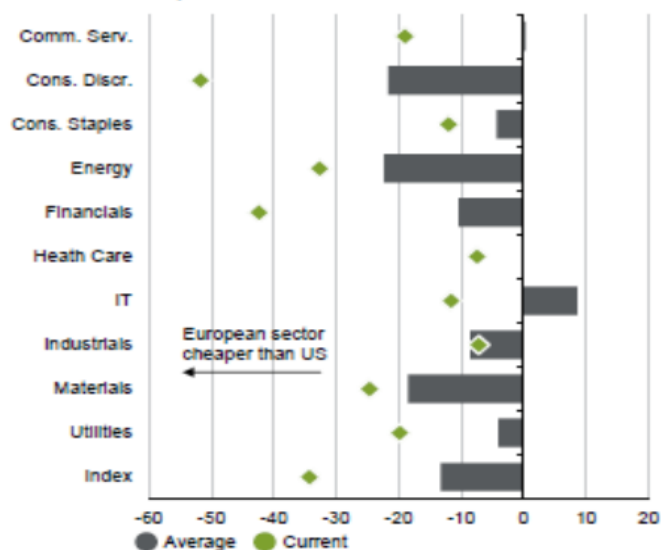
... tout comme en Europe...

Les actions européennes sont actuellement relativement bon marché par rapport à leur propre moyenne à long terme (une décote d'environ 10%), ce qui compense suffisamment les perspectives moins favorables. Ce qui est frappant, c'est que dans tous les secteurs la valorisation relative par rapport à leurs homologues américains a désormais très fortement baissé.

On oserait donc surpondérer la région dans un portefeuille diversifié. Les petites capitalisations peuvent également être incluses dans le portefeuille en Europe, bien que dans un poids moindre qu'aux États-Unis. La sous-évaluation est moins prononcée et la probabilité d'un scénario négatif dans lequel

nous nous retrouvons en récession nous semble nettement plus grande qu'aux États-Unis.

MSCI Europe relative valuation vs. the US
%, relative discount/premium based on 12-month forward P/E ratios



Source: JP Morgan Asset Management

... mais plus prudent dans les marchés émergents

Tout comme l'Europe, les marchés émergents sont relativement bon marché (10 % moins chers que la moyenne en valorisation P/B). Cependant, nous ne surpondérons pas cette région dans le portefeuille. À l'exception de la Chine et de l'Afrique du Sud, **tous les grands pays de l'indice ont une valorisation normale ou chère (Inde)**. La valorisation moins élevée s'explique donc uniquement par le marché chinois, où nous souhaitons d'abord voir des mesures structurelles avant de devenir plus positifs.

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.