

2024

Perspectives d'investissement et recommandations



Après avoir été au centre des discussions lors des 3 dernières années, l'inflation semble se diriger vers sa cible de 2% pour les pays développés et 3% pour l'UEMOA. Ce ralentissement s'est opéré au prix d'un resserrement monétaire sans précédent, mettant les économies développées face à un risque de récession en 2024. L'UEMOA fait preuve de résilience économique grâce à une solide demande intérieure et au développement de projets d'hydrocarbures d'envergure mais navigue dans un contexte monétaire, politico-sécuritaire et fiscal incertain. Par suite d'une rétrospective sur l'année écoulée, nous nous efforcerons d'analyser les facteurs clés de l'année 2024 ainsi que nos recommandations.



FONDS	PERFORMANCES			
	2023	2022	2021	2020
FCP BRIDGE OBLIGATIONS	+5,00%	+5,51%	+4,04%	+6,58%
FCP BRIDGE DIVERSIFIE CROISSANCE	+9,91%	+3,82%	+10,66%	+2,72%
FCP BRIDGE EQUILIBRE	+10,67%	+4,17%	+10,17%	+4,45%
BRVM C	+5,38%	+0,46%	+39,15%	-8,71%

RESUME

- Entre crise de liquidité et croissance bénéficiaire des entreprises mitigée, **l'année 2023 a été source d'opportunités d'investissement tant au niveau des obligations offrant des rendements attractifs, qu'à celui des actions distribuant des dividendes adéquats (8,57% D/Y vs 8,40% en 2022) et une appréciation de leur valeur (BRVM – C +5,38%).**
- **La bonne performance du marché des actions est majoritairement attribuable au secteur financier**, qui a réalisé des performances financières exceptionnelles (+23% RN), se traduisant par une progression du BRVM – FINANCE de 14,45%.
- L'inflation mondiale se dirige vers sa cible, **nous anticipons un assouplissement de la Fed et de la BCE au cours du deuxième semestre de l'année** afin de redynamiser la croissance Européenne et maintenir le rythme actuel aux Etats-Unis.
- **Les politiques monétaires et fiscales, les incertitudes politiques et la mise en production des projets d'hydrocarbures feront office de facteurs d'influence principaux** sur notre marché régional.
- Nous anticipons un maintien de la politique monétaire en territoire restrictif et une **évolution du taux directeurs de la BCEAO vers 4%**, justifiée par le faible niveau des réserves extérieures durant l'année 2023.
- Les politiques fiscales restrictives se traduiront selon nous par un **retrait des subventions étatiques et une hausse des taxes** sur les secteurs à forte génération de revenu.
- **Les besoins de financements des Etats couplés au déficit de liquidité bancaire devraient maintenir les rendements des Etats à des niveaux élevés, supérieurs à 7,5% pour les maturités intermédiaires.**
- D'un point de vue stratégique, **nous privilégions les obligations d'Etats aux obligations d'entreprises et aux actions.**
- Bien que positive, la croissance économique aura un impact hétéroclite sur le marché des actions de l'UEMOA; **Dans un contexte de hausse des coûts, nous favorisons le facteur croissance (Télécommunications) et les secteurs démontrant une bonne capacité de gestion des charges (Finances). Nous anticipons une évolution de -4% à 1% pour le BRVM Composite.**

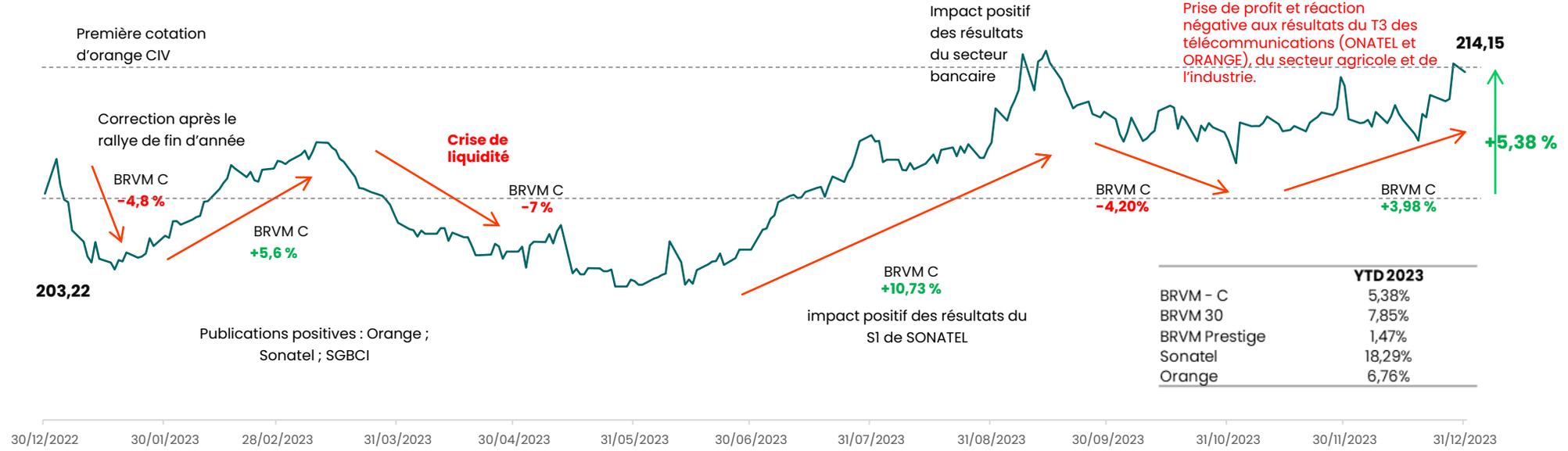
Principal indice de marché, le **BRVM composite termine l'année 2023 par une progression de +5,38%**. Cette évolution s'est faite au gré des bons résultats financiers du premier semestre du secteur financier et des télécommunications, permettant au marché de rebondir de la crise de liquidité entamée à la fin du mois de février.

Sur les quatre derniers mois de l'année, le marché a oscillé au fil des publications de résultats plus mitigées, mais maintenu une tendance haussière.

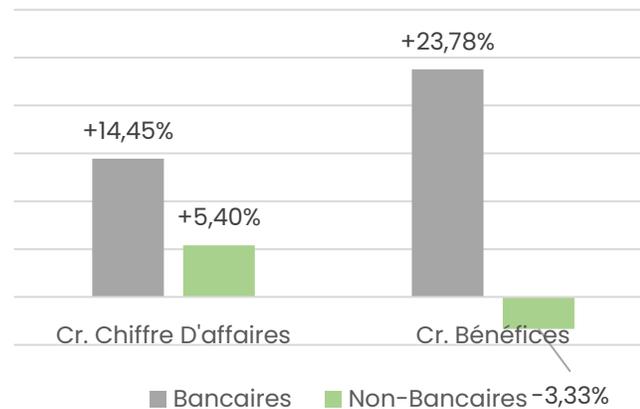
En effet, le secteur des télécommunications a fini par être rattrapé par des éléments exceptionnels affectant ses résultats pour les uns (Orange – contentieux Lonestar au Libéria) et un environnement concurrentiel difficile pour d'autres (ONATEL BF affiche une régression du CA de -2% depuis l'arrivée d'Orange sur le marché en 2017, contre 6,5% sur la période 2014-2017).

Malgré une activité résiliente (CA en hausse de 5,4% pour les non bancaires), les entreprises ont dans leur majorité été impactées par la hausse de leurs charges salariales et des coûts de l'énergie.

Les publications décevantes du 3^{ème} trimestre couplées à la crise de liquidité ont soufflé un vent de prudence sur le marché des actions, et limité le rallye de fin d'année.



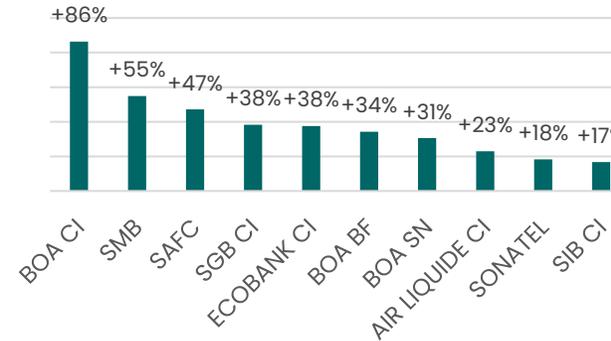
Evolution des résultats financiers*



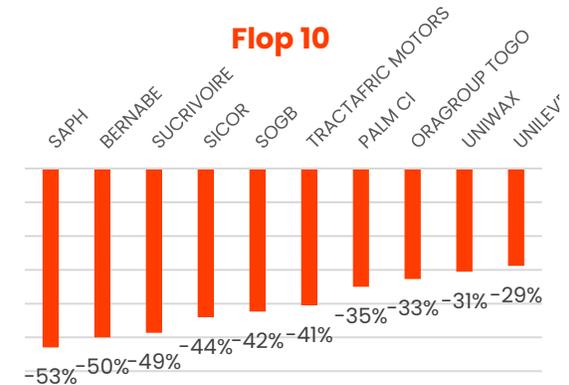
*Résultats basés sur les publications disponibles cette année, excluant ORAGROUP, SOLIBRA and FILTISAC

Performances 2023

Top 10



Flop 10



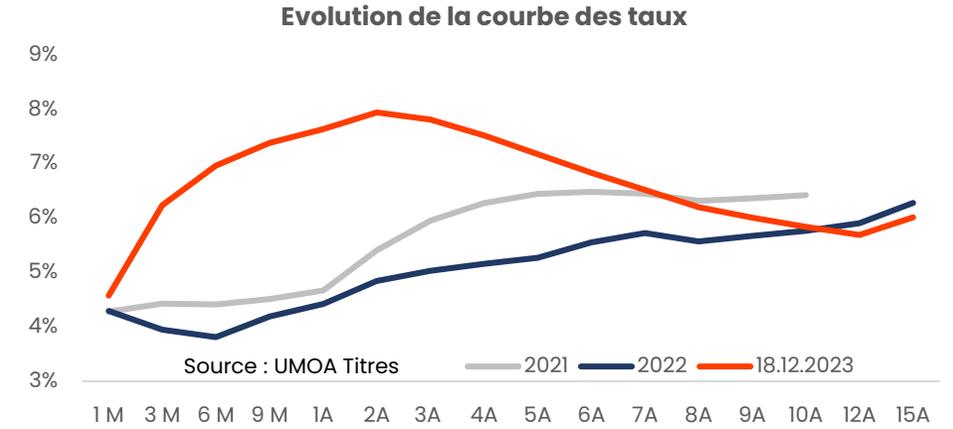
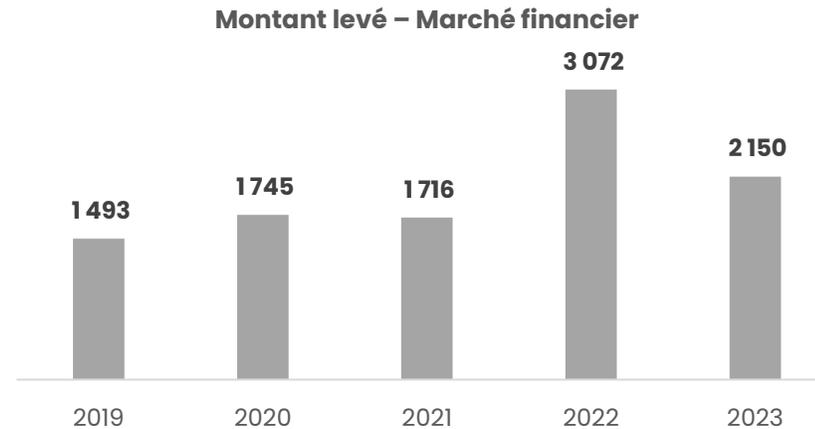
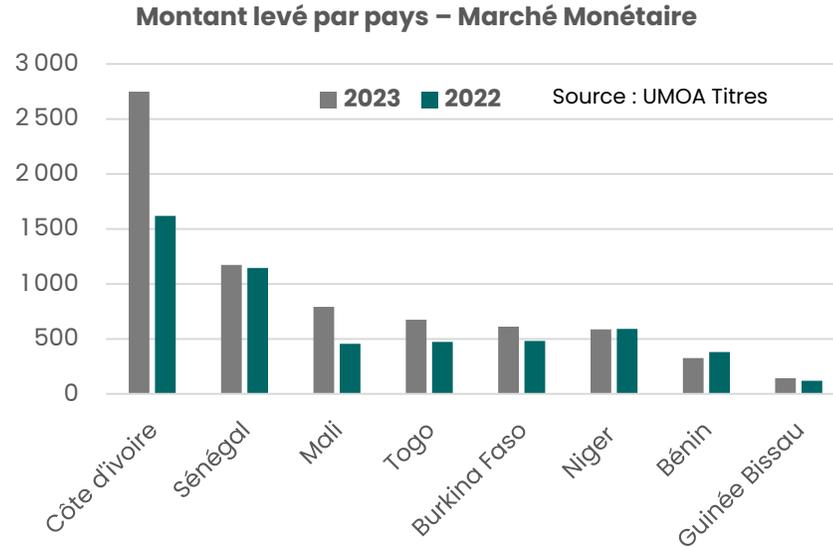
22 Entreprises affichent une performance positive en 2023, contre 23 en 2022

Le volume d'émission obligataire sur le marché monétaire a été plus soutenu en 2023 qu'en 2022 (7053 Mds versus 5263 Mds), au détriment du marché financier où les états ont pu lever 2150 Mds contre 3072 Mds en 2022.

Cet attrait pour le monétaire s'est justifié par ses maturités plus courtes et ses rendements plus attractifs, atteignant pour les maturités de 3 ans une moyenne de 7,8% en 2023, contre 4,84% en 2022.

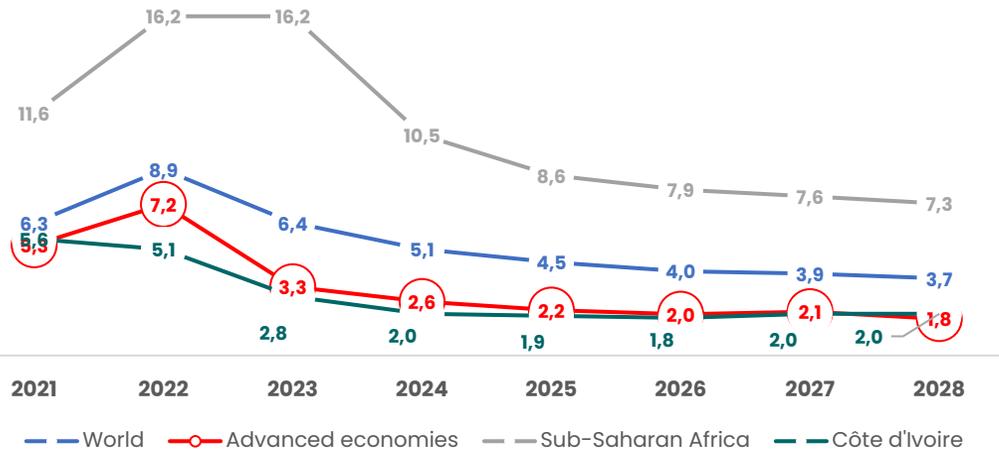
Le marché souverain a été marqué par l'inversion de la courbe des taux. Au regard des exigences de rendements des investisseurs, les Etats ont privilégié les maturités courtes, ne retenant que des montants faibles à des rendements bas sur les maturités plus longues. Sur la maturité de 7 ans, Le rendement moyen est de 6,52% en 2023 contre 5,72% en 2022.

Les émissions corporate et supranationales ont connu une augmentation de 57% à 287 Milliards sur l'année 2023.



Emetteur	Catégorie	Pays	Montant total
BOAD	Supranational	UEMOA	151 429 440 000
Electricité Pour Tous	Corporate	Côte d'Ivoire	60 000 000 000
CRRH - UEMOA	Supranational	UEMOA	36 000 000 000
SIMPA SA	Corporate	Sénégal	5 000 000 000
ORABANK CI	Corporate	Côte d'Ivoire	14 460 000 000
GROUPE EDK	Corporate	Sénégal	10 000 000 000
SOLEA	Corporate	Côte d'Ivoire	4 000 000 000
FOCUS IMMO	Corporate	Côte d'Ivoire	3 000 000 000
SDMA	Corporate	Côte d'Ivoire	1 900 000 000
NOURMONY HOLDING	Corporate	Côte d'Ivoire	1 070 000 000
Total	Corporate		99 430 000 000
	Supranational		187 429 440 000

L'inflation se dirige vers la cible des banques centrales



Source : FMI

En 2024, Nous devrions assister à un **ralentissement de l'inflation des pays développés**, qui n'atteindra cependant la cible des banques centrales (2%) qu'en 2025.

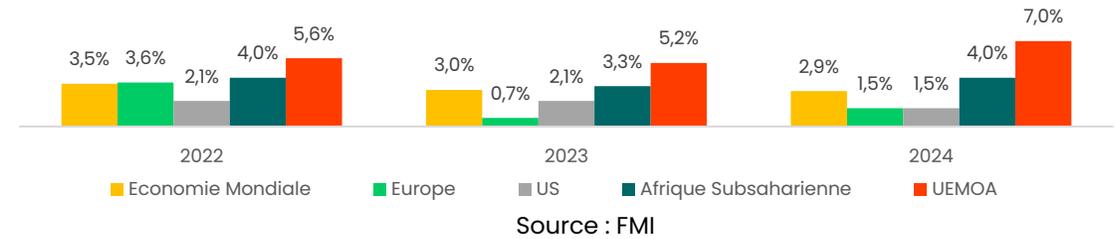
L'inflation mondiale quant à elle reste élevée, du fait de **l'importante contribution des pays émergents qui subissent la dévaluation de leurs devises face au dollar américain**.

GHANA Cedi: -65% vs USD

NIGERIA Naira: -96,65% vs USD

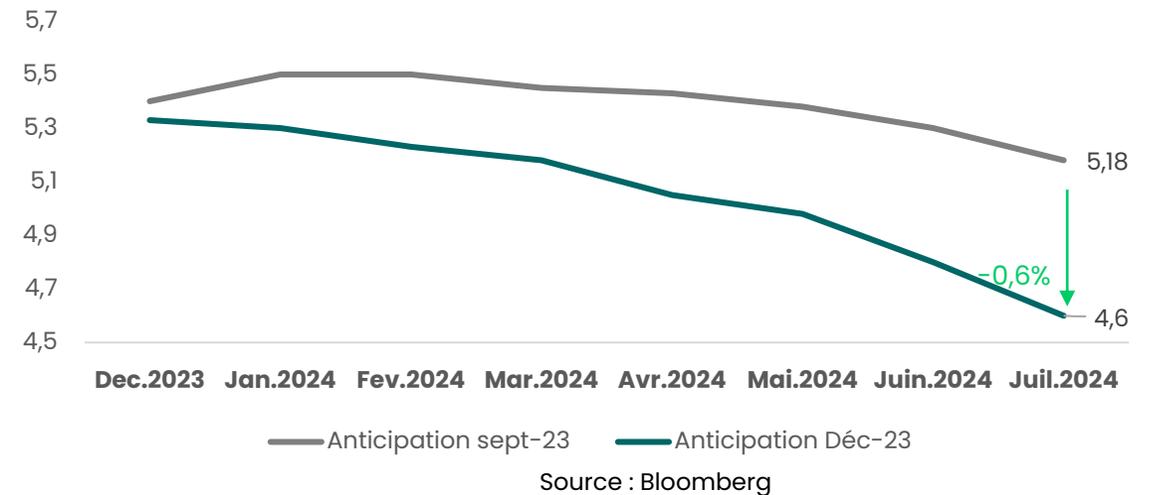
Kenyan Shilling: -25% vs USD

Croissance attendue du PIB



Les marchés financiers internationaux anticipent un assouplissement monétaire afin de préserver la croissance

Anticipations de politique monétaire du marché – Fed



Le ralentissement observé de l'inflation permettra selon nous aux banques centrales des pays développés d'entamer un assouplissement monétaire sur le deuxième semestre de l'année. En effet, lors de leurs deux dernières réunions, la Fed et la BCE ont maintenu leur taux directeurs inchangés. L'objectif de la BCE sera de redynamiser une économie en berne (+0,7% en 2023 selon le FMI). Du côté de la Fed, il s'agira de préserver une croissance résiliente (+2,1% de croissance en 2023 et en 2022).

2024 en quatre thèmes

La BCEAO maintiendra une politique restrictive



Nous anticipons **au moins une hausse de taux de la BCEAO sur le premier semestre de l'année 2024**, qui devrait se diriger vers un taux directeur de 4%. Afin d'orienter les banques vers une collecte des dépôts adéquate à leur activité de crédit, **la BCEAO maintiendra selon nous le niveau actuel des montants retenus (Entre 6000 et 6500 Mds) lors des opérations de refinancement** sur la première partie de l'année. Nos anticipations pourraient cependant être contredites en cas de pressions des Etats, dont le financement dépendra fortement de la liquidité bancaire. Principal émetteur de la région, la Côte d'Ivoire a obtenu récemment des facilités de crédit du FMI et de Standard Chartered (pour un montant total de 650 Mds XOF), indiquant une possible tendance à l'endettement extérieur dans les mois à venir. Malgré ces emprunts, l'Etat entend émettre 2700 Mds sur les marchés financiers et monétaires régionaux, contre 3200 Mds en 2023.

Les incertitudes politiques comme talon d'Achille



Le calendrier électoral sera chargé avec les élections présidentielles au Sénégal en février et au Mali au cours du premier trimestre. La situation au Niger évolue vers des négociations, mais le désire des Etats du Sahel de constituer une union monétaire pose un risque d'instabilité financière non-négligeable. Forts pourvoyeurs de devises grâce aux exploitations minière, ces Etats contribuent également à l'activité économique de notre région.

Les états exerceront une pression fiscale



Face aux difficultés monétaires qui se poursuivent, **les Etats seront contraints d'appliquer une politique fiscale restrictive** qui se traduira par une baisse des subventions et une hausse des taxes. Ces mesures ont déjà le support du FMI, dont le financement est conditionné à un redressement du déficit budgétaire.

Une croissance du PIB fortement dépendante hydrocarbures



Nourrie par les projets d'hydrocarbures en Côte d'Ivoire, au Sénégal et au Niger, **la croissance UEMOA est attendue à 7,4% en 2024 contre 5,7% estimée en 2023. Cette croissance ne ruissellera pas sur l'ensemble des entreprises de notre marché.** En effet, certaines compagnies seront impactées par l'augmentation des charges d'intérêts causée par l'augmentation des taux, mais aussi des prix de l'énergie et des salaires.

Indicateurs clés

Couverture des exportations par les réserves (BCEAO)

Évolution du déficit budgétaire en % du PIB

Après avoir mis en avant la lutte contre l'inflation pour justifier sa politique monétaire, la BCEAO a récemment ajusté son narratif, introduisant la stabilité des comptes extérieurs comme argument à son tour de vis supplémentaire opéré le 6 décembre 2023. En 2024, malgré l'assouplissement anticipé du côté des banques centrales internationales, la BCEAO maintiendra une politique restrictive qui sera à notre avis fonction d'un facteur : **le niveau de couverture des importations par les réserves extérieures.**

Maintenir la stabilité des comptes extérieurs

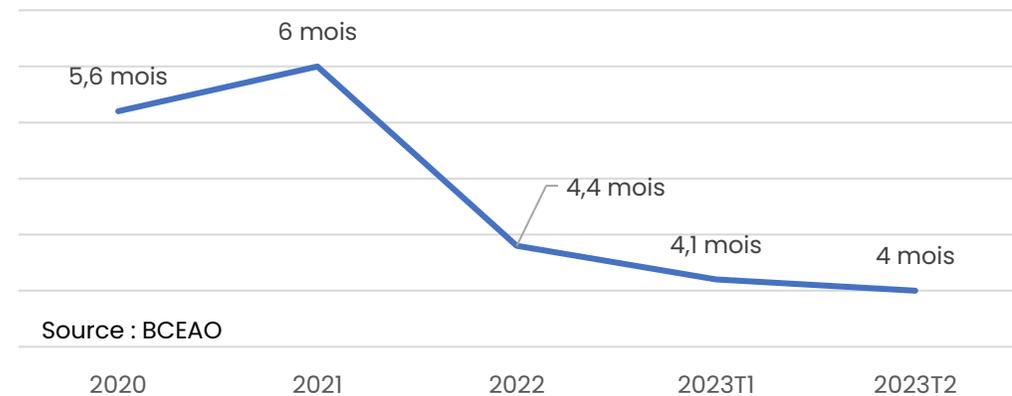
Tributaire d'une balance commerciale structurellement négative, notre région dispose de 3 options pour la financer : l'endettement en devises étrangères, l'amélioration de la valeur de nos exportations et l'utilisation des réserves de changes.

L'accès limité au financement international et la chute des cours des matières premières d'exportation n'ont laissé d'autres choix que l'utilisation des réserves de change pour financer nos importations, entraînant une forte détérioration de leur niveau.

Cette situation a généré une détérioration des actifs extérieurs nets de la zone UEMOA, le déficit courant n'étant pas couvert par des entrées nettes de capitaux.

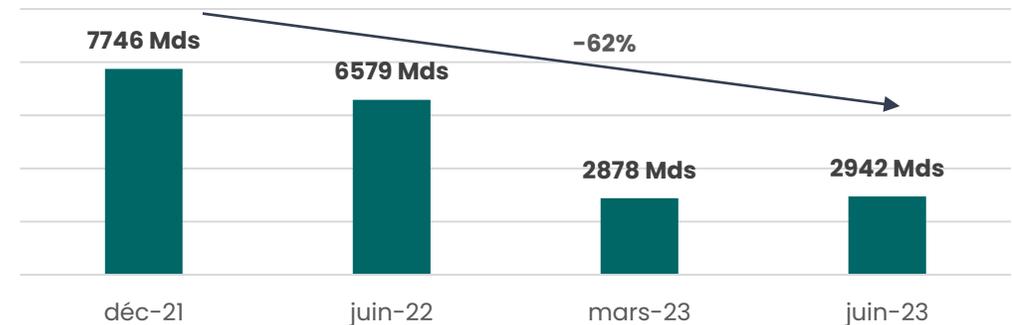
Afin de rétablir l'équilibre, la banque centrale doit **augmenter les entrées nettes de capitaux et réduire les transferts en améliorant l'attractivité du marché régional (taux d'intérêts attractifs)** et en contrôlant les transferts sortant via la limitation de l'enveloppe de liquidité octroyée aux banques.

Couvertures des importations par les réserves en mois



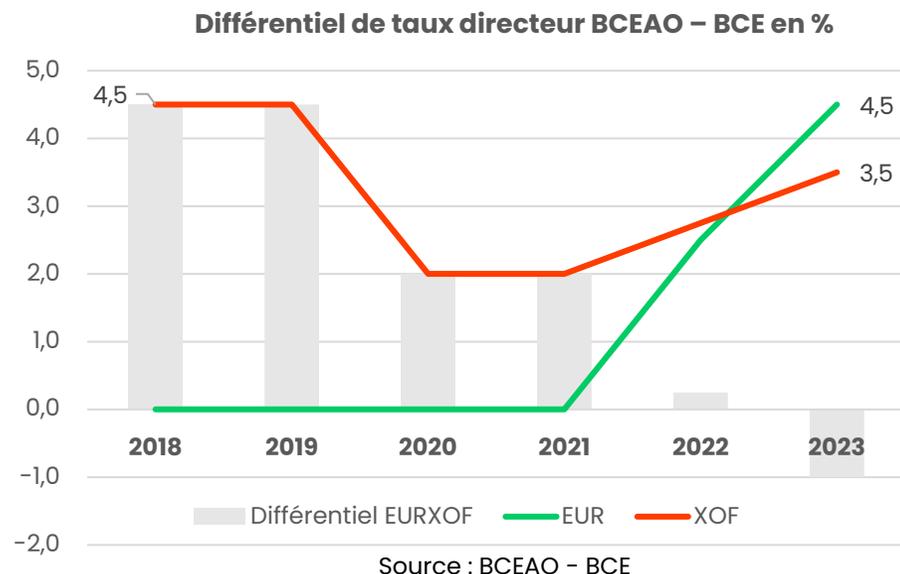
Source : BCEAO

Actifs extérieurs nets en Milliards



Source : BCEAO

Améliorer l'attractivité financière de la région

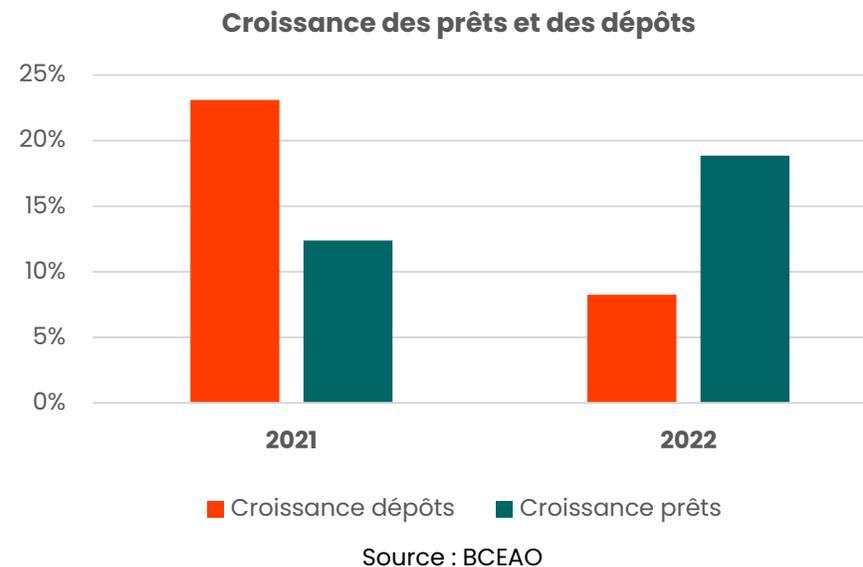


Face à l'ampleur du resserrement monétaire opéré par la BCE (+4,5% de hausse de ses taux directeurs), le différentiel de taux d'intérêts entre les deux régions est entré en territoire négatif (-1%) en 2023, mettant en question l'arrimage du FCFA à l'EURO et l'attractivité financière de la région.

Cet écart est d'autant plus marqué entre le taux directeur de la Fed (5,25%) et celui de la BCEAO (3,5%) et tient toute son importance au regard de l'utilisation de produits de couverture de change par une importante partie des investisseurs internationaux, le coût de couverture correspondant au différentiel de taux entre les deux devises.

L'action de la BCEAO visera selon nous en 2024 à réduire ce différentiel, dynamisant ainsi l'attractivité de la zone UEMOA.

Renforcer les capacités de collecte du secteur bancaire



L'ensemble des facilités de refinancement accordées par la BCEAO sur les récentes années ont éloigné les banques de leur activité principale de financer l'économie en octroyant des prêts grâce à l'épargne domestique collectée.

Cette déformation a eu pour conséquence une croissance des encours de crédit bien plus importante que celle des dépôts sur l'année 2022.

En réduisant les montants retenus lors des opérations de refinancement, la BCEAO en plus de **réduire les transferts extérieurs**, force les banques à s'appuyer davantage sur la collecte de dépôts pour financer les prêts.

Malgré une amélioration de la croissance économique attendue, nous anticipons une évolution des résultats des entreprises disparate. Les politiques fiscales restrictives impacteront directement les charges des entreprises, à travers une hausse des prix de l'énergie et une possible hausse des taxes. Combinées à l'action de la BCEAO, elles affecteront inévitablement la demande intérieure. Dans cet environnement, l'allocation sectorielle aura une influence capitale, nous misons donc sur les secteurs ayant un potentiel de croissance stable et une bonne maîtrise des charges démontrée.

Une croissance bénéficiaire hétérogène

Banques

Revenus

Nous anticipons un ralentissement de l'activité de crédit (+5% de progression en 2024 vs +16%* en 2023) au regard de la crise de liquidité et de la hausse des coûts de financement. Le secteur devrait cependant maintenir ses marges d'intérêt grâce à un ajustement du « pricing » et des stratégies de gestion active du passif, leur permettant de mitiger la hausse des charges d'intérêt.

Coûts

Les politiques de diversification des actifs ont permis une amélioration de la qualité des actifs (ratio NPL 8,5% 2022 vs 10,5% en 2021, estimation à 8% en 2023). **Nous anticipons une dégradation du ratio NPL sur 2024 à 9,5%.** Cette évolution à la hausse sera due aux difficultés rencontrées par le secteur agricole en côte d'ivoire pour la campagne café/cacao 2023-2024. Compte tenu de la diversification des actifs et la réorientation des portefeuilles de prêts vers les grandes entreprises d'hydrocarbures et d'industries, la dégradation des portefeuilles devrait être limitée.

Résultats 2023

La baisse marquée du coût du risque grâce à une meilleure qualité de portefeuille et la hausse du PNB soutenu par les marges nettes d'intérêt devraient permettre au secteur de délivrer des résultats exceptionnels, qui supporteront les cours sur le premier trimestre de l'année. **Nous projetons une hausse de 7% du CA en 2023 et de 10% du RN, pour un rendement de dividende de 12,71%.**

Résultats 2024

Le ralentissement de l'activité entraînera une évolution très modérée des résultats en 2024 et des vagues de prise de profits suite au paiement des dividendes. **Nous projetons une hausse modérée de 3 à 5% du CA, pour une évolution de +2% du RN.**

Télécommunications

Revenus

Nous projetons une croissance du Chiffre d'Affaires en ligne avec la tendance de moyen terme (+12% CAGR de 2019 à 2022 excluant ONATEL), le secteur ayant démontré sa résilience face aux environnements opérationnels difficiles. Cette croissance sera principalement soutenue par la Data et le mobile qui bénéficient de la politique de Capex disciplinée du secteur. En Côte d'Ivoire, le premier trimestre de l'année devrait être particulièrement porteur pour Orange CIV, avec 1 Millions de spectateurs attendus pour la CAN.

Coûts

Le secteur est l'un des plus exposés au risque de hausse des taxes, mais surtout à la baisse des subventions sur l'électricité. En côte d'ivoire, le gouvernement a réalisé 2 hausses en 2023 pour une évolution de +20% des prix quant au Sénégal les prix affichent une évolution de +16% sur l'année.

Résultats 2023

Pour l'année 2023, nous anticipons un RN en baisse de 10% malgré une croissance du CA de 5%, du fait d'éléments exceptionnels : Les pénalités financières provisionnées par Orange et Sonatel concernant leurs conflits au Libéria (Lonestar) et au Mali (Association des consommateurs). **Nous anticipons un rendement de dividende de 9% au titre de l'année 2023.**

Résultats 2024

Nous anticipons un retour des résultats à la hausse, la croissance du chiffre d'affaires de 8 à 12% atténuant la hausse des charges que nous estimons à 10%, pour un résultat net en progression de 10%.

Distribution d'hydrocarbures

Revenus

Nous anticipons des volumes de distribution en croissance grâce à la mise en production de gisements en Côte d'Ivoire et au Sénégal. Ces volumes compenseront selon nous une baisse modérée des cours du pétrole (70 USD vs 79 USD au 31 décembre pour le Brent) due à l'augmentation de la production américaine et à une baisse de la demande du fait du ralentissement économique à l'international.

Coûts

L'essentiel des coûts du secteur sera lié à l'évolution des stocks des entreprises. En effet, notre scénario de baisse modérée des cours aura un impact mineur sur les stocks mais une évolution plus marquée des cours se traduira par une dépréciation des stocks, réduisant le résultat net.

Résultats 2023

La chute brutale des cours pétroliers sur l'année 2023 causera une dépréciation des stocks et une baisse des résultats nets au titre de l'année 2023 de 15 à 20%. Nous prévoyons un rendement de dividende de 7%.

Résultats 2024

En 2024, nous anticipons un résultat en hausse alimenté par le rebond de la demande. En Côte d'Ivoire, la CAN offrira une dynamique positive à Total CI. Nous nous attendons à une stabilisation des stocks après une forte dépréciation en 2023. **Dans cet environnement, le CA sera en hausse de 5 à 10%, pour un résultat net en progression de 5%.**

Agriculture

Revenus

Les projections météorologiques actuelles prévoient une hausse de la production des huiles végétales en 2024 (Fitch Rating, Novembre 2023), induisant une baisse des prix.

Ainsi, nous anticipons un retour à la moyenne de long-terme des prix de l'huile de palme à USD700/tonne contre USD835/tonne actuels. En ce qui concerne le caoutchouc, nous anticipons une stabilisation des prix, après la baisse observée en 2023. Cette stabilisation sera motivée par une demande internationale et une production asiatique en baisse du fait de la pénurie de travailleurs observée depuis la covid.

Coûts

Le secteur continuera d'être impacté par la hausse des prix de l'énergie et des salaires en vigueur depuis janvier 2023 en Côte d'Ivoire. Dans un contexte de prix de ventes à la baisse, l'environnement concurrentiel et les coûts d'approvisionnement se détérioreront d'avantage. Une attention particulière devra être portée aux entreprises dont la production est cyclique du fait de repos végétatifs. **Nous estimons un rendement de dividende de 7,8%.**

Résultats 2023

Pour l'année 2023, nous anticipons un résultat net en baisse 20% du fait de la chute des cours et d'une hausse des prix de divers intrants (énergie, engrais) et des salaires (Hausse du SMIC en Côte d'Ivoire).

Résultats 2024

La baisse du résultat devrait se poursuivre sur 2024, **nous anticipons une chute de 10% du CA et de 15% du résultat net en lien avec la baisse des cours de l'huile de palme et la hausse des charges.**

Rendements de dividende nourris par le secteur bancaire

Valorisation

Le PER projeté du marché apparaît élevé par rapport à son niveau historique, indiquant une correction potentielle des prix, afin de refléter les résultats insatisfaisants des entreprises non-financières.

Le rendement de dividende moyen reste attractif (8,8%) comparé à son historique récent, mais principalement relevé par la contribution du secteur finance (10,59% en moyenne) contre 5,52% pour le secteur non financier.

Performance attendue en 2024

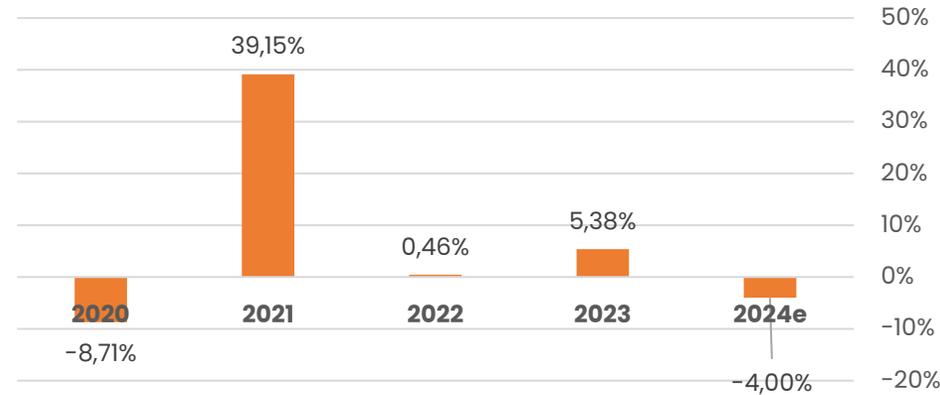
Sur le premier trimestre de l'année, le secteur finance tirera son épingle du jeu grâce à la publication de résultats 2023 attractifs. Il sera selon nous par la suite rattrapé par le ralentissement de l'activité de crédit, à mesure que les publications trimestrielles se réalisent.

Les titres Orange et Sonatel connaîtrons un repli du fait de leurs résultats en baisse de 15% et 5% respectivement, avant un retour à la hausse à l'approche des paiements de dividendes et des premiers résultats trimestriels de 2024.

Le secteur non-financier sera un détracteur de performance sur l'ensemble de l'année, à l'exception du secteur des télécommunications qui aura la capacité d'absorber la hausse des charges. Un point d'attention particulier est à mettre sur notre anticipation de dividende, l'augmentation des charges risquant de mettre en péril les taux de distribution des entreprises.

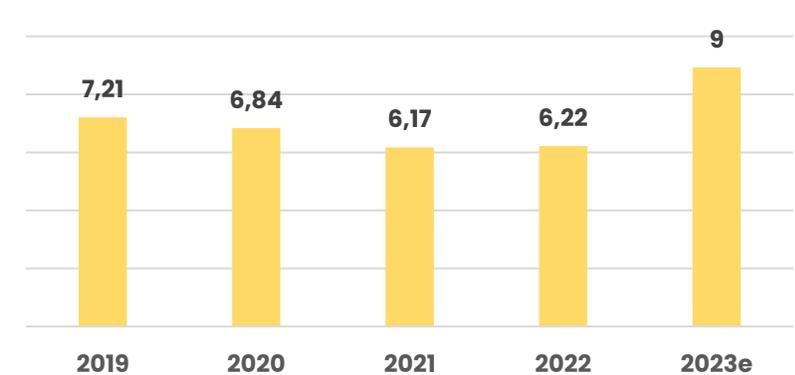
Nous anticipons un rendement de dividende de 8,8% au titre de l'année 2023, et une progression du BRVM – C de -4% à +1% sur l'année 2024.

Croissance du résultat



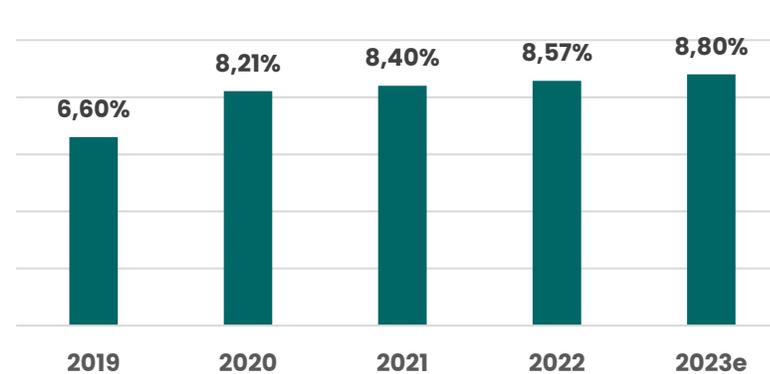
Source : BRIDGE ASSET MANAGEMENT – BRVM

PER



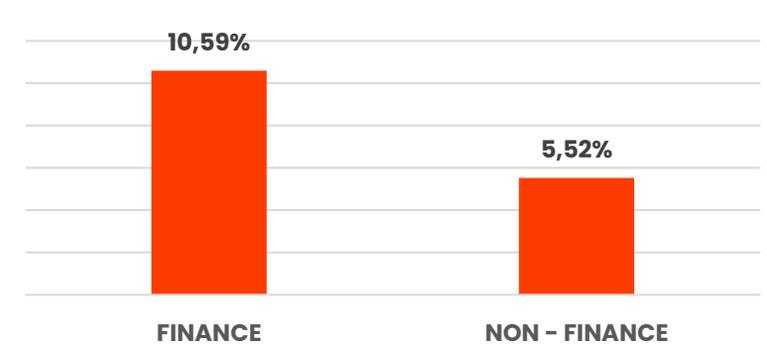
Source : BRIDGE ASSET MANAGEMENT – BRVM

Rendement de dividende



Source : BRIDGE ASSET MANAGEMENT – BRVM

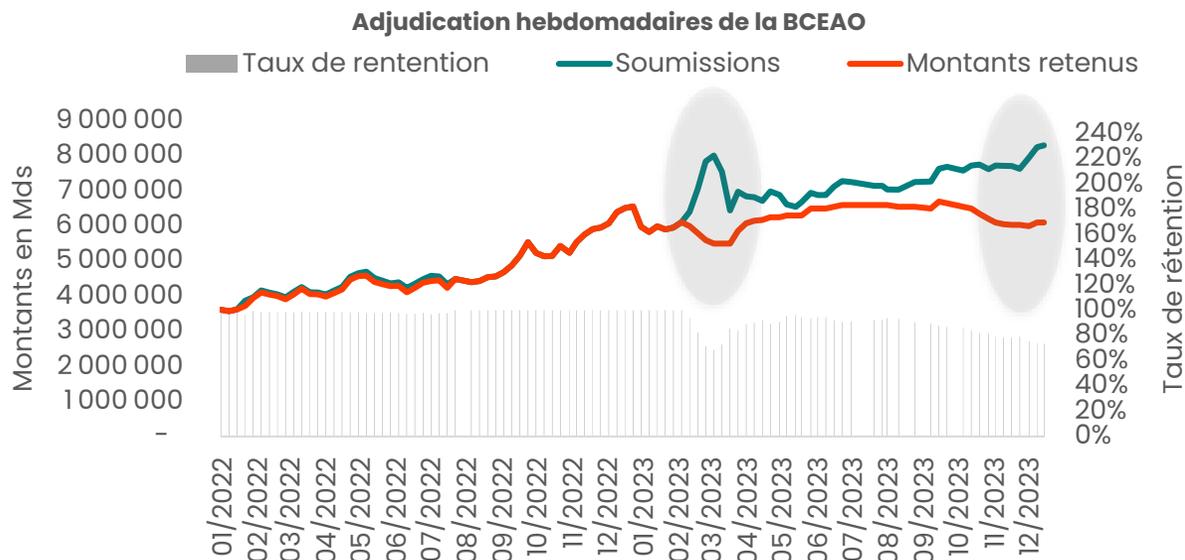
Rendement de dividende par secteur – 2023e



Source : BRIDGE ASSET MANAGEMENT – BRVM

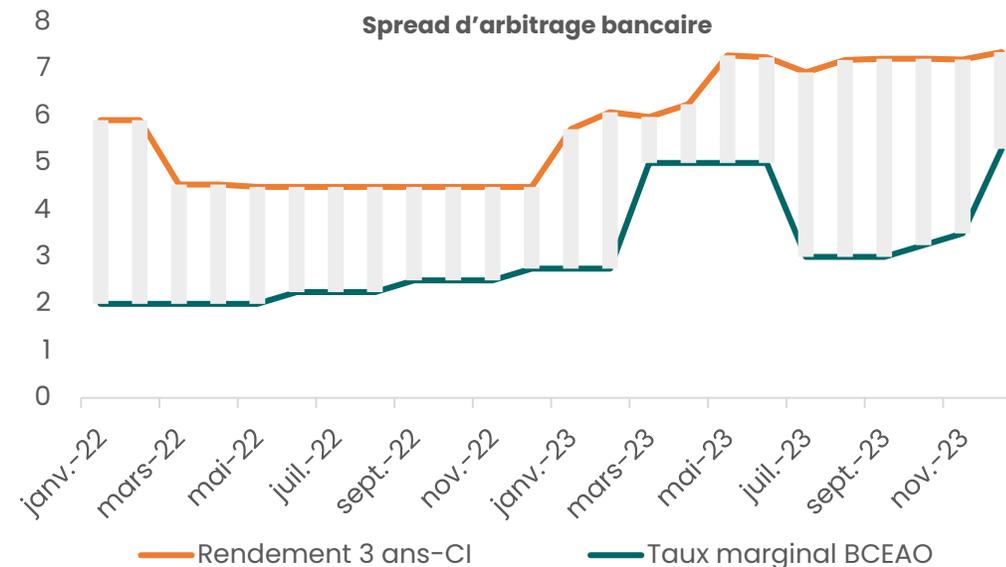
Comme indiqué lors de notre Focus sur la politique monétaire, nous anticipons des conditions de financements restrictives au moins jusqu'à la fin du premier semestre de l'année 2024. **La BCEAO conserve une marge de manœuvre concernant son taux directeur qui se situe à 3,25%, en comparaison à 5% en CEMAC et 4% en zone EURO**, deux régions comparables à l'UEMOA au regard de l'arrimage des devises. Compte tenu des importants besoins de financement des Etats et de la rareté de la liquidité bancaire, **les rendements poursuivront leur hausse pour se situer dans l'intervalle [7,5% - 8%]** en moyenne sur la maturité de 3 ans pour l'UEMOA.

Des contraintes de liquidité qui pèseront



Sur l'année 2023, la BCEAO a limité les montants offerts à l'adjudication (6000-6500 Mds), qui restent cependant au-dessus des volumes de l'année 2022 (3500-6000 Mds). **Cette volonté de réorienter les banques vers d'autres sources de financement telles que les dépôts, aura un impact majeur sur le marché obligataire**, poussant les banques à réaliser d'importants arbitrages entre les différentes opportunités d'investissement.

Un recours au marché local qui coûtera cher



L'évolution récente du taux marginal d'adjudication hebdomadaire réduit considérablement l'attrait des obligations d'Etats, le spread d'arbitrage bancaire étant moins attractif.

L'ensemble de ces éléments conduira selon nous à une augmentation des rendements obligataires sur l'année 2024.

Au regard des éléments précités, nous recommandons un **positionnement défensif des portefeuilles**, en favorisant les obligations au détriment des actions.

Au sein des obligations, nous avons une **préférence pour les maturités courtes**, au moins jusqu'à l'apparition d'un pivot accommodant du côté des banques centrales internationales.

Quant aux actions, **nous sommes à l'achat sur le secteur des télécommunications et conservons le secteur des hydrocarbures et les services financiers.**

