

OCTOBRE 2023

Editorial

Une fin d'été sous haute tension

Le mois de juillet avait été plutôt paisible sur les marchés, avec une bourse américaine en hausse de plus de 4% sur fond de bonnes publications de résultats de la part des entreprises américaines. Mais la nervosité est revenue sur les actions début août dans un contexte de hausse marquée des taux longs des deux côtés de l'Atlantique. Le rendement de l'US Treasury à 10 ans est en effet passé du niveau de 3.95% fin juillet à 4.80% au moment où nous écrivons ces lignes. En Europe, le rendement du Bund à 10 ans est pour sa part resté stable sur le mois d'août mais a nettement décalé à la hausse en septembre, passant de 2.46 à près de 3% il y a quelques jours. Dès lors, les reculs sur les marchés actions ont été substantiels : Plus de 6% de baisse sur les bourses américaines et européennes sur août-septembre et un recul de près de 10% sur les bourses émergentes, pourtant un peu plus en avance sur le cycle de taux avec plusieurs banques centrales ayant déjà entamé la décrue de leurs taux directeurs.

Que s'est-il donc passé pour que la nervosité revienne au premier plan alors que l'économie américaine fait preuve d'une belle résilience ?

Un premier élément de réponse se situe au niveau des banques centrales. Les opérateurs se demandent de plus en plus s'il ne serait pas temps pour les banquiers centraux de faire une pause dans ce processus de resserrement monétaire entamé en mars 2022 et qui aura été le plus rapide et le plus agressif depuis les années 80. La solution est à trouver entre deux sources d'inquiétudes : Inflation et croissance.

Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale américaine ne peut que se réjouir de la baisse de l'inflation qui est passé d'un pic à 9.1% en glissement annuel en juin 2022 à 3.7% le mois dernier. Cependant, la Fed ne peut pas encore jeter l'éponge, estimant qu'il y a encore du chemin à parcourir pour la baisse de l'inflation *core* et constatant toujours une forte résilience sur les salaires. Ceci est manifestement dû à un marché du travail toujours robuste, en lien avec une économie globale plus solide qu'attendue du fait de la stabilité des dépenses des ménages. Stabilité elle-même soutenue par deux facteurs : l'épargne accumulée durant la pandémie (mais attention, le taux d'épargne a significativement reflué depuis 2020) et un marché du travail toujours solide. Ceci explique la tonalité du dernier discours de Jerome Powell il y a deux semaines. Les opérateurs s'attendaient certes à un message de fermeté de la part du président de la Fed, en dépit du statu quo sur les taux directeurs dans la fourchette 5.25% -5.50%. Mais ils n'imaginaient pas que la banque centrale ferait preuve d'une telle détermination, avec une nouvelle hausse d'un quart de point claire-

ment envisagée avant la fin de l'année et deux fois moins de baisses de taux en 2024 : 50 points de base au total alors qu'en juin, une détente de 100 bp était escomptée pour l'année prochaine. Pour le moment et contrairement à ce que l'on observe en Europe, les inquiétudes sur la croissance américaine sont encore relativement modérées, la situation financière, tant sur les entreprises que les ménages, est à ce stade encore plutôt saine (même si certains ménages plus exposés que d'autres aux taux variables souffrent, notamment via les cartes de crédit) et dans un tel contexte, il n'est pas exclu qu'il s'écoule encore de longs mois avant la survenance de la première baisse des taux directeurs. D'où l'ajustement récent du marché obligataire à cette nouvelle donne, avec cette hausse des taux longs qui aura impacté de manière sensible les valeurs boursières les plus chères en termes de *Price Earning ratio*.

En Europe, la BCE semble encore plus préoccupée que la Fed par la dynamique des prix. Les chiffres d'inflation refluent en effet vers l'objectif de 2% avec un rythme plus lent que celui observé aux Etats-Unis, probablement dû aux conséquences du conflit en Ukraine et au délai avec lequel Christine Lagarde a entamé son cycle de hausse par rapport à la Réserve Fédérale. C'est pour cela que la BCE a une nouvelle fois monté son taux de dépôt à 4% lors de la réunion du 23 septembre dernier en dépit des signes que le resserrement monétaire commence à affecter de manière significative les conditions financières. Erreur de politique monétaire ? C'est ce point que nous tentons d'approfondir dans notre Special Topic en page 4. Car il y a une difficulté supplémentaire à surmonter pour la banque centrale européenne : l'économie de la zone euro est d'ores et déjà en train de montrer des signes de ralentissement, voire de récession comme en Allemagne qui souffre de la faible dynamique actuelle des exportations vers la Chine. Les pays du sud de l'Europe, avec un poids plus important de l'économie dédié aux services, montrent une détérioration moindre, mais il n'empêche, la croissance 2023 devrait être faible. La Commission européenne vient d'ailleurs de réduire ses prévisions de 0.3 point, prévoyant désormais 0.8% de croissance du PIB pour cette année (et 1.3% pour 2024). La BCE n'est donc pas dans une posture facile. Les hausses de taux ont déjà un impact sur le crédit et l'activité économique, mais ont pour le moment un effet insuffisant à ses yeux sur l'inflation *core*. Les opérateurs ont donc dû intégrer dans les dernières semaines cette nouvelle donne, anticipant désormais, à l'instar des Etats-Unis, que des baisses de taux en Europe sont peu probables à très court terme.

D'autant qu'un second facteur d'inquiétude s'est emparé du marché ses dernières semaines, avec la forte hausse des prix du pétrole. L'Arabie Saoudite

	Q3 2023	YTD 2023	Close 30/09/23
DOW JONES	-2.62%	1.09%	33 507.50
S&P 500	-3.65%	11.68%	4 288.05
FTSE 100	1.02%	2.10%	7 608.08
EUROST.50	-5.10%	10.04%	4 174.66
CAC 40	-3.58%	10.22%	7 135.06
FTSE MIB	0.04%	19.13%	28 243.26
MSCI EM	-3.71%	-0.38%	952.78
CRUDE OIL	28.52%	13.12%	90.79
GOLD	-3.68%	1.35%	1 848.63
EUR/USD			1.0573
EUR/CHF			0.9676
EUR/GBP			0.8666
EURIBOR 1M			3.847%

va en effet continuer de réduire sa production de pétrole d'un million de barils par jour pour trois mois supplémentaires, d'octobre à décembre 2023, maintenant sa stratégie visant à soutenir les cours du brut. Idem pour la Russie avec une réduction des exportations de 300 000 barils jour. Et ce dans un contexte où la demande reste soutenue. Il n'en fallait pas plus pour que les cours du baril s'ajustent rapidement à la hausse. Le baril de *brent* est ainsi passé de 82\$ le 24 août dernier à 97\$ fin septembre, après un printemps 2023 où les prix du brut étaient restés dans un couloir de prix très modérés, entre 70 et 80\$. D'où la remontée récente de la composante énergétique dans les indices d'inflation globaux. Et la nervosité en Europe, zone structurellement importatrice. Selon la BCE, une augmentation de 10\$ des prix du brut entraîne une baisse de 0.2% du PIB réel de la zone euro à moyen terme.

Ajoutons à cela les inquiétudes persistantes entourant l'économie chinoise. L'Empire du milieu, sur les 8 premiers mois de l'année, n'a pas vraiment joué de rôle moteur ni même modérateur dans l'économie mondiale (voir notre Grand Angle en page 2). C'est ainsi qu'en dépit des premières baisses de taux observées sur certains pays émergents, l'indice MSCI Emerging Markets affiche un très décevant -0.38% sur les 9 premiers mois de l'année, loin derrière l'Eurostoxx50 (+10.04%) et le S&P500 (+11.68%).

Enfin, le contexte géopolitique global reste globalement, si ce n'est tendu, du moins très incertain.

Le conflit en Ukraine risque de s'enliser avec le début de l'hiver et la persistance de ce conflit à nos portes n'est clairement pas une bonne chose, ni pour l'appétence au risque, ni pour les conséquences négatives potentielles en termes de livraisons énergétiques ou alimentaires. Enlèvement d'autant plus probable que les considérations de politique intérieure américaine ont un impact indéniable sur la suite des opérations. Une mesure de



financement d'urgence de l'administration, pour seulement quarante-cinq jours, a été adoptée à la Chambre des représentants, puis au Sénat, samedi dernier en fin de journée, à quelques heures de l'échéance du *shutdown*. A l'aube du dernier jour avant l'échéance redoutée et après avoir épuisé toutes les autres options, Kevin McCarthy, le président républicain de la Chambre des représentants, a accepté ce que sa base radicale refusait : un compromis, permettant de joindre les voix républicaines et démocrates. En milieu d'après-midi, par 335 voix contre 91, réunissant ainsi une large majorité bipartisane, la Chambre a adopté et transmis au Sénat un texte assurant le financement de l'Etat fédéral pour quarante-cinq jours de plus. Des fonds supplémentaires, 16 milliards de dollars y étaient alloués pour répondre aux catastrophes naturelles. En revanche, et c'est là un enseignement important pour Kiev et les capitales européennes, la pression de la base républicaine a conduit à l'abandon pur et simple de toute nouvelle enveloppe d'aide pour l'Ukraine. Donald Trump est très haut dans les sondages en dépit de ses difficultés judiciaires et il ne fait aucun doute que les prochains mois vont être à couteaux tirés, tant entre démocrates et républicains, qu'à l'intérieur même du parti républicain comme en témoigne l'éviction inédite du speaker de la chambre il y a quelques jours. Dans le reste du monde, la possibilité pour la Chine de vouloir tôt ou tard prendre le contrôle de Taiwan reste une épée de Damoclès pour les marchés car un tel événement aurait des conséquences très dommageables pour l'économie mondiale. Quant à l'Afrique, les événements récents au Niger et au Gabon sèment le doute sur la stabilité de ce continent, pourtant tellement prometteur à bien des égards. Huit coups d'état en Afrique ces dernières années et une influence grandissante de la Russie et de la Chine sur ce continent au détriment de la France, c'est un fait majeur qui n'est pas sans conséquence pour l'Europe, y compris d'un point de vue migratoire.

Nous sommes passés en 30 ans d'un monde bipolaire relativement lisible à un monde multipolaire beaucoup plus incertain et les marchés financiers sont en train de l'intégrer. Pour autant, ces marchés regorgent d'opportunités après cette normalisation observée cette année sur les taux d'intérêts et le krach de l'an dernier sur les actions. Les investisseurs et tout spécialement leur frange la plus conservatrice peuvent de nouveau bénéficier de l'allocation obligatoire comme une alternative de placement crédible. Les taux, courts comme longs, ne sont pas loin de notre point de vue de leur point haut et cela valide la thèse d'une exposition accrue à la classe d'actif obligataire. Nous continuons à renforcer les fonds obligataires à maturité, avec une petite préférence aujourd'hui pour les fonds à dominante *investment grade* par rapport aux fonds 100% *high yield*. Ces fonds-là tournent actuellement autour de 5% de rendement moyen. Aujourd'hui, les papiers les plus qualitatifs offrent de nouveau des rendements plus que décents et nul n'est besoin de trop dégrader en termes de qualité pour obtenir de bonnes performances sur la sphère obligataire. Sur la partie longue de la courbe, une bonne protection contre le risque de récession est de se constituer progressivement une allocation sur de l'emprunt gouvernemental à long terme. Ce peut être du Bund à 10 ans, qui rapporte actuellement autour de 2.9% ou de l'US Treasury à 10 ans qui offre lui un rendement de 4.75%.

Les marchés actions peuvent à court terme rester un peu nerveux et sensibles aux messages parfois déroutants des banquiers centraux. Cela étant, les valorisations se sont bien détendues et pour peu qu'il n'y ait pas trop de mauvaises surprises en termes de bénéfices par action ou de trésorerie (comme avec Alstom qui perdait 38% sur la séance du 5 octobre suite à l'annonce d'une forte réduction de son free cash-flow), les bourses mondiales devraient tôt ou tard repartir à la hausse. Le signal viendra certainement du point de retournement à la baisse des taux longs. Est-ce avant la fin de l'année ? Ou pour le T1 2024 ? Encore un peu tôt pour le dire, mais il conviendra de se montrer opportunistes et sélectifs, avec un biais qualité qui devrait sans doute se révéler utile dans les prochains mois. Quoiqu'il en soit, et c'est plutôt une bonne nouvelle pour nos portefeuilles, le rendement agrégé attendu d'un portefeuille diversifié obligations + actions, avec un profil 60% obligations, 40% actions n'a jamais été aussi attractif qu'aujourd'hui par rapport aux 15 dernières années. Le moteur obligataire va de nouveau jouer son rôle de contributeur de performance pour nos portefeuilles. Quant aux actions, n'oublions pas que les marchés haussiers naissent presque toujours en période de récession. Ou pour citer la célèbre phrase de Sir John Templeton : Bull markets are born on pessimism, grown on skepticism, mature on optimism, and die on euphoria.

Christophe Carrafang

Grand Angle

Qu'arrive-t-il à l'économie chinoise ?

Contrairement à 2008 où la Chine avait fait repartir son économie par une relance budgétaire, le gouvernement chinoise hésite aujourd'hui sur la marche à suivre. Le pays est plus endetté que par le passé et les stigmates de l'éclatement de la bulle immobilière, il y a deux ans, sont toujours présents.

Alors que les investisseurs s'attendaient à une amélioration économique plus rapide, suite à la fin de la politique zéro covid, la Chine connaît une reprise morose. Celle-ci est axée sur un objectif de croissance d'un peu plus de 5% pour 2023 : loin de ce que la Chine nous avait habitude par le passé. Depuis le deuxième trimestre 2023, la Chine subit un choc déflationniste en raison des ralentissements simultanés des deux principaux moteurs de l'économie : l'immobilier et les exportations.

Les ventes de biens immobiliers en Chine reculent depuis le mois d'avril : dans un contexte d'incertitudes économiques, les ménages retardent leur achat immobilier. Cet affaiblissement pèse davantage sur les promoteurs les plus endettés. La bonne tenue de l'économie chinoise est liée au rebond du secteur immobilier : elle ne peut se rétablir tant que le marché immobilier ne s'est pas amélioré. Aujourd'hui, les perspectives dépendent presque entièrement de la politique. Depuis plusieurs mois, Pékin a renforcé le soutien au marché : en abaissant les taux hypothécaires, en assouplissant les restrictions d'achats de logements dans les petites villes, mais pour l'instant, cela reste sans effet. La réunion du Politburo, fin juillet, a semblé ouvrir la porte à des mesures plus fortes, comme un important programme de relance nationale. Quelques mois après, ce type d'annonces n'a pas eu lieu.

Une des principales explications est que les décideurs souhaitent réduire la dépendance de l'économie chinoise à l'égard de l'immobilier : cela explique leur réticence à poursuivre une relance majeure du marché de l'immobilier. Les responsables espèrent qu'une transition vers de nouveaux moteurs de croissance mettra l'économie sur une trajectoire stable après la fin du boom immobilier.

La réunion de fin juillet a malgré tout débouché sur un ensemble de mesures pour stimuler les marchés financiers et aussi immobilier. Si l'on compare avec ce qui a été fait dans le passé, ces mesures semblent assez agressives, ce qui suggère que les responsables s'inquiètent de la faiblesse des marchés financiers. Pour l'heure, la réaction des marchés a été tiède, les investisseurs attendent davantage de clarté de la part du gouvernement.

Cependant, les récents chiffres économiques montrent que la dynamique de croissance de la Chine s'est stabilisée et s'est même améliorée en août après la forte détérioration de second trimestre : ce qui fait espérer que le pire est derrière nous. Les deux chiffres les plus importants à retenir sont la stabilisation du secteur immobilier (le volume des ventes s'est amélioré) et les exportations, qui semblent avoir atteint leur niveau le plus bas en comparaison des mois précédents.

Nous ne pensons pas être à l'aube d'une crise financière, emportée par le secteur immobilier. Les petites banques chinoises sont peut-être nombreuses, mais le secteur financier est dominé par une vingtaine de grandes banques d'Etat, qui sont solidement capitalisées et réglementées de manière conservatrice.

(suite en page 4)



Macroéconomie

Inflation: Le recul se poursuit

- Euro Zone : L'inflation recule à +4.3% en septembre, avec un indice *core* lui aussi en baisse à +4.5%.
- Aux USA : L'indice des prix remonte de +3.2% à +3.7% du fait des prix de l'énergie. L'indice *core* poursuit son recul à +4.3%.
- Au Royaume-Uni : L'indice des prix baisse également mais reste sur des niveaux absolus encore élevés ; +6.7%.
- Les indices de prix à la production sont en forte baisse un peu partout, conséquence de la récession manufacturière (Cf ci-après). Cela constitue néanmoins une bonne nouvelle pour les marges des entreprises.

Marché de l'emploi: Toujours bien orienté

- Malgré une activité qui ralentit également dans les services (Cf ci-après), le taux de chômage dans la Zone Euro reste très stable ; au plus bas depuis le début du calcul de l'indicateur en 1998, à 6.4%.
- Aux Etats-Unis, le taux de chômage remonte légèrement de 3.4% à 3.8% mais les créations d'emplois restent solides.

Activité manufacturière: Stabilisation de l'activité

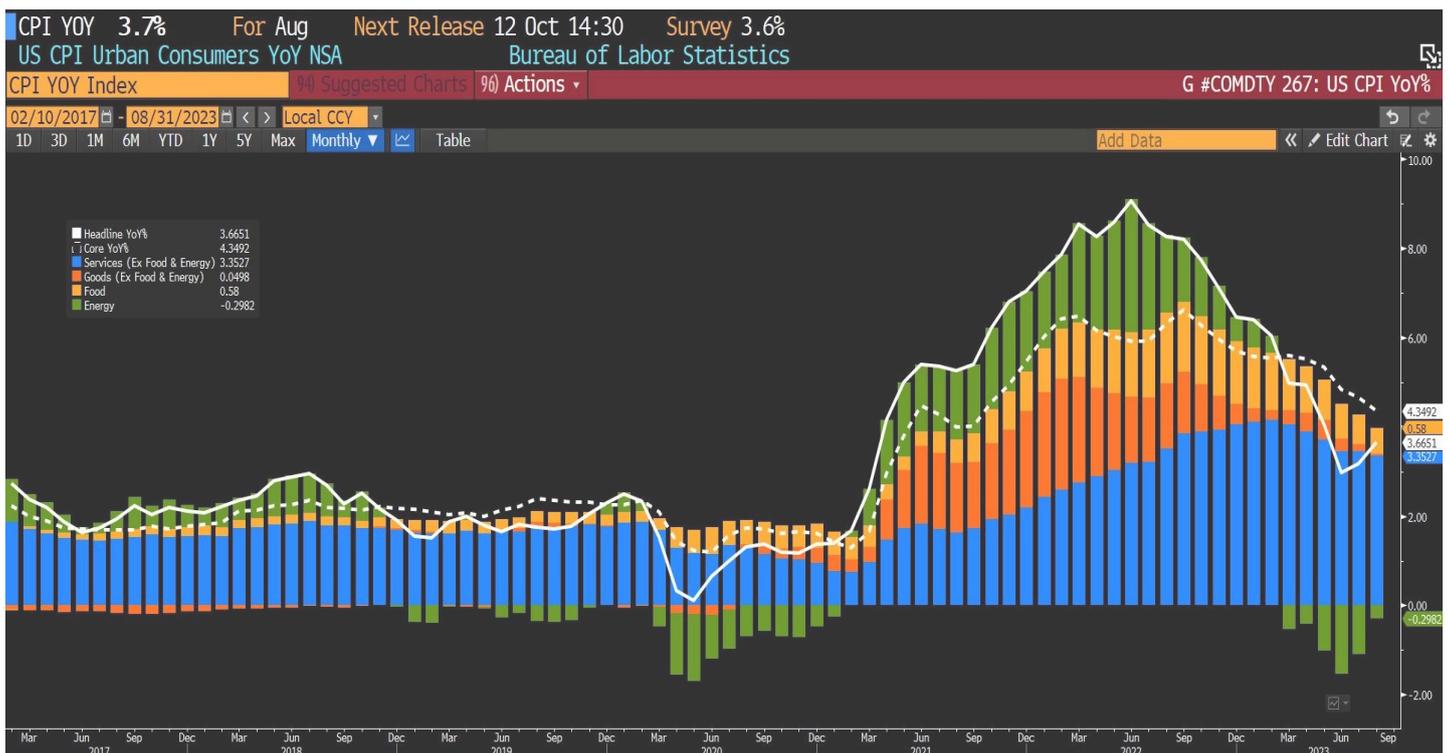
- L'indicateur global se stabilise autour de 49, toujours en zone de récession.
- L'Europe reste à la traîne avec des indicateurs entre 42 et 43 depuis plusieurs mois.
- L'activité chinoise amorce un léger rebond depuis août : de 49.2 à 50.6.
- La hausse des taux d'intérêts pèse sur les volontés d'investissement.
- La fin des déstockages n'a pas fait repartir l'activité mais elle l'a stabilisée.

Activité des services: Le ralentissement se confirme

- L'indicateur global faiblit depuis 3 mois de 54 en juin à 50.8 fin septembre ; les hausses de taux pèsent désormais aussi sur l'activité des services.
- Aux Etats-Unis, la stabilité est de mise autour des 54.
- En Zone Euro, l'indicateur décroche sous les 50 à 48.7.
- L'activité en Chine est décevante et les indicateurs, tant privés que gouvernementaux, reculent tout en restant en zone de croissance (51.7 et 50.2).

Damien Liegeois

Evolution de l'indice US CPI YoY (*) depuis 2017



(*) Cet indice représente les changements de prix de tous les biens et services achetés par les ménages américains urbains



Special Topic

BCE : Une nouvelle erreur de politique monétaire ?

Mi-septembre, la Banque Centrale Européenne a surpris les marchés avec la 10ème hausse de taux depuis juillet 2022. En un peu plus d'un an, le taux directeur est passé de zéro, où il était depuis 2016 à 4.5% ; une hausse d'une rapidité inédite. Si les précédentes augmentations ont été toutes plus ou moins attendues, la dernière a surpris à plus d'un titre.

Tout d'abord, depuis fin 2022 nous sommes clairement dans un environnement désinflationniste. Il n'y a plus de tensions sur les prix à la production. Le taux d'inflation est passé de 10.6% à 5.2%, et l'indice core a commencé sa décrue en mars 2023, il est désormais à +5.3%. C'est cette inflation core, c'est-à-dire sans les éléments conjoncturels de l'énergie et des prix alimentaires, qui gêne Mme Lagarde. Or c'est un indicateur retardé qui va s'ajuster avec le temps une fois les hausses de

taux digérées, et qui ne manquera pas de baisser avec le fléchissement de l'activité, comme le montre l'indicateur core américain.

La croissance économique dans la foulée donne logiquement des signes de faiblesse ; l'activité manufacturière est en récession et celle des services recule depuis 5 mois, elle est désormais dans une zone de contraction. Les hausses de taux pèsent déjà clairement sur les acteurs économiques. Ainsi, la croissance de la Zone Euro est passée de +1.1% au premier trimestre à +0.5% au second et probablement encore moins pour la seconde partie de l'année.

Et si l'on rajoute un autre élément récessif à savoir la récente progression du prix du pétrole, cette dernière hausse semble clairement de trop ; de surcroît, cela pourrait également, à terme, renchéirir l'euro face au dollar, ce qui n'aidera pas non plus les exportateurs européens.

Malheureusement la BCE est coutumière du fait, et depuis sa création, on peut retenir déjà deux surréactions vite corrigées. En juillet 2008, alors que la crise des « subprimes » est en train de couvrir et que la croissance se retourne, après une longue pause, la BCE, à contre-courant, augmente son taux de 4 à 4.25%, avant de le baisser précipitamment quelques semaines plus tard (voir graphe ci-dessous).

Même chose en 2011 ; elle augmente son taux en pleine crise de la Zone Euro de +1 à +1.5%, avant une nouvelle fois de le rabaisser dès l'automne.

Par son mandat, la responsabilité de la BCE a toujours été la stabilité des prix, et celle de l'Euro quitte à sacrifier la croissance. L'activité économique n'étant pas la priorité, le focus reste sur le niveau de l'inflation. Mais si tel est toujours le cas, cela pourrait ressembler à une nouvelle surréaction, que certains politiques des pays de la zone commencent à dénoncer.

Damien Liegeois



(Suite de la page 2) Il est également intéressant de considérer la performance des actions bancaires comme un indicateur avancé des difficultés financières d'une économie. Lorsque les actions des banques atteignent des creux, c'est généralement un signal que les investisseurs devraient se diriger vers la sortie : ce fut le cas en 2007-2008 aux Etats-Unis, chute de -60% des actions bancaires entre février 2007 et juillet 2008 ; le même schéma en Europe, entre janvier 2010 et août 2011, avec un recul de -45%. Aujourd'hui, si l'on prend la performance des actions des banques chinoises, sur les cinq dernières années, par rapport à leurs homologues américaines et européennes, celles-ci semblent résister à la tempête.

Nous pouvons également noter le retour des touristes chinois à Macao, au même niveau que 2018 ; les ventes de voitures restent très élevées ; les ventes en ligne de la Chine destinées aux consommateurs continuent de bien progresser (Alibaba a réalisé son premier trimestre le plus solide de son histoire). Ces indications montrent bien que la consommation chinoise résiste bien. Les ménages chinois continuent de consommer, même si ce n'est pas avec le même enthousiasme que dans les années précédant le Covid.

L'humeur est globalement positive dans les segments des services aux consommateurs (tourisme, hébergement, cosmétiques) qui bénéficient de l'effet post-covid et de l'épargne accumulé pendant ces longs mois d'enfermement.

Nous pourrions considérer que le redémarrage est enclenché quand les ménages auront décidé de revenir avec vigueur sur les marchés financiers. Pour l'instant, ils se montrent encore prudents. Mais le potentiel est là. Les citoyens chinois ont acheté beaucoup moins d'immobilier au cours des deux dernières années. En plus, avec la fermeture du pays, ils ont moins consommé. Ils disposent donc d'une plus grande réserve d'épargne disponible.

Dans les portefeuilles, nous avons maintenu notre exposition aux marchés chinois malgré les performances négatives que connaît le pays depuis presque deux ans. On note une stabilisation depuis plusieurs mois ; les valorisations sont revenues à des niveaux historiquement bas et nous pensons que le gouvernement chinois est pragmatique et prendra les mesures nécessaires pour faire repartir la machine.

Damien Beasse

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 6 octobre 2023. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés.