

OCTOBRE 2024

Editorial

Ce troisième trimestre fut sans conteste volatil mais finalement assez porteur au bout du compte. Après un bon début de mois, le S&P a tout d'abord en effet dévissé d'un peu plus de 9% entre le 15 juillet et le 5 août sur fond d'inquiétudes sur l'économie américaine après un rapport sur l'emploi décevant et une vague de prises de bénéfices sur certaines valeurs technologiques, notamment celles liées à l'IA. Qui plus est, la hausse surprise des taux d'intérêt au Japon a pris de court les opérateurs. La décision de la Banque du Japon d'augmenter les taux de 15 points de base - à 0,25 % - a perturbé le "carry trade" en yen. Cette stratégie, qui consiste à emprunter à des taux d'intérêt bas au Japon pour investir dans des actifs à rendement plus élevé à l'international, était populaire parmi les investisseurs cherchant à tirer parti de l'écart de taux d'intérêt. Cependant, la hausse des taux japonais, couplée à l'anticipation de baisses par la Réserve fédérale, a conduit à une volatilité importante sur le yen et à une vente massive sur le marché boursier alors que les traders faisaient face à des appels de marge. Cette confluence de facteurs a souligné la sensibilité profonde du marché aux signaux économiques tant nationaux qu'internationaux, entraînant des baisses généralisées des principaux indices boursiers.

Fort heureusement, de meilleures données macro en août, témoignant d'une bonne résilience de l'économie américaine, couplées à des résultats plutôt solides de la part des entreprises US et des anticipations plus claires sur de prochaines baisses de taux de la part de la Fed ont permis à l'indice S&P500 de rebondir vigoureusement pour atteindre un double top historique autour des 5650 points. La décision de la Réserve Fédérale américaine de baisser ses taux directeurs de 50 points de base le 18 septembre dernier, assortie d'une communication habile et rassurante a même permis à la bourse américaine de casser ses plus hauts le lendemain, propulsant les valeurs US ainsi que les bourses européennes vers de nouveaux sommets.

Enfin, cerise sur le gâteau, un ambitieux plan de relance chinois a été dévoilé le 24 septembre dernier, contribuant à un puissant re-

bond des actions chinoises (qui souffraient depuis 3 ans) et de l'ensemble des bourses émergentes. Un véritable choc de confiance qui s'explique par la magnitude du stimulus, à la fois monétaire avec ses baisses de taux, financier avec les mesures de soutien à la bourse par le biais de programmes de rachat d'actifs, économique au travers des mesures apportées au secteur immobilier et fiscal par le soutien apporté aux ménages et aux entreprises (plus de détails dans notre Special Topic en page 4).

Le S&P500 termine ainsi le trimestre sur une hausse de 5.53%, contre 2.17% pour l'Eurostoxx50 et un inattendu +7.79% sur le MSCI Emerging Markets. Depuis le début de l'année, les progressions sont les suivantes : +20.81% pour le S&P500, +10.59% pour l'Eurostoxx50 et + 14.37% pour le MSCI Emerging Markets.

Dans le contexte international actuel, quelles peuvent être les marges de progression pour les marchés actions après de telles hausses ? Soulignons déjà que la dernière fois que l'économie américaine a évité une récession après un resserrement agressif de la Fed, c'était au milieu des années 1990. Les enjeux sont élevés. Les marchés sont actuellement valorisés pour un atterrissage en douceur, donc même une récession légère est susceptible de déclencher une correction des cours de bourse. Mais pour l'instant, le *softlanding* semble être l'issue la plus probable aux Etats-Unis. Les données macro les plus récentes montrent même une belle résilience de cette économie qui s'accompagne depuis quelques mois d'une baisse de l'inflation, d'une modération dans la croissance des salaires et d'un allègement des pressions sur le marché du travail. Et une *Federal Reserve* qui pilote plutôt bien et qui a commencé à assouplir avant que des signes clairs de stress économique n'apparaissent. Ceci constitue un environnement plutôt positif pour les marchés. Historiquement en effet, les actions ont tendance à bien se comporter dans les mois qui suivent les premières baisses de taux.

En Europe, les perspectives économiques s'améliorent très lentement après avoir frôlé la récession en 2023. L'Allemagne, cependant,

	Q3 2024	YTD 2024	Close 30/09/24
DOW JONES	8.21%	12.31%	42,330.15
S&P 500	5.53%	20.81%	5,762.48
FTSE 100	0.89%	6.51%	8,236.95
EUROST.50	2.17%	10.59%	5,000.45
CAC 40	2.09%	1.23%	7,635.75
FTSE MIB	2.93%	12.43%	34,125.26
MSCI EM	7.79%	14.37%	1,170.85
CRUDE OIL	-16.40%	-4.86%	68.17
GOLD	13.23%	27.71%	2,634.58
EUR/USD			1.1135
EUR/CHF			0.9415
EUR/GBP			0.8325
EURIBOR 1M			3.353%

une fois n'est pas coutume, apparaît comme le maillon faible, avec un secteur industriel qui peine en raison de sa dépendance à la Chine et un secteur automobile en grande difficulté dans cette phase de transition vers les véhicules électriques. Beaucoup d'investissements ont été réalisés par les constructeurs pour avoir de larges gammes de voitures électriques disponibles, mais force est de constater que les ventes ne sont pas au rendez-vous. Tesla et les marques chinoises continuent de se tirer la part du lion. La France inquiète également avec un déficit important autour des 6% du PIB, une dette élevée et une situation d'instabilité politique qui a récemment fait grimper le *spread* OAT-Bund à des niveaux élevés. Une fois n'est pas coutume, ce sont plutôt les pays du Sud (Espagne, Italie) qui font montre de dynamisme économique.

Quoi qu'il en soit, la modération de l'inflation (plusieurs pays sont passés sous la barre des 2%) permet aujourd'hui à la Banque centrale européenne d'avoir les coudées franches pour réduire les taux d'intérêt. Au Royaume-Uni, l'économie montre enfin des signes de reprise après avoir stagné depuis la fin des confinements liés au COVID-19. La confiance des consommateurs et des entreprises repart, tandis que la baisse de l'inflation a permis à la Banque d'Angleterre de commencer à assouplir sa politique monétaire. Si l'Europe et le Royaume-Uni restent sur cette dynamique et parviennent à éviter la récession, c'est, à l'instar des Etats-Unis, plutôt positif sur le papier pour les marchés actions.

Suite en page 2



La performance économique du Japon reste pour sa part inégale. La Banque du Japon semble à contre-courant de la tendance des banques centrales mondiales et le risque existe que le pays resserre la politique monétaire avant que les attentes à long terme pour une inflation soutenue de 2 % ne soient véritablement ancrées.

En Chine, le plan de relance évoqué précédemment arrive à point nommé, dans un contexte de ralentissement du crédit et de confiance des consommateurs proche de ses plus bas niveaux historiques. Nous monitorerons attentivement dans les prochains mois la pertinence et l'efficacité du plan chinois. En tout cas, la volonté politique semble là, avec un objectif de croissance porté à 5% après une année 2023 où les chiffres de la croissance chinoise ont été parmi les plus faibles depuis les années 90.

D'un point de vue macroéconomique, l'environnement reste donc plutôt favorable aux actions. Et l'obligataire devrait également bien se comporter dans ce contexte de politique monétaire accommodante des deux côtés de l'Atlantique.

D'où peuvent donc venir les risques pour les marchés ?

Des élections américaines ? Il nous faut rappeler ici que le système démocratique américain, doté de larges contrepouvoirs entre les branches exécutives, législative et judiciaire, rend difficile pour les candidats vainqueurs et leurs partis de mettre en œuvre des changements extrêmement radicaux. En conséquence, et sur plusieurs décennies, l'impact de la politique sur les marchés américains a été somme toute limité. Les actions américaines ont eu tendance à augmenter quel que soit le parti politique au pouvoir et les portefeuilles diversifiés 60/40 ont généré des rendements positifs dans la plupart des années d'élection présidentielle, ce que nous prévoyons à nouveau pour 2024.

Cependant, il y a quelques risques que nous surveillons à l'approche des élections de novembre. Premièrement, les tarifs douaniers. Ici, tout est une question de mesure. Un tarif uniforme de 10 % sur tous les partenaires commerciaux des États-Unis est probablement quelque chose d'acceptable pour les opérateurs. Nous sommes déjà dans une guerre commerciale limitée depuis 2018 et cela n'a pas encore été un événement systémique pour les marchés. Cependant, des

tarifs de 60 % sur toutes les importations en provenance de Chine auraient de toutes autres conséquences.

Deuxièmement, l'évolution de l'impôt sur les sociétés. La candidate démocrate à la présidence, Kamala Harris, propose d'augmenter le taux d'imposition des sociétés de 21 % à 28 %, tandis que Donald Trump propose de le réduire à 15 %. Des changements de cette ampleur dans les impôts sur les sociétés pourraient affecter à la marge la croissance du bénéfice par action du S&P 500. Il est important de noter que les questions fiscales relèvent du législatif. Il sera donc intéressant d'observer si le vote de novembre aboutit à un parti remportant à la fois la présidence et le contrôle du Congrès.



Troisièmement, les défis à l'indépendance de la Fed. L'ancien président de la banque centrale américaine, Alan Greenspan, avait un jour souligné qu'il n'avait jamais rencontré un président ne souhaitant pas de taux d'intérêt plus bas. Le mandat de Jerome Powell en tant que président de la Réserve fédérale doit être renouvelé en mai 2026. Un Donald Trump victorieux pourrait être tenté de pousser un candidat proche de lui sur qui il pourrait peser en matière d'amplitude de baisses de taux, au risque de refaire démarrer l'inflation.

Non, le vrai risque pour les marchés en ce début d'automne 2024 réside plus vraisemblablement dans la situation géopolitique. Et plus particulièrement dans le possible embrasement de tout le Moyen-Orient. Les marchés sont cyniques. Les milliers de morts dans la bande de Gaza de ces 12 derniers mois n'ont pas empêché les opérateurs de dormir ni les bourses de monter. Conflit très localisé sans conséquence macroéconomique. En revanche, l'accélération des événements de ces derniers jours nous fait basculer dans un tout autre environnement. Les experts qui pensaient Israël incapable de gérer plusieurs fronts à la fois en auront été

pour leur frais. La décapitation du mouvement Hezbollah dans le Sud Liban aura marqué les esprits par l'ingéniosité des procédés employés et la précision du renseignement. Ceci a forcé l'Iran, qui jusqu'à présent avançait masquée derrière ses proxys, à sortir du bois. Mardi 1^{er} octobre, l'Iran a tiré près de 200 missiles sur l'Etat hébreu en réponse à l'assassinat des chefs du Hezbollah libanais et du Hamas palestinien, s'exposant ainsi à une riposte israélienne de grande envergure. Le gouvernement Netanyahu a une fenêtre de tir historique pour empêcher que l'Iran ne parvienne à finaliser ses armes nucléaires. Problème, Joe Biden, à un mois des élections, n'a pas l'air très chaud pour soutenir son allié israélien dans cette démarche. Le risque est alors qu'Israël se rabatte sur d'autres cibles plus « faciles », comme les infrastructures pétrolières iraniennes, ce qui aurait l'avantage de toucher Téhéran directement au portefeuille. Mais ceci ne serait pas sans conséquence et pourrait engendrer une certaine volatilité sur les prix du baril de brut, en nette hausse la semaine dernière. Et ne serait pas du tout du goût de la Chine, principal client du pétrole iranien via des transferts de brut de navire à navire. Ni même des États-Unis, soucieux de maintenir le baril stable à l'approche des élections. On estime qu'une frappe israélienne majeure sur les capacités exportatrices iraniennes pourrait retirer journalièrement du marché 1.5 millions de barils. Fort heureusement l'OPEC+ a la possibilité de restaurer 6 millions de barils/jour de capacité ce qui constitue un frein à une hausse du baril trop brutale. Mais le risque demeure d'une riposte à la riposte et on ne peut exclure à cette heure que Téhéran, avec l'aide de ses alliés Houthis au Yémen, se lance dans des entreprises de déstabilisation du commerce mondial, en faisant pression sur les routes maritimes internationales, notamment autour du détroit d'Ormuz.

Nous monitorons évidemment ces risques de près, conscients de l'impact potentiellement récessif d'un dérapage incontrôlé des prix énergétiques. Pour l'heure, nos portefeuilles terminent le trimestre avec de belles performances, toutes les classes d'actifs ayant contribué à la hausse. Nous maintenons un haut niveau de diversification sur des gérants de qualité, à même de nous permettre de traverser les crises avec une relative sérénité.

Christophe Carrafang



Macroéconomie

Ralentissement économique et inflation en décélération rassurent les banquiers centraux

Indice des prix: 2024 sous le signe de la désinflation.

- L'inflation en Allemagne, en Italie et en France pour septembre est bien inférieure à l'objectif de la BCE de 2% ; respectivement +1.8%, +1.6% et +1.2%.
- Cela donne pour la Zone Euro un chiffre de +1.8% avec un indicateur « core » à +2.7%.
- Aux Etats-Unis l'inflation avait reculé au mois d'août à +2.5%. Elle est attendue stable pour le mois de septembre. Le recul du prix de pétrole et plus globalement du coût de l'énergie favorise la détente sur les prix.
- Les autorités monétaires japonaises ont prévenu de hausses de taux à venir ; l'inflation à 3% persiste depuis plusieurs mois.
- L'inflation chinoise n'est pas un sujet, bien au contraire, les autorités ont lancé un plan de relance qui devrait la stimuler (+0.6% en août).

Marché de l'emploi: Il résiste toujours et encore.

- En Zone Euro, malgré une activité économique toujours morose et des secteurs en difficulté (immobilier, automobile...), le taux de chômage reste étonnamment bas et affiche même un record historique à 6.47%. Il devrait cependant, en toute logique, remonter d'ici la fin de l'année.
- Aux Etats-Unis, les chiffres de l'emploi pour le mois de septembre surprennent et rassurent ; les créations d'emplois rebondissent et le taux de chômage s'affiche à 4.1%.
- En Chine la détérioration soudaine du marché de l'emploi depuis mai a été l'un des facteurs déclenchant du plan de relance.

Activité manufacturière: Les quelques signes positifs du printemps n'ont pas été confirmés.

- Après quelques mois encourageants, l'indicateur global repart sous les 50 ; malgré des niveaux de stock bas, les entreprises ne semblent pas vouloir les reconstituer dans l'immédiat.
- L'activité de la Zone Euro, peu aidée par un secteur automobile en crise, se détériore ; l'indice est au plus bas de 2024 à 44.8.
- Aux USA, les indices restent stables sur les trois derniers mois (47.2).
- A noter la bonne tenue de l'activité dans certains pays émergents tels que le Brésil (55.8) ou l'Inde (58.9).

Activité des services: Une bonne résistance.

- L'indice global recule légèrement en septembre avec des dynamiques géographiques différentes.
- La Zone Euro ralentit à 51.4 avec les trois principaux pays à la traîne : la France (49.6), l'Allemagne (50.6) et l'Italie à 50.5. L'Espagne fait figure d'exception avec un indice très bien orienté à 57.
- Le ralentissement chinois est visible sur l'indicateur Caixin des services qui perd 2 points sur le trimestre à 50.3.
- A la surprise générale des observateurs, alors que l'on attendait une activité des services stable à 51.7, le chiffre de septembre est sorti à 54.9 avec des composantes prix et nouvelles commandes robustes.

Damien Liegeois

Evolution de l'inflation en zone Euro





Grand Angle

A quoi joue la BCE ?

« L'inflation est en grande partie transitoire ». On se souvient de cette phrase prononcée par Christine Lagarde lors d'un discours en octobre 2021. On connaît la suite, l'inflation a grimpé jusqu'à 10.6% en zone euro. Sans vouloir l'accabler, elle n'avait pas prévu la guerre en Ukraine qui a accéléré la hausse des prix.

Depuis presque un an, l'inflation flirte avec l'objectif de la BCE de 2% et a même plongé en dessous de cette cible, il y a quelques jours, pour s'établir à 1.8%. Comme à l'aller, lors de la montée de l'inflation, la BCE prend tout son temps pour réagir et ne cherche absolument pas à anticiper cette désinflation, qui est quand même assez marquée depuis novembre dernier. Jusqu'à présent, elle n'a baissé ses taux directeurs que deux fois : une fois en juin de -25bps et dernièrement en septembre de -25bps. Suite à cette réunion, les investisseurs s'attendaient, espéraient, des indications claires sur la trajectoire future des taux de la zone euro. Mais ils ont une nouvelle fois été déçus et ont dû se contenter d'un énième « nous sommes dépendants des données ».

La BCE n'est pas pressée pour accélérer son cycle de baisse des taux. La réponse de Christine Lagarde est en contradiction avec le message envoyé par le marché qui anticipe une baisse des taux de -100bps d'ici avril 2025. Cela impliquerait des baisses de taux de -25bps lors d'au moins quatre des cinq prochaines réunions.

Mais le contexte économique n'est plus le même. En Europe, on sent arriver un fléchissement de la croissance, notamment en Allemagne, où la croissance est attendue à 0 pour 2024.

Jérôme Powell l'avait annoncé cet été : la Fed commencerait à baisser ses taux en septembre. Chose promise, chose due, elle a effectivement baissé ses taux de -50bps. Cela faisait suite à des données faibles sur le marché du travail aux Etats-Unis. Il convient de rappeler une différence fondamentale entre la Fed et la BCE : La Fed a un triple mandat qui lui permet de fournir un emploi maximal, des prix stables et des taux d'intérêt à long terme modérés. En revanche, la BCE a un mandat unique qui l'oblige à assurer la stabilité des prix.

Lorsque l'on regarde l'évolution de l'inflation en Europe sur ces derniers mois, la désinflation semble clairement installée et le combat contre l'inflation gagné. De plus, certains commencent à parler de risque déflationniste pour les deux plus grandes économies de la zone euro : le ralentissement industriel de l'Allemagne et la crise budgétaire que traverse la France pourraient impacter la croissance des prochains mois.

Il est alors difficile d'imaginer que la BCE n'accélère pas son rythme de cycle de baisse des taux lors des prochains mois. Nous sommes confortablement exposés à une baisse graduelle des taux de l'ensemble de la courbe européenne dans nos portefeuilles aujourd'hui : tant sur la partie courte que longue, et aussi bien en Investment Grade qu'en High Yield.

Damien Beasse

Special Topic

Le virage chinois

Cela a commencé par une rumeur, s'est poursuivi par les conclusions de la réunion de la banque centrale chinoise (la PBOC) puis s'est conclu le lendemain par de nouvelles annonces à la suite d'une réunion du Politburo, alors même que cette rencontre de septembre ne devait pas parler d'économie. L'idée était de marquer les esprits et de souligner la détermination des autorités à la veille de la fête nationale. Si l'on n'est pas au niveau du stimulus record de 2008, on assiste au plan de relance le plus important depuis cette date. Un « quoi qu'il en coûte chinois » comme l'analyse l'un de nos gestionnaires spécialistes des pays émergents.

Pourquoi cette urgence ? certainement la pression interne qui se fait forte avec un mécontentement grandissant de la population sur deux thèmes centraux : les grandes difficultés du marché de l'immobilier qui persistent depuis trop longtemps, avec notamment les 15 millions d'appartements non livrés mais payés, et la dégradation depuis quelques mois du marché de l'emploi surtout auprès des jeunes diplômés.

Le plan de relance s'articule donc autour de trois directions :



1) Politique monétaire : La relance de l'activité par la baisse des taux d'intérêts déjà entamée se poursuit de 1.7% à 1.5%, nouvelle baisse également du très utilisé ratio de réserve des banques à un niveau équivalent à celui de 2008. Cette dernière intervention permet d'injecter l'équivalent de 130 milliards d'euros dans le système bancaire. De nouvelles baisses devraient être mises en place d'ici la fin de l'année. La PBOC impose en outre aux banques de baisser les taux d'intérêts sur les emprunts immobiliers existants d'au moins 0.3%, ce qui représentera une baisse de 0.5% si l'on y ajoute la baisse des taux.

2) Politique budgétaire : La relance par la dépense gouvernementale avec des émissions prévues de près de 300 milliards de dollars d'obligations gouvernementales. Des baisses d'impôts sont également avancées. De nombreuses annonces sont ciblées une nouvelle fois sur le secteur de l'immobilier.

3) Politique de soutien aux marchés des actions : l'idée est de faire revenir la confiance des investisseurs sur un marché qui selon de nombreux observateurs n'était cependant pas la priorité du gouvernement. Des mesures pour favoriser l'accès aux marchés : facilité de nantissement, programme de 300 milliards de

yuans pour le financement des rachats d'actions, projet de mise en place d'un fonds de soutien de l'Etat.

Ce plan de relance était attendu depuis longtemps, mais un certain nombre d'investisseurs sont toujours sceptiques sur la réelle volonté des autorités et la portée des mesures annoncées, et veulent attendre pour voir l'impact effectif que cela aura sur l'économie. Toutefois, si le marché se met à y croire, les indices actions chinois pourraient aller vite à la hausse d'autant que les valorisations sont historiquement basses, de surcroît sur un marché largement abandonné par les investisseurs internationaux depuis 4 ans. Les derniers à se positionner pourraient le faire à leur dépend à des niveaux bien plus élevés. L'histoire récente nous montre que les « bull market » sur le marché chinois (marché de flux) ne durent généralement pas plus d'un an et se dégonflent vite par la suite : +70% entre mars 2020 et février 2021, +148% entre juillet 2014 et juin 2015. Le plus long, avec l'entrée de la Chine dans l'OMC, entre juin 2006 et décembre 2007 a fait progresser l'indice de +450%. Pour ceux qui sont déjà investis, cette position pourrait enfin délivrer de la performance, et pour ceux qui n'y sont pas, le rapport risque/rentabilité mérite d'être regardé de près.

Damien Liegeois

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 8 octobre 2024. 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. Sources / photos (page 1) : freemalaysiatoday.com; (page 4) : rawpixel.com