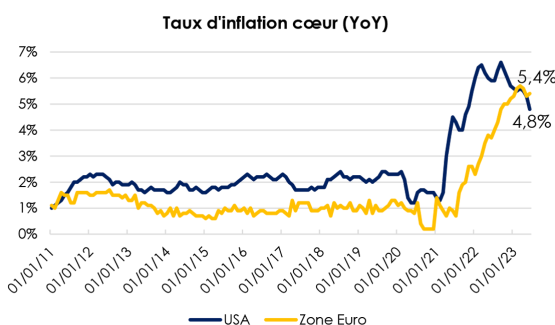


# Commentaire de Gestion

Paris, le 17 juillet 2023

## REBOND DES INDICES ACTIONS AMÉRICAINS DANS UN MARCHÉ PEU VOLATILE

Au second trimestre, les marchés actions ont enregistré une performance positive tandis que les marchés obligataires ont reculé. La baisse de l'inflation, les perspectives de fin du resserrement monétaire et les bons résultats des entreprises ont contribué à soutenir les marchés. Dans ce contexte de rebond, la Chine n'a pas profité de la réouverture post-Covid en raison d'une perte de confiance des investisseurs qui prive le pays de flux internationaux et d'une reprise économique plus timorée qu'attendue, le secteur immobilier étant particulièrement affecté. Les actions américaines ont progressé de +10,2% suivies par l'indice mondial, +8% (MSCI World), les actions de la Zone Euro ont réalisé une performance de +3% (+3,8% pour le CAC40), l'indice émergent, +1,4% (MSCI EM) puis la Chine (-4,9%). Du côté obligataire, l'indice mondial a reculé de plus de 2% (JPM GBI Global), les obligations de la Zone Euro ont progressé de 0,5% (Bloomberg Euro Agg Bond). Les performances des indices sont présentées en devises locales, dividendes réinvestis.



Source : MarketMap

## UNE LUTTE DE LONGUE HALEINE CONTRE L'INFLATION

Après deux années de progression, l'inflation totale et l'inflation cœur semblent avoir passé un pic aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe. La baisse des prix de l'énergie et des biens durables a largement contribué à cet affaiblissement récent. Aux Etats-Unis, la baisse des prix immobiliers n'a pas encore été répercutée sur les loyers. Quant aux salaires, ils ne progressent plus en glissement annuel mais restent à des niveaux élevés à +4,9% dans un marché

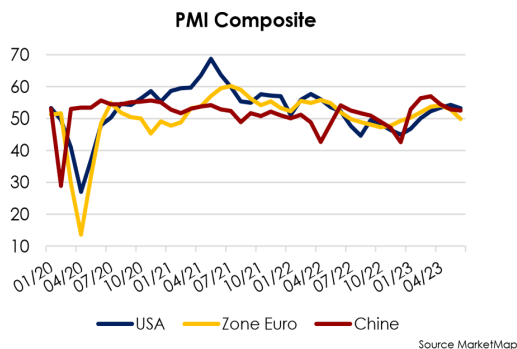
du travail toujours tendu. En Europe, la hausse des prix de l'alimentation pèse encore lourdement mais devrait s'atténuer progressivement avec la baisse des prix des engrais. Toutefois, le chemin semble encore long pour atteindre l'objectif des banques centrales d'un taux d'inflation cible à 2%.

## LE CYCLE DE RESSERMENT MONÉTAIRE N'EST PAS FINI... SAUF EN CHINE !

Au cours du mois de juin, la Réserve Fédérale américaine a estimé qu'une ou deux hausses de taux de 25 pbs seraient encore nécessaires pour atteindre les objectifs d'inflation. Jérôme Powell a réaffirmé qu'il n'y aurait probablement pas de baisse de taux jusqu'en décembre 2023. Avec un taux d'intérêt entre 5% et 5,25%, ce cycle de resserrement monétaire aura été l'un des plus abrupts de l'histoire. De la même façon, la Banque Centrale Européenne a continué à tenir un discours restrictif en réhaussant ses taux à 4% et en les maintenant jusqu'en 2024, sauf en cas de récession brutale. A contrario, la Chine commence à adoucir sa politique monétaire en réduisant très progressivement ses taux afin de soutenir un secteur immobilier en difficulté. Avec une inflation qui s'établit à 0% en juin, le pays dispose d'une marge de manœuvre suffisante pour relancer l'économie et atteindre l'objectif affiché de +5% de croissance du PIB en 2023.

## LES SERVICES SE MAINTIENNENT, L'INDUSTRIE SE CONTRACTE

Au second trimestre, les PMI Services des 3 grandes zones économiques sont supérieurs à 50, indiquant que l'activité économique est résiliente malgré des signes d'essoufflement du fait d'une moindre demande. Les PMI manufacturiers montrent un net ralentissement dans l'industrie, notamment en Europe qui atteint 43,40 au plus bas depuis mai 2020. Une demande atone liée au ralentissement chinois et un renchérissement du coût du crédit causé par le resserrement monétaire actuel impactent les usines européennes.



## LE RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ETATS MONTE VIOLEMMENT

Le taux de rendement des obligations souveraines à 10 ans a progressé de près de 40 pbs sur le trimestre. Le rendement de l'emprunt américain termine à 3,84% contre 3,47% à fin mars, après un plus haut à 4,09%. L'emprunt allemand a atteint 2,39% contre +2,30% en mars ; l'emprunt français termine à 2,94% contre +3,79% à fin mars. Les courbes de rendement des taux souverains sont toujours inversées, ce qui est généralement annonciateur d'une récession. Jusqu'à présent, le marché des actions ignore les signaux émis par les marchés obligataires.

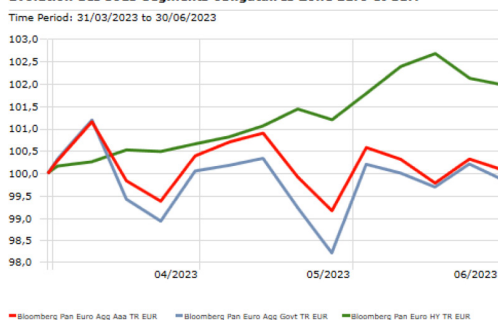
Evolution des taux d'intérêt court, moyen et long terme

	2 ans		5 ans		10 ans	
Etats-Unis	4,90%	↗	4,16%	↗	3,84%	↗
Allemagne	3,27%	↗	2,58%	↗	2,39%	↗
France	3,34%	↗	2,90%	↗	2,94%	↗

## LES MARCHÉS OBLIGATAIRES EUROPÉENS RESTENT DANS LE VERT

Les obligations à haut rendement ont enregistré une performance solide au cours du 2ème trimestre, avec une hausse de +2%. En revanche, les obligations d'entreprises de qualité ont connu une progression plus modeste de +0,2% et n'ont pas bénéficié d'un rebond significatif. Cette situation indique que les investisseurs sont actuellement très optimistes et sont prêts à prendre davantage de risques. Les primes de risque des obligations Investment Grade atteignent des niveaux comparables aux périodes de récession tandis que celles des obligations High Yield restent à des niveaux inférieurs. Cette divergence suggère que les différents segments du marché du crédit anticipent des scénarios économiques différents et incompatibles entre eux.

Evolution des sous-segments obligataires Zone Euro et USA

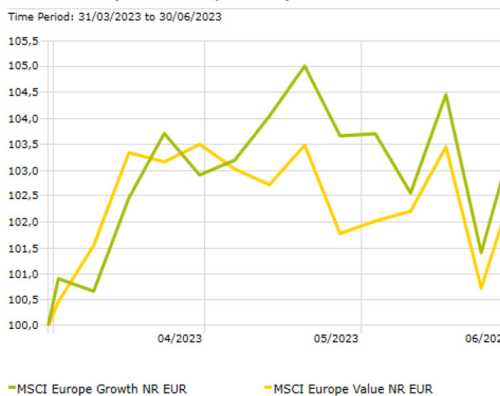


## LES VALEURS DE CROISSANCE SURPERFORMENT DEPUIS LA CRISE BANCAIRE

Depuis le début de l'année, les valeurs de croissance et notamment les valeurs technologiques se sont mieux comportées que les valeurs de rendement,

avec une surperformance marquée au second trimestre (+3,5% pour le MSCI Europe Growth vs +2,5% pour le MSCI Europe Value). La baisse récente de l'inflation et la bonne tenue des résultats des entreprises ont contribué à tirer ces valeurs vers le haut. Les grandes capitalisations boursières ont également été plus performantes que les petites capitalisations, avec une concentration très forte pour les très grandes valeurs notamment aux Etats-Unis.

Evolution du style Croissance/Value depuis le 31-12



## LES PROMESSES DE L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE SOUTIENNENT LES INDICES

La performance notable des indices américains, Nasdaq en tête à +39% YTD, est la conséquence d'un afflux des investisseurs vers les valeurs de l'intelligence artificielle.

Dans le sillage de ChatGPT, le développement de l'IA générative ouvre de nouvelles perspectives pour les sociétés technologiques. D'après une étude de McKinsey, l'IA générative pourrait ajouter 4,4 trillions de dollars à l'économie globale d'ici 2030. Cela s'est récemment traduit par l'envol spectaculaire du leader des processeurs graphiques NVIDIA qui vient de franchir les 1000 milliards de capitalisation. Le secteur des semi-conducteurs, des logiciels, des applications pourrait connaître une forte accélération des perspectives de croissance. La suite Office de Microsoft boostée à l'IA, utilisée par 500 millions de personnes, pourrait générer 60 milliards de dollars de chiffre d'affaires supplémentaire. Pour autant, le boom actuel de l'IA semble largement intégré par les indices américains, dont la performance s'est fortement concentrée sur une dizaine de valeurs.