

Commentaire de Gestion

Paris, le 13 octobre 2023

CORRECTION NETTE DES MARCHÉS APRÈS UN ÉTÉ MOUVEMENTÉ

Au troisième trimestre, les marchés actions et obligataires ont enregistré un recul significatif du fait de la vigueur de la croissance américaine, faisant craindre une politique monétaire plus restrictive. La crise immobilière en Chine et la montée du pétrole ont effacé les bons résultats des entreprises.

Les actions européennes ont baissé de -2,1% (-3,6% pour le CAC40) suivies par l'indice émergent, -2,9% (MSCI EM), les actions américaines ont perdu -3,4% tandis que les actions chinoises ont chuté de -4%. Du côté obligataire, l'indice mondial a reculé de -3,6% (Bloomberg Global Aggregate), les obligations de la Zone Euro ont bien résisté à +0,1% (Bloomberg Euro Agg Bond). Les performances des indices sont présentées en devises locales, dividendes réinvestis.

LES PRÉVISIONS DE CROISSANCE REVUES À LA HAUSSE AUX ÉTATS-UNIS

Les perspectives de croissance aux Etats-Unis ont été largement revues à la hausse. En mars dernier, la Réserve Fédérale annonçait une croissance de +0,4% en 2023, avant une nouvelle révision à +1% en juin puis +2,1% en septembre. La croissance pour 2024 a également été révisée de 1,1% à 1,5%. Sur le marché de l'emploi, les données montrent un marché toujours tendu mais qui tend à se stabiliser. Le nombre de créations d'emplois est élevé : 336 000 en septembre alors que les attentes étaient de 170 000. L'enquête JOLT fait état d'un nombre d'emplois non pourvus nettement supérieur aux attentes à 9,6 millions alors que le marché s'attendait à 8,9 millions. Le ratio du nombre d'emplois ouverts sur le nombre de chômeurs s'élève à 1,5 et continue de graduellement diminuer. Cette résilience place la Réserve Fédérale dans une position d'attente.

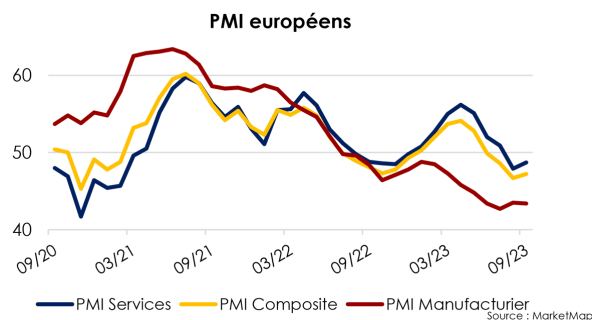
L'EUROPE AU BORD DE LA RÉCESSION

En Europe, les statistiques économiques indiquent un ralentissement avec un affaiblissement de la demande, les carnets de commandes se remplissant plus lentement. En dépit d'un taux de chômage de 6,4%, au plus bas depuis 20 ans, la consommation des ménages continue de pâtir de la forte dégradation du pouvoir d'achat en lien avec la hausse passée

de l'inflation. Le durcissement des conditions financières entraîne un ralentissement des crédits hypothécaires, les prix immobiliers commencent à s'ajuster à la baisse partout en Europe. La baisse de l'inflation a été plus forte qu'anticipée avec un indice Core à 4,5% en septembre contre 5,5% en juin. Avec un taux directeur à 4%, une pause dans le cycle de hausse de taux semble appropriée.

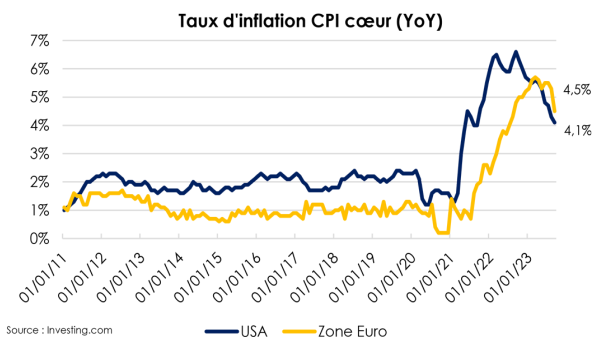
LE SECTEUR MANUFACTURIER EUROPÉEN À LA PEINE

Au troisième trimestre, le PMI Composite en zone euro s'est contracté sous le seuil de 50 pour atteindre 47,2 en septembre. Le PMI Service se contracte également à 48,7 après un début d'année rutilant. C'est surtout dans le secteur industriel où la panne se fait sentir. Le PMI manufacturier atteint 43,40 en septembre en zone euro, en phase avec les périodes de récession. L'industrie européenne, et notamment allemande, manque de compétitivité avec des prix de l'énergie structurellement plus élevés.



LE RESSERREMENT MONÉTAIRE COMMENCE À MONTRER SON EFFICACITÉ

La hausse des taux directeurs qui a débuté aux Etats-Unis en mars 2022 commence à se montrer efficace avec une inflation totale qui se tarit. Les données ont été satisfaisantes puisque l'inflation PCE Core est en baisse de 4,6% en juin à 3,9% en août.



REMONTÉE SPECTACULAIRE DES TAUX LONGS AMÉRICAINS

Les taux de rendement des obligations d'Etat américaines à 10 ans ont progressé de plus de 70 pbs sur le trimestre, après 40 pbs le trimestre précédent. Le rendement de l'emprunt américain termine à 4,58% contre 3,84% à fin juin. Cette hausse des taux longs s'explique par des perspectives d'inflation à long terme qui tendent vers 3% (proche de l'objectif des banques centrales) et la résilience de l'économie américaine avec une anticipation de croissance à 2% en 2023. L'emprunt d'Etat allemand a atteint 2,84% contre +2,39% en mars ; l'emprunt d'Etat français termine à 3,42% contre +2,94% à fin mars. Les courbes de rendement des taux souverains sont toujours inversées mais tendent à s'aplatir, ce qui peut constituer une bonne nouvelle en vue d'une récession de faible ampleur.

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

	2 ans		5 ans		10 ans	
Etats-Unis	5,05%	↗	4,62%	↗	4,58%	↗
Allemagne	3,21%	↘	2,77%	↗	2,84%	↗
France	3,44%	↗	3,17%	↗	3,42%	↗

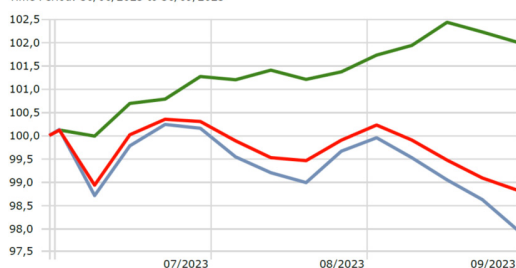
Source : MorningStar

LES MARCHÉS OBLIGATAIRES SUBISSENT LA REMONTÉE DES TAUX

Les obligations à haut rendement ont enregistré à nouveau une performance solide au cours du 3ème trimestre, avec une hausse de +2% malgré les perspectives de ralentissement économique. Les emprunts d'Etats et les obligations d'entreprises de qualité ont chuté de -2 et -1%. Les écarts de taux de rendement entre les obligations Investment Grade et les obligations High Yield se réduisent fortement : cette situation constitue une anomalie de marché au regard du risque de ralentissement et des primes de risque faible.

Evolution des sous-segments obligataires Zone Euro et USA

Time Period: 30/06/2023 to 30/09/2023



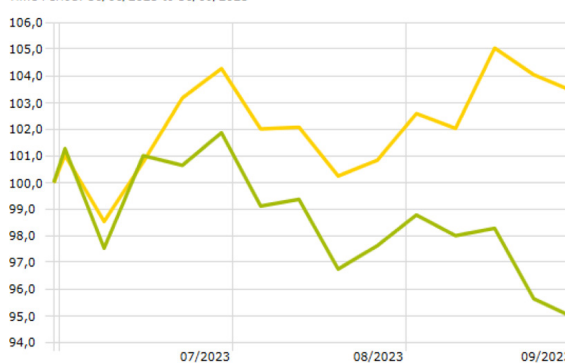
LES VALEURS DE RENDEMENT PROGRESSENT, LA CROISSANCE RECULE

Au troisième trimestre, les valeurs de rendement ont largement surperformé les valeurs de croissance de

plus de 8%. Le secteur Oil & Gas réalise la meilleure performance avec +11,2% sur la période. Ce rebond des valeurs de rendement peut s'expliquer par la forte remontée des prix du pétrole à la suite des décisions de l'Arabie Saoudite et de la Russie de couper une partie de leur production, à hauteur d'1,6 millions de barils/jour. Les valeurs liées au tourisme perdent -11%, les valeurs technologiques baissent de -10% et celles du luxe ont corrigé de -9,5%.

Evolution du style Croissance/Value depuis le 30/06

Time Period: 30/06/2023 to 30/09/2023

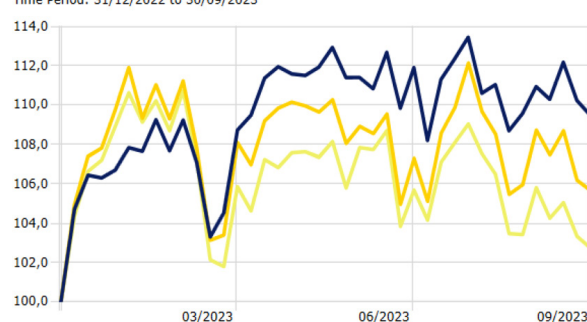


LES SMALL CAPS

Les Small Caps ont vu leur valeur se détériorer depuis le début de l'année avec un écart de performance avec les grandes valeurs de près de 8%. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette situation. Une politique monétaire restrictive a tendance à réduire la liquidité sur ces valeurs, ce qui peut entraîner une volatilité plus élevée et davantage de prudence des investisseurs. L'accès au financement y est plus difficile. Les Small caps ont souvent une plus grande sensibilité à la conjoncture économique et aux cycles. Il ne faut pas non plus sous-estimer le rôle de la gestion passive qui a tendance à surpondérer les valeurs déjà fortement souscrites au détriment d'autres valeurs qui ne font pas parties des indices. Cependant, l'écart de valorisation entre les petites et les grandes valeurs a atteint un plancher historique.

Evolution par taille de Capitalisation depuis le 31-12

Time Period: 31/12/2022 to 30/09/2023



■ MSCI Europe Large NR EUR ■ MSCI Europe Mid Cap NR EUR ■ MSCI Europe Small Cap NR EUR