

## SEMAINE 36

## MARCHES

## Actions

Change	ES50	Stoxx600	S&P500	Nasdaq	MSCI World
1 week	-4,44%	-3,52%	-4,25%	-5,89%	-3,73%
YTD	4,79%	5,76%	↔ 13,39%	9,48%	10,39%

## Obligations

Change	Overall	IG Corps
1 week	0,75%	0,53%
YTD	1,95%	3,02%

## Crédit

Spread	BTP	IG Corps	Sub Fin	Main	Xover
Niveau	139	130	193	56	303
Change	-2	2	5	4	16

## Taux

NOMINAL	2Y	Change	10Y	Change	10-2Y
DE	2,23	-16	2,17	-12	-6
US	3,65	-28	3,71	-20	6
REEL	Infl. BE	Change	10Y	Change	
DE	1,71	-6	0,37	-5	
US	2,03	-12	1,68	-8	
Interban.	ESTER	Change	EUR3M	Change	
	3,66	1	3,37	-3	

## Autres

	EURUSD	WTI	XAU
Prix	1,1083	68	2.497
Change	0%	-8%	0%

## COMMENTAIRES

Semaine très agitée sur les marchés financiers, tant du côté obligataire que des actions. Les indices actions terminent la semaine sur une baisse importante alors que les indices obligataires ont profité du repli des investisseurs sur les obligations d'Etat. Conséquence : les rendements obligataires baissent et les prix montent.

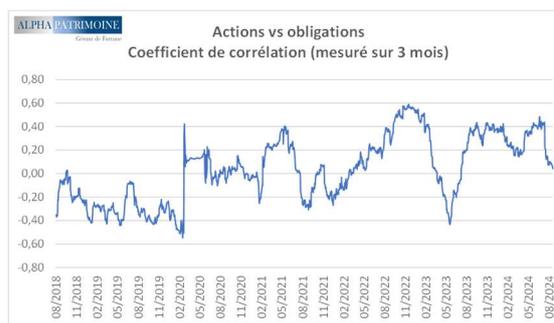
## RETOUR DE LA DÉCORRÉLATION

En théorie lorsque les marchés d'actions souffrent, les obligations tirent leur épingle du jeu. Cela s'est vérifié la semaine dernière et c'est plutôt une bonne nouvelle. Ce phénomène est appelé « décorrélation ». Il est apprécié des investisseurs car il permet de construire des portefeuilles plus robustes. Dans le tableau de début de page vous constatez que les marchés boursiers européens ont perdu -3,52% en moyenne la semaine dernière. Le marché obligataire a, pour sa part, gagné +0,75%. Pour l'investisseur européen, détenir des obligations au sein d'un portefeuille diversifié a donc permis de contenir la baisse la semaine dernière. Un portefeuille de type « 60/40<sup>1</sup> » a perdu moins de -1% alors qu'un portefeuille uniquement investi en actions aurait perdu près de 4%.

Cet exemple montre que la décorrélation des deux grandes classes d'actifs (actions et obligations) est un phénomène positif car il permet 1) de protéger les portefeuilles contre les phases de baisse, 2) de contenir la volatilité des portefeuilles. Les bénéfices de cette décorrélation avaient disparu ces dernières années, les indices actions et obligations ayant tendance à évoluer dans le même sens. Les investisseurs s'en trouvaient très exposés à des risques de baisse, ce qui fut le cas en 2022.

<sup>1</sup> 40% actions + 60% obligations

## Graphique 1



Evolution du coefficient de corrélation entre l'ETF iShares EUR Aggregate Bond et iShares Stoxx Europe 600.

Source : Refinitiv Eikon

## MARCHÉ DE L'EMPLOI US

Le marché attendait avec impatience les chiffres de création d'emplois aux Etats-Unis, dont le très suivi « Non-Farm Payrolls » publié vendredi. Au mois d'août l'économie US a créé 142.000 emplois. C'est ce chiffre qui est responsable de la chute des cours de vendredi. D'abord parce qu'il est inférieur à ce qui était attendu (160k), et ensuite parce que le chiffre des créations d'emplois du mois de juillet a été revu à la baisse à 89.000 (contre 114.000 publié initialement).

➔ *Raisonnement des investisseurs : le marché de l'emploi est en train de faiblir<sup>2</sup> et la faiblesse pourrait déboucher sur une récession.*

<sup>2</sup> La Fed en est consciente, cfr discours à Jackson Hole

Il y a quelques semaines, une création de 142.000 emplois aurait été saluée par une hausse des marchés d’actions qui se seraient réjouis du fait qu’un tel chiffre incite la Fed à baisser ses taux. Maintenant que le principe d’une baisse de taux a été officiellement validée par la Fed au symposium de Jackson Hole, le marché est passé à l’étape d’après et cherche tout signe témoignant d’un ralentissement économique. C’est le mode de fonctionnement basé sur l’anticipation auquel nous faisons référence dans la lettre de la semaine dernière.

**INFLATION SALARIALE**

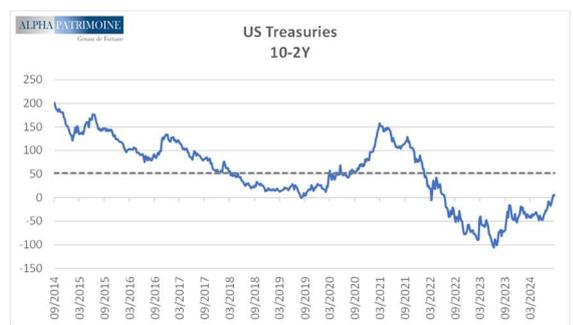
Selon nous, les chiffres de l’emploi US étaient aussi mauvais au niveau de l’inflation salariale. La progression des salaires fut de +0,4% au mois d’août. Le chiffre est deux fois supérieur à celui du mois précédent, et mesurée sur 12 mois cette inflation salariale est toujours de +3,8%. Un niveau qui reste supérieur à l’objectif de la Fed. Si un ralentissement économique d’importance se matérialise, l’inflation salariale sera moins problématique mais le ralentissement économique le deviendra. A l’inverse si la croissance ralentit dans des proportions raisonnables mais que l’inflation subsiste, c’est la menace d’une stagflation qui pointe. Et clairement la stagflation n’est pas un scénario réjouissant pour les marchés financiers.

La Fed a-t-elle attendu trop longtemps avant de baisser ses taux ? Elle n’a plus qu’une possibilité de baisser le taux des Fed funds avant les élections US. Ce sera lors du prochain FOMC des 17 et 18 septembre. La baisse sera-t-elle de -0,25% ou -0,50% ? Toutes les possibilités sont ouvertes selon la Fed, la réponse dépendra des chiffres qui seront publiés les prochains jours.

**REPENTIFICATION DES COURBES DE TAUX**

Le repli massif sur les obligations a poussé les rendements obligataires à la baisse. Les rendements à court terme ayant baissé davantage que les rendements à long terme, on assiste à un phénomène de « repentification » de la courbe des taux. Le Graphique 2 illustre ce phénomène.

**Graphique 2**



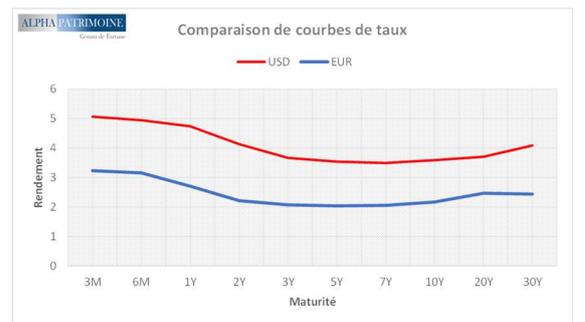
Source : Refinitiv Eikon

Depuis 2 ans les rendements à court terme étaient supérieurs aux rendements à long terme. Il s’agit d’une anomalie de marché connue sous le nom de « inversion de la courbe de taux ». Une mesure fréquente de la pente de la courbe consiste à comparer le rendement d’un Treasury à 10 ans à celui d’un Treasury à 2 ans. Vendredi cette mesure était de nouveau positive en USD. Et en EUR le même phénomène de repentification est en cours.

Nous entrons dès lors dans une nouvelle phase transitoire de courbe plate, avant de revenir en toute logique à une situation normale de courbe pentue. Voir Graphique 3.

La question qui divise les économistes est de savoir comme interpréter cette « désinversion ». Plusieurs d’entre eux constatent avec effroi qu’une récession est habituellement précédée d’une inversion de courbe et qu’elle démarre après la désinversion. C’est donc bel et bien la perspective d’une récession qui fait baisser les marchés actions, car elle pourrait être imminente.

**Graphique 3**



Source : Refinitiv Eikon

**PERFORMANCES DE NOS GESTIONS**

Notre stratégie obligataire a franchi la barre des +3% nets depuis le début d’année.

		1 semaine	YTD
Obligations	Active Laddered Bonds	0,23%	3,33%
Actions	Global Quality	-3,98%	11,02%

Les performances affichées sont les performances nettes des compartiments au sein du fonds CONVENTUM. Ces performances peuvent différer des performances des comptes-titres.

Source : EFA.

**SEMAINE 37**

Cette semaine on attend que la BCE confirme, jeudi, la nouvelle baisse de taux attendue de -0,25%. Cette décision de politique monétaire sera devancée puis suivie par des chiffres d’inflation US : CPI mercredi et PPI jeudi. Il est attendu que ces mesures d’inflation soient stables. Nous vous souhaitons une excellente semaine.