

SEMAINE 42

MARCHES

Actions

| Change | ES50 | Stoxx600 | S&P500 | Nasdaq | MSCI World |
|--------|--------|----------|--------|--------|------------|
| 1 week | -0,35% | 0,58% | 0,85% | 0,26% | 0,47% |
| YTD | 10,28% | 9,60% | 22,95% | 20,79% | 17,84% |

Obligations

| Change | Overall | IG Corps |
|--------|---------|----------|
| 1 week | 0,90% | 0,73% |
| YTD | 2,70% | 4,20% |

Crédit

| Spread | BTP | IG Corps | Sub Fin | Main | Xover |
|--------|-----|----------|---------|------|-------|
| Niveau | 118 | 117 | 172 | 55 | 299 |
| Change | -11 | -3 | -8 | -1 | -8 |

Taux

| NOMINAL | 2Y | Change | 10Y | Change | 10-2Y |
|------------|----------|--------|-------|--------|-------|
| DE | 2,11 | -16 | 2,18 | -9 | 8 |
| US | 3,96 | 1 | 4,08 | 0 | 12 |
| REEL | Infl. BE | Change | 10Y | Change | |
| DE | 1,81 | -10 | 0,28 | 0 | |
| US | 2,31 | -2 | 1,78 | 1 | |
| Interbanc. | ESTER | Change | EUR3M | Change | |
| | 3,42 | 0 | 3,09 | -7 | |

Autres

| | EURUSD | WTI | XAU |
|--------|--------|-----|-------|
| Prix | 1,0866 | 69 | 2.720 |
| Change | -1% | -8% | 2% |

COMMENTAIRES

LA BCE A AGI CONFORMÉMENT À CE QUI ÉTAIT ATTENDU MAIS NOUS TROUVONS LE COMMUNIQUÉ CONFUSANT

Sans surprise c'est une baisse de 25 points de base des trois¹ taux directeurs qui a été annoncée jeudi par la BCE. Elle a provoqué deux réactions importantes sur le marché : 1) une baisse des rendements souverains et 2) une révision des anticipations pour les prochains mois. Il est à présent attendu que la BCE baisse de -0,25% ses taux lors de chaque comité de politique monétaire jusqu'au mois de juin 2025. Soit 5 baisses de taux supplémentaires consécutives qui ramèneraient le taux de la facilité de dépôt à 2,00%. Ceci nous étonne car c'est en contradiction avec le communiqué de presse² publié. Ce dernier expose que « l'inflation devrait s'accélérer dans les prochains mois », et que le Conseil des gouverneurs « conservera les taux directeurs à un niveau suffisamment restrictif, aussi longtemps que nécessaire³ ». Nous trouvons étonnant qu'un tel message, plutôt « hawkish », accompagne une annonce de baisse de taux. Et plus étonnant encore de voir le marché anticiper une poursuite de ces baisses de taux les prochains mois⁴.

→ En résumé le discours de la BCE est « nous baissions les taux mais nous maintiendrons des taux élevés aussi longtemps que nécessaire ». En réaction de quoi le marché anticipe davantage de baisses dans les prochains mois.

On aurait pourtant pu s'attendre à ce que la BCE estime que son objectif était atteint, après que l'inflation soit repassée sous la barre de 2% en septembre. Deux interprétations sont possibles : soit les taux ont été portés à des niveaux trop élevés, dans des proportions telles que même après les avoir baissés ils restent en zone restrictive ; soit la BCE vient d'écrire qu'il ne faut plus attendre trop de baisses de taux tant qu'elle estimera que l'inflation reste menaçante. Auquel cas les anticipations de marché sont erronées. Cette éventualité ne doit pas être négligée, la même divergence a été observée aux Etats-Unis il y a quelques semaines seulement et les attentes du marché se sont soudainement réalignées sur les prévisions de la Fed lors du dernier FOMC. La principale différence entre l'Europe et des Etats-Unis, c'est le rythme de croissance du PIB. La zone euro est aux portes de la récession. La BCE indique qu'elle « ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière » et que ses décisions relatives aux taux directeurs resteront basées sur les données dont elle disposera. Notre compréhension est que les attentes de marché sont guidées par cette dépendance aux données, la logique étant que si la croissance pose problème en zone euro la BCE sera encline à baisser les taux.

→ Nous ne souscrivons pas à cette conclusion car, contrairement au mandat de la Fed, le mandat de la BCE est uniquement centré sur la stabilité des prix. Nous doutons que les perspectives de croissance influenceront les décisions de politique monétaire de la BCE.

¹ Facilité de dépôt @ 3,25% / Opérations principales de refinancement @ 3,40% / facilité de prêt marginal @ 3,65%.

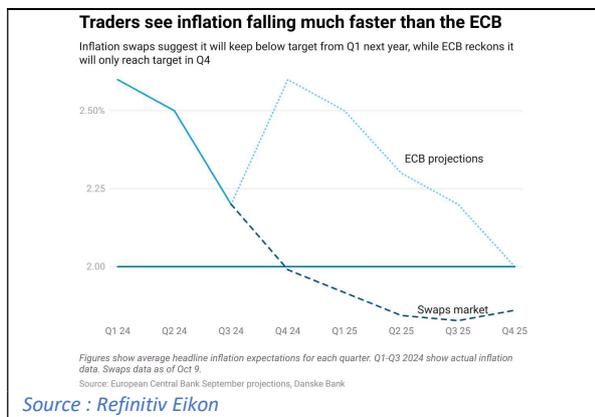
² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp241017~aa366eaf20.fr.html>

³ Pour atteindre l'objectif d'inflation de +2%/an

⁴ Réaction « dovish »

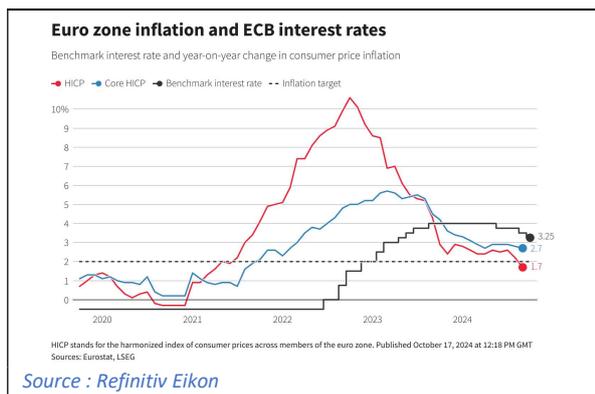
GRAPHIQUE 1

Le premier graphique illustre que le marché (pointillés) attend davantage de baisses de taux que la BCE elle-même.



GRAPHIQUE 2

Le second graphique illustre que le niveau d'inflation en zone euro est repassé sous la barre de 2% (ligne rouge).



EVOLUTION DES MARCHÉS

Les marchés d'actions terminent la semaine 42 sur un niveau inchangé. L'écart de performance YTD entre les Etats-Unis et l'Europe se creuse, la hausse de l'indice S&P500 est deux fois plus importante que celle de son équivalent européen Stoxx600. Et ces derniers jours les investisseurs européens bénéficient de l'appréciation du dollar US face à l'euro⁵. Nous trouvons que les résultats trimestriels publiés sont peu réjouissants. Tout d'abord les sociétés du secteur automobile ont émis des avertissements sur bénéfices, exposant que la conversion vers les motorisations électriques est douloureuse et qu'elle engendrera de nombreuses pertes d'emplois. Ce sont ensuite les sociétés du luxe qui ont fait état de ventes en baisse. Les consommateurs chinois ont réduit leurs dépenses, et ailleurs les hausses de prix (substantielles) des dernières années semblent commencer à dissuader les acheteurs. Même le secteur technologique n'a pas échappé aux mauvaises nouvelles, la société ASML a été

⁵ +3,6% de hausse depuis le 25 septembre

sanctionnée par une lourde chute de son cours de bourse⁶ après avoir révisé à la baisse ses prévisions de ventes et les niveaux de marge attendus.

Les indices obligataires européens signent quant à eux une excellente semaine grâce à une baisse conjointe des rendements et des spreads de crédit. Aux Etats-Unis la prime de risque moyenne du segment « Investment Grade » est au plus bas niveau des 20 dernières années. Cette faible prime de risque est alimentée par les perspectives d'un « soft-landing ». Malgré une situation économique bien différente, l'Europe n'échappe pas à cette tendance baissière des primes de risque. Sur le segment de la dette souveraine la prime de risque des obligations d'Etat italien se rapproche du niveau de prime payé par l'Etat français. Le FMI a pourtant émis un avertissement sur la spirale d'endettement des Etats. La pandémie de Covid-19 a incité les Etats à augmenter leur niveau d'endettement pour stimuler la croissance, Etats-Unis et Chine en tête, mais la France et l'Italie sont également identifiés parmi les pays pour lesquels les plans de stabilisation du niveau d'endettement sont insuffisants. L'agence de rating S&P a averti que cette dégradation de la situation résultera dans des abaissements inévitables des niveaux de rating de nombreux Etats, et qu'il y aura aussi davantage de défauts sur les dettes d'Etat dans les 10 prochaines années.

Quand les rendements baissent, généralement le prix de l'or monte. Cela s'est vérifié une nouvelle fois la semaine dernière : +2% et nouveau record à \$ 2.722,54 l'once.

INCIDENCES SUR NOS GESTIONS & PERFORMANCES

Notre stratégie obligataire profite de la bonne tenue des marchés de taux. Sa performance YTD se rapproche des +4%.

| | | 1 semaine | YTD |
|-------------|-----------------------|-----------|--------|
| Obligations | Active Laddered Bonds | 0,21% | 3,91% |
| Actions | Global Quality | 0,03% | 15,55% |

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 À VENIR

Cette semaine devrait être calme au niveau des publications macro. Jeudi les indices PMI nous donneront une mise à jour des perspectives de croissance. Ce calme laissera donc la place à la publication des résultats des entreprises, dont ceux de TESLA et AMAZON.

Nous vous souhaitons une excellente semaine.

⁶ -16% mercredi suivis de -5% le lendemain