

LETTRE MENSUELLE

SEPTEMBRE 2024

Achévé de rédiger le 2 septembre 2024

ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX MARCHÉS

En août, les marchés financiers ont affiché une volatilité accrue, corrigeant significativement en début de mois avant de récupérer le terrain perdu, voire pour certains d'entre eux, d'atteindre de nouveaux sommets en fin de mois. Aux États-Unis, si de nouvelles inquiétudes émergent du côté de l'emploi, les chiffres de l'inflation sont quant à eux plutôt encourageants puisqu'ils continuent d'évoluer en direction de 2%, l'objectif des banques centrales. Le président de la Réserve fédérale (FED), J. Powell, a d'ailleurs confirmé lors de son récent discours au sommet des banquiers centraux à Jackson Hole que le moment était venu pour les États-Unis d'initier une réduction des taux directeurs. La question désormais n'est donc plus de savoir quand la FED baissera ses taux, mais de combien elle le fera lors de la prochaine réunion du FOMC les 18 et 19 septembre prochains.

Data as of 31/08/2024

	Price	MTD	YTD
CAC40	7 630.95	▲ 1.32%	▲ 1.16%
CAC40 TR	23 742.54	▲ 1.32%	▲ 4.02%
DAX	18 906.92	▲ 2.15%	▲ 12.87%
SMI	12 436.59	▲ 0.97%	▲ 11.66%
SMI TR	30 633.26	▲ 0.97%	▲ 15.14%
EUROSTOXX 50	4 957.98	▲ 1.75%	▲ 9.65%
EUROSTOXX 50 TR	11 766.22	▲ 1.75%	▲ 12.06%
SP500	5 648.40	▲ 2.28%	▲ 18.42%
SP500 TR	12 344.43	▲ 2.43%	▲ 19.53%
NASDAQ-100	19 574.64	▲ 1.10%	▲ 16.34%
NASDAQ TR	23 578.13	▲ 1.18%	▲ 16.96%
NIKKEI	38 647.75	▼ -1.16%	▲ 15.49%
NIKKEI TR	68 452.55	▼ -1.09%	▲ 16.61%
SHANGHAI COMP	2 842.21	▼ -3.28%	▼ -4.46%
SHANGHAI COMP TR	3 452.37	▼ -3.11%	▼ -1.97%
HANGSENG	17 989.07	▲ 3.72%	▲ 5.52%
HANGSENG TR	61 406.42	▲ 3.89%	▲ 9.23%

	Price	MTD	YTD
USDCHF	0.8496	▼ -3.23%	▲ 0.97%
EURUSD	1.1048	▲ 2.05%	▲ 0.08%
EURCHF	0.9390	▼ -1.22%	▲ 1.09%
WTI	73.55	▼ -5.60%	▲ 2.65%
XAUUSD	2 503.39	▲ 2.28%	▲ 21.35%
10Y BUND	2.30	▼ -1 bps	▲ 27 bps
10Y US-Treasury	3.90	▼ -13 bps	▲ 2 bps
VIX	15.00	▼ -8.31%	▲ 20.48%

Source: Bloomberg

Sur le mois écoulé, le S&P500 affiche une progression de +2.3%, l'EuroStoxx50 +1.8%, le SMI +1.0%, le CAC40 +1.3% alors que le Nikkei clôture en baisse de -1.2%, après avoir subi une baisse de près

de -12% en début du mois. L'évolution des indicateurs économiques, souvent faibles, et les tensions géopolitiques continuent de soutenir la hausse du prix de l'or qui progresse de +2.3% sur le mois. Parallèlement, le taux du bon du Trésor à 2 ans sont contracté de 34pdb alors que celui du 10 ans a baissé de 13pdb, permettant ainsi à la courbe des taux de s'aplatir proche de 3.90%.

L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

En août, nous avons observé le dénouement d'une partie du « carry trade » en yen, phénomène à la source de l'explosion de la volatilité observée sur les marchés financiers en début de mois. Pour rappel, cette stratégie d'investissement qui consiste à profiter des taux bas pour emprunter en yen et réinvestir dans des devises offrant davantage de rémunération, a été source de rendement pour les investisseurs ces dernières décennies. Mais alors que cette pratique atteignait son paroxysme, soutenue par un important différentiel de taux découlant de politiques monétaires divergentes entre la Banque centrale du Japon (BoJ), qui maintenait son principal taux directeur à zéro, et la FED, dont les taux culminent toujours vers 5.5%, la récente décision de la BoJ de relever ses taux directeurs a pris par surprise bon nombre d'investisseurs et ébranlé la stratégie. En effet, à la suite de cette annonce, ces derniers ont été contraints de vendre massivement des actifs en yen pour rembourser tout ou partie des prêts contractés, exerçant ainsi une pression supplémentaire sur les marchés financiers, déjà affectés par la faible liquidité de la période estivale.

Aux États-Unis, les indicateurs d'inflation pour le mois de juillet sont en ligne avec les attentes et continuent d'évoluer dans le bon sens. L'indice des prix à la consommation (IPC) a augmenté de +0.2% sur le mois et de +2.9% sur un an, contre +3.0% le mois précédent. L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix volatils de l'alimentation et de l'énergie, a également progressé de +0.2% sur le mois et de +3.2% en glissement annuel, ce qui a été perçu positivement par les marchés financiers. J. Powell a d'ailleurs déclaré que bien que la tâche ne soit pas encore achevée, des progrès considérables ont été faits en vue de l'objectif d'inflation de 2%.

Les données sur l'emploi en juillet, modestes, ont fait resurgir certaines craintes quant à la solidité de la conjoncture américaine. Ces dernières révèlent la création de 114'000 emplois non agricoles (NFP), en deçà des 175'000 attendus, concentrés dans les secteurs de la santé (+55'000), de la construction (+25'000), du gouvernement (+17'000) et du transport (+14'000). En parallèle, bien que cela soit passé presque inaperçu, le Bureau des statistiques du travail aux États-Unis a très fortement révisé à la baisse les créations d'emplois pour la période allant de mars 2023 à mars 2024, soit -818'000 emplois, environ -30%! Cette révision met en lumière un problème fondamental pour les banques centrales qui se voient contraintes de prendre des décisions cruciales sur la base d'indicateurs économiques peu fiables. Enfin, le taux de chômage progresse à +4.3% contre +4.1% le mois précédent, évolution qui confirme l'accélération de la détérioration du marché de l'emploi puisque désormais la moyenne du taux de chômage des trois derniers mois est

supérieure de plus de 0.5% à la plus faible moyenne trimestrielle des 12 derniers mois précédents. Le niveau actuel atteint par cet indicateur, connu sous le nom de « Sahm Rule », a presque toujours précédé une période de récession. Son évolution est donc à suivre de très près durant les mois à venir.

Comme chaque année, le mois d'août a été le théâtre du sommet des banquiers centraux à Jackson Hole, lors duquel J. Powell a annoncé, sans réelle surprise, que le moment était venu de réduire les taux directeurs américains. Le consensus anticipe désormais une baisse d'environ 100pdb (-1.0%) d'ici la fin de l'année, avec une réduction de 25 à 50pdb attendue le 18 septembre. Cette communication intervient alors que le marché de l'emploi montre des signes de faiblesse et que le « Leading Economic Index », un agrégat qui pondère par ordre d'importance 10 indicateurs économiques, recule de -0.6% pour atteindre 100.4, niveau inférieur à celui observé au point bas de la crise du Covid en 2020 (100.5). Dans le même temps, la confiance des consommateurs progresse à 103.3, son plus haut niveau en six mois, occultant toutefois le fait que celle des ménages à faible revenu diminue. Ces derniers sont en effet de plus en plus confrontés à des difficultés financières, comme en témoignent les récents résultats de Dollar General (DG), entreprise américaine de grande distribution à bas prix qui a significativement revu ses prévisions pour l'année en cours. La situation économique actuelle reste donc toujours difficile à lire, mais il est indéniable que les signes de faiblesse s'accumulent.

Malgré cela, le scénario de « soft landing », consensuel depuis des mois, reste celui privilégié. Il semble que la perspective d'une réduction des taux d'intérêt aveugle les investisseurs, ces derniers étant persuadés que le changement de politique monétaire pourra, à lui seul, prévenir une dégradation de la situation économique et permettre aux marchés financiers de poursuivre sur leur formidable lancée. À court terme peut-être, mais nous restons sceptiques sur le moyen terme car les valorisations actuelles anticipent déjà un fort assouplissement monétaire et que la croissance des bénéfices peine à justifier la progression de marchés. Quoi qu'il en soit, la FED devra manœuvrer très habilement pour éviter un scénario de stagflation, voire une récession.

NOS RÉFLÉXIONS ET ACTIONS

Dans l'environnement actuel, nous maintenons une allocation d'actif neutre, tant en termes d'exposition aux actifs risqués que de répartition géographique. Dans le même temps, le cycle de hausse de taux d'intérêt arrivant à son terme et les tensions géopolitiques étant toujours très nombreuses, nous augmentons notre exposition aux obligations de qualité à moyen et long terme, au détriment du court terme, tout en maintenant nos investissements dans l'or et le pétrole.

LE THÈME DU MOIS : LES ETF

Au cours des dernières années, les investissements passifs via les ETF (Exchange-Traded Funds) ont connu une croissance spectaculaire. Ces fonds qui répliquent fidèlement divers indices, séduisent les investisseurs non seulement par leur performance, mais aussi par leur coût réduit, leur transparence et leur liquidité. Ce mois-ci, nous analysons ce qu'il en est vraiment, car leur popularité soulève des questions cruciales quant à la véritable diversification qu'ils offrent, à l'influence sur la structure et la qualité des indices, ainsi qu'aux risques associés à ce type de véhicules d'investissement.

Il n'est pas contestable que les ETF peuvent présenter de nombreux avantages qui les rendent attractifs pour les investisseurs. Tout d'abord, de nombreuses études démontrent que leurs performances ont, dans le passé, souvent surpassé celle des fonds actifs, notamment lorsque les ETF ont pour objectif de répliquer les performances des principaux indices mondiaux et plus particulièrement de ceux des grandes capitalisations américaines. De plus, les ETF offrent une transparence accrue, une flexibilité supérieure et une liquidité élevée. Contrairement à certains fonds actifs, ils peuvent être achetés et vendus en temps réel pendant les heures d'ouverture du marché, ce qui permet une gestion plus dynamique des portefeuilles. Pour les petits investisseurs, les ETF représentent également une solution idéale pour accéder à une diversification à moindre coût, sans les exigences de capital minimum que l'on peut souvent retrouver dans les fonds actifs. Grâce à ces caractéristiques, ils constituent un outil simple et efficace pour construire un portefeuille diversifié, même avec des ressources limitées. Enfin, les frais de gestion des ETF sont généralement bien plus bas que dans le cas des fonds actifs, contribuant ainsi à maximiser les rendements nets pour les investisseurs sur le long terme.

Cependant, il est impératif de ne pas investir aveuglément dans ce type de véhicule d'investissement, car tous les ETF ne se valent pas, les avantages mentionnés ne s'appliquant pas uniformément à tous les ETF. En effet, ces fonds se déclinent en plusieurs catégories, des ETF répliquant des indices traditionnels aux ETF thématiques, ceux à effet de levier, ou encore aux ETF inverses (ETF « short »), chacun présentant des caractéristiques et niveaux de risque différents. Les ETF thématiques, en particulier, nécessitent une vigilance accrue. Bien qu'ils permettent d'investir dans des paniers de titres centrés sur un thème spécifique, souvent séculaire, ils peuvent offrir une diversification illusoire. Bien que ces fonds soient composés de nombreux sous-jacents, ces derniers sont souvent fortement corrélés entre eux, rendant la diversification peu efficace tout en augmentant la volatilité, et donc le risque, pour l'investisseur. En conséquence, bien que certains thèmes soient intéressants du fait de leur potentiel à générer des rendements attractifs sur le long terme, cette concentration peut rendre ces produits inadaptés à certains profils d'investisseurs, en particulier ceux recherchant une véritable diversification pour réduire leur exposition.

Il est également important de comprendre que les ETF à effet de levier et les ETF inverses peuvent s'avérer peu liquides et potentiellement entraîner des pertes significatives, notamment en période de forte volatilité. Ainsi, il est essentiel de bien évaluer la composition et la structure (certains n'appliquant pas de réplication physique) et les objectifs de chaque ETF avant d'y investir, en tenant compte de son propre profil de risque et de ses objectifs d'investissement.

Enfin, de plus en plus de recherches actuelles tentent d'analyser les conséquences de la domination grandissante des investissements passifs sur la qualité des marchés financiers. Le volume des ETF indiciels, qui ne cesse d'augmenter, a un effet notoire sur l'élasticité des marchés financiers, exacerbant les mouvements, tant à la hausse qu'à la baisse. Ce phénomène tend aussi à amplifier les retournements de marché en exposant les investisseurs à des chocs de liquidité. En effet, lorsque les marchés sont en hausse, les flux d'investissement dans les ETF sont automatiquement réinjectés dans les actifs sous-jacents (en cas de réplication physique), en particulier dans les grandes capitalisations qui ont un poids plus important dans les indices. Ces entreprises bénéficient donc disproportionnellement de cette dynamique. Toutefois, lors d'une correction, le mouvement inverse se produit, entraînant une chute accentuée des cours.

Selon les études, ce même phénomène lié aux flux des investissements semble aussi avoir un impact sur la qualité des marchés financiers, car une demande accrue pour ces fonds indiciels gonfle artificiellement les prix des entreprises sous-jacentes, indépendamment de leur qualité fondamentale, créant ainsi un biais de valorisation. L'investisseur achète donc des entreprises de pauvre qualité ou vend des titres de bonne qualité à chaque fois qu'une opération est passée.

En conclusion, bien que les ETF offrent des avantages indéniables en termes de coûts et de performance à long terme, il est crucial pour les investisseurs de comprendre les enjeux et les risques souvent sous-estimés liés à ces produits. Une diversification équilibrée entre fonds passifs et actifs au sein d'un portefeuille nous semble une approche pertinente, permettant ainsi de bénéficier des forces de chaque stratégie tout en atténuant les faiblesses potentielles. Les ETF peuvent jouer un rôle important de diversification, mais il est essentiel de choisir judicieusement les indices à suivre. A titre d'exemple, des ETF qui investissent sur un marché exotique, comme le Vietnam par exemple, ou dans des petites et moyennes entreprises n'ont selon nous que très peu d'intérêt puisque des fonds actifs bien gérés sont bien mieux armés pour tirer profit des inefficiences de ces marchés ; à contrario, investir dans les grandes capitalisations américaines au travers d'un ETF peut s'avérer intelligent, d'autant plus que ce dernier permet d'être plus tactique en fonction des phases de marchés. Nous pensons donc qu'il ne faut pas, comme beaucoup le font, opposer les deux approches, mais plutôt les combiner pour essayer de tirer le meilleur des deux mondes ! Pour ce faire, une sélection minutieuse et une réévaluation régulière des choix sont nécessaires pour maximiser les rendements et protéger les portefeuilles des risques inhérents à l'investissement passif.