

UN NOUVEAU MOIS SUR LES MARCHÉS

La lettre mensuelle des marchés d'Apicil AM

Septembre 2024



LES FAITS MARQUANTS DU MOIS

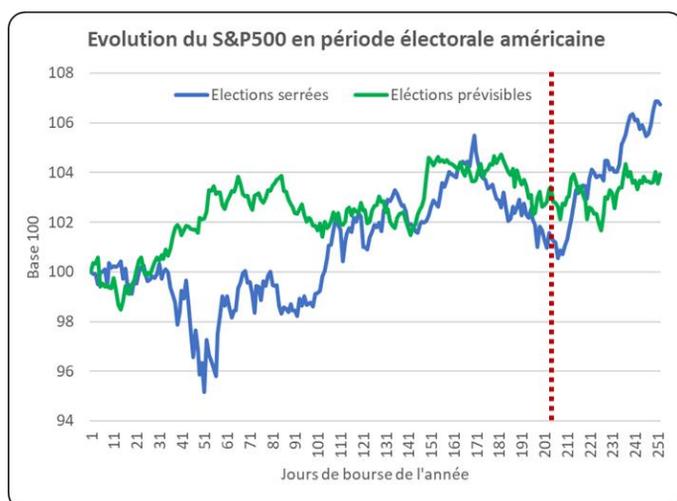
☀ Le trou d'air de cet été laisse un certain nombre d'enseignements.

☀ Les taux courts ont pris trop d'avance par rapport à la réalité économique. Attention à la marche.

☀ L'emploi (et l'activité) sous le feu des projecteurs.

☀ Une rentrée sous le signe de la vigilance envers les actions.

LE GRAPHIQUE DE LA RENTRÉE



Sources : Bloomberg, Apicil AM au 30/08/2024. Elections depuis 1950

Triple peine pour les actions en cette rentrée !

Le mois de septembre est connu en bourse pour être le pire mois de l'année.

Depuis 1960, le S&P 500 et son voisin Euro Stoxx 50 ont baissé dans 60% des cas de près de -1%.

Les raisons avancées de cette faible performance sont multiples : prises de bénéfices après l'été, réajustement des portefeuilles après la pause estivale, pluie de données macro-économiques, orientations sur la politique monétaire et budgétaires pour la fin de l'année et facteurs politiques.

Cette rentrée sera sous le signe de l'incertitude politique, à mesure que les élections américaines de novembre approchent. Il y a d'autant plus de volatilité (mais également de potentiel haussier) à l'issue d'une campagne serrée, comme celle que nous vivons avec le duel Kamala-Trump.

Une rentrée nerveuse

Un été chaud et tout en couleurs (de rouge vif au vert foncé). Les investisseurs apprécieront de retrouver (certains) marchés au plus haut. Pourtant, l'épisode du 5 août est loin d'être anodin.

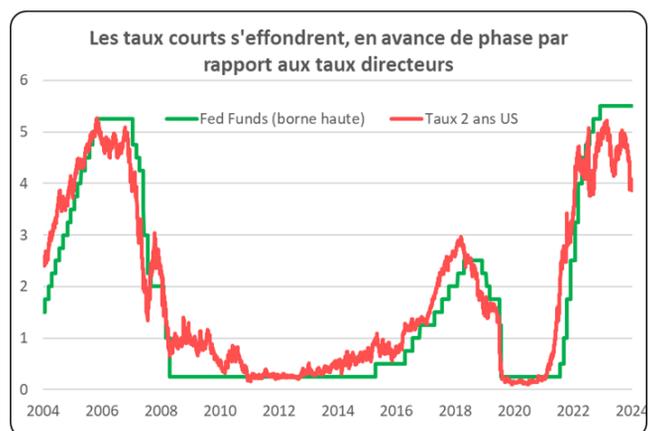
Nous avons souligné la possibilité de voir des débouchements en cascade et un trou d'air à court terme, bien que positifs fondamentalement sur les deux grandes zones pour le reste de l'année. La chute des indices a été aussi fulgurante que la reprise qui s'en est suivie. Les investisseurs ont profité de la correction pour faire des (bonnes ?) affaires.

Le point de départ, qui reste à l'œuvre en cette rentrée, est sans conteste un positionnement extrêmement consensuel (acheteur tech US, vendeur de la devise nippone, le narratif d'un atterrissage en douceur...), ce qui crée des réactions exacerbées aux mêmes données. Les signaux habituels concernant la santé de l'économie ayant été démentis un à un (courbe de taux inversée, *Leading Economic Indicator*, épuisement de l'épargne...), les opérateurs sont en manque de repères et sur-réagissent à certaines données, de peur d'être en décalage par rapport à la réalité de l'activité. En l'occurrence, la fin d'un cycle monétaire accommodant au Japon de la part de la BoJ, ainsi qu'une mise en garde de J. Powell quant à la dégradation du marché de l'emploi, ont mis le feu aux poudres début août.

À Jackson Hole cet été, le petit comité de têtes pensantes s'est accordé (études à l'appui) sur un point de rupture à 4,4% de chômage. Le combat contre l'inflation semblait bien engagé, la Fed change son fusil d'épaule et se concentre sur le deuxième axe de son mandat. Les investisseurs ont donc vu rouge vif quand deux jours plus tard, le rapport sur l'emploi de juillet du BLS affichait 4,3%...

Depuis, il est clair qu'à la lecture de la hausse du taux de participation, ainsi qu'au retour de l'immigration aux États-Unis sur la période, les investisseurs ont mis de l'eau dans leur vin. Il ne faut pas confondre normalisation et récession. Après une révision à la hausse de la croissance du PIB US à 3% annualisé pour le T2 (merci au consommateur !), les attentes pour le T3 restent dynamiques (à l'image de l'indicateur avancé de la Fed d'Atlanta qui pointe vers 2%). La vigueur des ventes au détail et la progression des salaires réels ne laissent pas présager d'un atterrissage violent de l'économie.

Pourtant, les taux (courts notamment) ont pris de l'avance sur la première baisse attendue de la part de la Fed pour le 19 septembre prochain. Un excès de pessimisme nous semble intégré. Le marché hésite pour l'heure entre 1 et 2 baisses de 25 bps. Un demi-point de pourcentage serait une grande première pour débiter un cycle d'assouplissement monétaire. Ceci représenterait un aveu de faiblesse de la part de J. Powell et une erreur de politique.



Sources: Bloomberg, au 06/09/2024

Concernant le potentiel sur les actions, les cibles sur indices identifiées fin mai ont été touchées avant que les mêmes inquiétudes début septembre n'emportent à nouveau les indices vers le bas. Le point d'orgue ayant été la publication d'ISM relativement faible, à 47,2. Notons la susceptibilité des investisseurs, qui, par le passé, se sont bien accommodés de plusieurs trimestres à de tels niveaux !

Nous avons identifié au début du mois un positionnement à nouveau extrêmement tendu (visible notamment sur les flux et les primes de couverture) et une saisonnalité fortement défavorable (cf. le graphique du mois). Nous avons fait le choix d'une rentrée sous le signe de la vigilance et réduisons la voilure au marché actions. Il paraît opportun de baisser l'exposition aux actions allemandes. Le DAX s'offre de nouveaux sommets et défie la morosité économique. Le triptyque magique a pourtant volé en éclats. Celui-ci reposait sur l'approvisionnement en matières premières bon marché, une main-d'œuvre et des sous-traitants fournis à l'Est, et de larges débouchés avec la Chine. Dans ce contexte, la croissance intérieure est atone depuis l'après-Covid. Les grands acteurs allemands (automobile et banques) sont mis à mal. Enfin, les incertitudes politiques pèsent, après la déroute du parti en place face aux extrêmes.

NOTRE ALLOCATION

CLASSE D'ACTIFS	GRILLE D'ALLOCATION APICIL AM				
	PONDERATIONS TACTIQUES SUR 1 MOIS	RÉVISION/M OIS	PONDERATIONS STRATÉGIQUES SUR 6 MOIS	RÉVISION /MOIS	
Actions	Exposition actions	-	↓	+	Inchangé
	S&P 500	=	Inchangé	+	Inchangé
	Euro Stoxx 50	-	↓	=	Inchangé
	Footsie 100	+	Inchangé	=	Inchangé
	Topix	-	Inchangé	-	Inchangé
	MSCI pays émergents	=	Inchangé	+	Inchangé
Obligations euro	Exposition obligations euro	=	Inchangé	+	Inchangé
	Obligations Core	-	↓	=	Inchangé
	Obligations périphériques	=	Inchangé	=	Inchangé
	Indexées inflation	=	Inchangé	-	Inchangé
	Investment Grade	+	Inchangé	+	Inchangé
	High Yield subordonnées financières	=	Inchangé	+	Inchangé
Matières premières	Exposition matières premières	=	Inchangé	=	Inchangé
	Pétrole	+	↑	=	Inchangé
	Or	-	Inchangé	=	Inchangé
Devises	Cash (Euro)	+	↑	-	Inchangé
	Dollar	+	↑	+	Inchangé
	Livre sterling	=	Inchangé	+	↑
	Yen	+	Inchangé	+	Inchangé

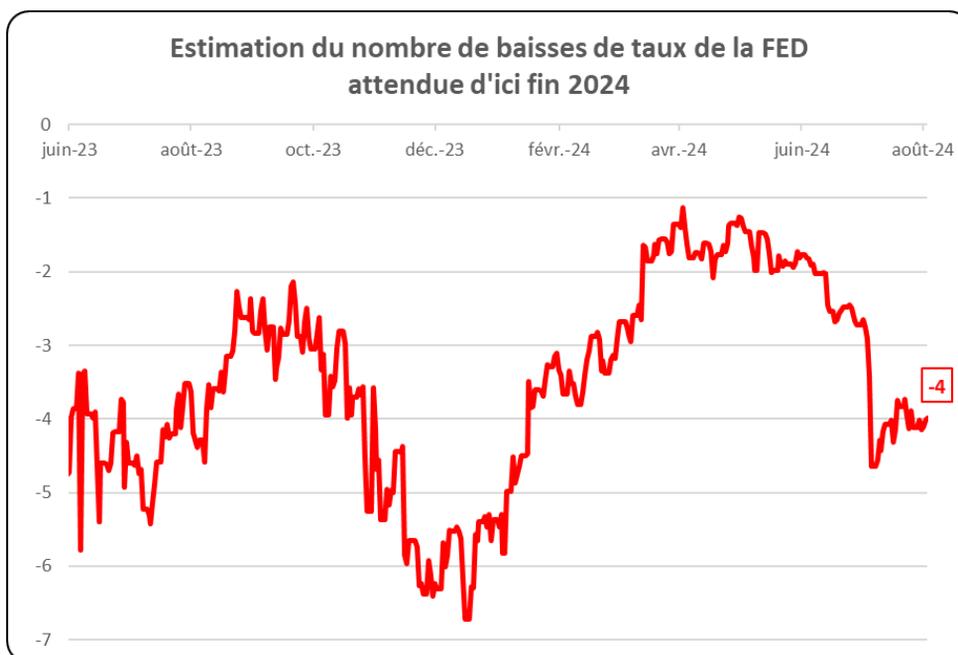
PERFORMANCES DES MARCHÉS

Classe d'actifs	Performances juillet-août	Performances 2024
Actions Japon (Topix)	-3,4%	19,5%
OR	7,6%	18,6%
Actions Etats-Unis (S&P 500)	3,7%	16,7%
Inde (Nifty 50)	5,1%	14,8%
Euro Stoxx 50	1,5%	10,1%
Pétrole	-7,8%	8,3%
Russie (RTS\$)	0,0%	6,3%
Crédit High Yield Etats-Unis	3,7%	4,4%
Euro - Yen	-6,3%	4,3%
Crédit High Yield euro	2,0%	3,1%
CAC 40	2,1%	2,7%
Obligations long terme Italie	3,7%	2,6%
Crédit Investment Grade euro	2,1%	1,7%
Crédit Investment Grade Etats-Unis	4,5%	1,5%
Obligations long terme Espagne	3,0%	1,4%
Obligations long terme Etats-Unis	4,3%	1,3%
Chine (CSI 300)	-4,1%	0,3%
Obligations long terme Allemagne	2,3%	-0,6%
Obligations émergentes (devises locales)	5,3%	-1,5%
Euro - Dollar	3,1%	-1,9%
Obligations long terme France	1,9%	-2,5%
Euro - Livre sterling	-0,7%	-2,9%
Brésil (Bovespa)	9,8%	-4,9%

Sources : Bloomberg, APICIL AM au 30/08/2024

Et la lumière fut ! Plus d'un an d'attente, c'est le temps qu'il aura fallu depuis la dernière hausse de la réserve fédérale américaine (FED) en juillet 2023 pour offrir au **marché le tant attendu pivot**. Le discours de J. Powell, lors du symposium de Jackson Hole fin août, aura été sans équivoque : « **le temps est venu d'ajuster la politique monétaire** » ! Le prochain meeting de la FED le 18 septembre marquera donc la **première baisse des taux outre-Atlantique**. La vraie question reste de **connaître l'ampleur de cette baisse**.

Le discours de Jackson Hole marque un tournant, non seulement sur la forme mais aussi sur le fond. **La FED a changé de focus**. La lutte contre l'inflation apparaît alors au second plan. **C'est désormais l'emploi qui la préoccupe** après une série de statistiques décevante. Début août, la publication des créations d'emplois non agricoles (NFP) a surpris négativement. L'impact a été immédiat : les attentes de baisse de taux aux États-Unis ont fortement augmenté. **Le marché se focalise sur le rythme de baisse lors de la prochaine réunion**. Les discours des banquiers centraux sont scrutés. On cherche dans les discours des membres du votants du FOMC (conseil des banquiers centraux américains) des indicateurs dovish/hawkish pour jauger de la baisse à venir. **25 ou 50 bps, telle est la question ?** Nous pensons que le signal donné au marché d'une baisse trop massive (50bps) serait négatif. Il validerait, à demi-mots que la FED est « behind the curve », traduction : elle aurait dû baisser les taux plus tôt et face à la faiblesse des indicateurs sur l'emploi elle panique! Le marché s'attend donc à quatre baisses d'ici la fin de l'année aux US, ce qui nous paraît exagéré. Certes l'économie ralentit, mais les indicateurs de croissance et de consommation tiennent encore bien. Côté BCE, on anticipe deux à trois baisses de taux d'ici cette fin d'année. À court terme, **tous les yeux seront tournés vers Jérôme Powell**, reléguant Christine Lagarde et le vieux continent au second plan, une habitude.



Source : Bloomberg / APICIL AM au 30 août 2024

Sur le mois, les **spreads de crédit se sont resserrés**, notamment l'indice iTraxx Crossover (CDS High-Yield, segment les moins bien notés) qui clôture à 288bps (-6ps). Le resserrement des spreads de crédit sur le mois se réalise aussi bien sur la partie synthétique que sur le cash (obligations sèches). Cette apparente stabilité cache néanmoins une grande volatilité avec un écartement de 40bps en début de mois.

LES ENTREPRISES QUI FONT LA DIFFERENCE SUR LE MARCHÉ CRÉDIT

Iliad a publié de bons résultats pour le second trimestre. Le chiffre d'affaires augmente de +9,5% en publié à 2,47 mds EUR. En France, la performance commerciale ralentit au second trimestre mais demeure satisfaisante, à la fois dans le fixe (+40k après +85k au T1, succès de la Freebox Ultra lancée fin janvier) et dans le mobile (+120k après +212k au T1). L'ARPU est en hausse de +5,3% à 36,4 EUR dans le fixe et de +2,1% à 12,3 EUR dans le mobile grâce à la montée en gamme des clients vers la fibre et les forfaits data. En Italie, la croissance est tirée par la progression du parc d'abonnés mobile, qui ne faiblit pas.

Loxam a publié un EBITDA en hausse de 7% au T2 24, ayant notamment profité des derniers travaux pour préparer les Jeux Olympiques de Paris. Les résultats du troisième trimestre devraient encore bénéficier de l'effet JO. Plus généralement, Loxam estime que le marché de la construction en Europe reste en baisse, mais ne devrait pas se détériorer davantage d'ici la fin de l'année, sauf en Europe du Nord.

Synthèse des performances

Malgré quelques soubresauts au début du mois d'août, l'été a vu une progression généralisée des principaux indices actions. Le MSCI World a enregistré une hausse de +4,3%.

Par styles, la value (+7,4%) a surperformé la croissance (+1,4%), mais reste en retard depuis le début de l'année.

Du côté des capitalisations, une fois n'est pas coutume, les small (+7,4%) ont fait mieux que les larges (+4%).

Par secteurs, les utilities ont réalisé la meilleure performance estivale (+11,1%), pendant que les semi-conducteurs ferment la marche (-5,5%). Depuis le début de l'année, les semi-conducteurs, portés par la thématique de l'IA et Nvidia, conservent la première place (+52,7%). L'automobile réalise la plus mauvaise performance (-6,3%).

Classe d'actifs	Performances juillet-août 2024	Performances 2024 YTD
Géographies		
MSCI World	4,3%	15,5%
MSCI Europe	2,5%	9,6%
MSCI North America	3,7%	17,7%
MSCI Asia Pacific	3,3%	10,1%
Styles		
MSCI World Value	7,4%	12,6%
MSCI World Growth	1,4%	18,4%
Capitalisations		
MSCI World Large	4,0%	17,8%
MSCI World Small	7,4%	9,0%
Secteurs		
Utilities	11,1%	14,2%
Semiconductors	-5,5%	52,7%
Automobile	2,4%	-6,3%

Source : Bloomberg / APICIL AM arrêté au 31/08/2024

Les enseignements de la saison des publications en Europe

Après la salve des publications du deuxième trimestre, le consensus a légèrement revu à la baisse ses prévisions de croissance des résultats du Stoxx 600, mais attend toujours une progression de +4,1% pour 2024. A 14,5 de PE 2024, la valorisation du Stoxx 600 reste abordable.

Dans le détail, le momentum compliqué se confirme pour les sociétés industrielles et plus particulièrement dans l'aéronautique et l'automobile. Ce ralentissement a, par ricochet, impacté les secteurs informatique et semi-conducteurs, obligeant plusieurs sociétés à procéder à des avertissements sur leurs résultats (Dassault Systèmes, STMicroelectronics, Capgemini, etc.). L'aéronautique est toujours pénalisée par sa chaîne logistique et souffre de son incapacité à augmenter sa cadence de production, ce qui a poussé Airbus à revoir une nouvelle fois à la baisse son objectif annuel de livraison d'appareils. Dans l'automobile, après plusieurs trimestres de hausse des prix des véhicules, le début de l'année 2024 marque un épuisement de cette tendance. Au 2^e trimestre, plusieurs constructeurs ont vu leur chiffre d'affaires impacté par un effet prix négatif. Notons également un recul de la part des véhicules 100% électriques, ce qui expose les constructeurs à des amendes de la Commission européenne en fin d'année.

Pas d'amélioration du côté du consommateur chinois qui continue de peser sur les secteurs du luxe, des alcooliers et des constructeurs automobiles allemands. Sur le secteur du luxe, le ralentissement de la croissance renforce la polarisation entre les maisons. Les best in class (Hermès, Richemont, Prada) accentuent leur avance sur les maisons en retournement (Burberry, Kering).

Du côté des entreprises

Nvidia : roi de l'IA

Nvidia a publié un chiffre d'affaires au deuxième trimestre de 30 milliards de dollars, en croissance de +122% par rapport à l'année précédente, et +3% au-dessus de la moyenne des attentes du marché. Malgré cette croissance exceptionnelle, le titre a corrigé de -6% le lendemain de sa publication. Nous considérons que cette baisse est liée à des prises de bénéfices compréhensibles suite à la performance récente du titre. Nous restons positifs sur les fondamentaux de Nvidia, dont les perspectives de croissance tirées par l'IA générative et les voitures autonomes sont inégalées.

OPA de Mars sur Kellanova : quand le géant du sucré avale celui du salé

36 milliards de dollars, c'est l'addition que devra régler Mars pour englober Kellanova. Le 14 août, Mars (M&M's, Twix, Snickers, etc.) a confirmé être entré en négociation exclusive pour racheter Kellanova à un prix de 83,5\$/action, soit une prime de +44% par rapport au cours du 31 juillet. La performance du fonds Alimentation, investi à hauteur de 1,5% dans Kellanova, a bénéficié de cette OPA. Avec cette acquisition, Mars intègre un portefeuille de marques emblématiques (Kellogg's, Pringles), et atteint un chiffre d'affaires de 63Mds \$, ce qui en fera un mastodonte du grignotage.

EURO / DOLLAR



Pendant la période estivale, la devise des vingt-sept s'est appréciée de 3,1% face au dollar. Au cours de cette période, les investisseurs ont changé de « mood ». Avec des données prometteuses sur l'inflation et un objectif de 2 % à portée de main, tant en zone euro (2,2 % pour le CPI) qu'aux États-Unis (2,5 % pour le PCE), il semble que la « parenthèse » inflationniste puisse maintenant se clore. Désormais, les risques de ralentissement économique, prévalent sur les préoccupations inflationnistes. Les indicateurs économiques défavorables publiés en août (chômage, PMI, ISM) ont ravivé les craintes de récession, entraînant un ajustement brusque des attentes en matière de politiques monétaires. Les investisseurs, comme en témoigne la forte baisse des taux à court terme, s'attendent désormais à une action musclée de la part de la Fed, avec une réduction de 50 points de base dès septembre, soit quatre autres baisses d'ici la fin de l'année. Nous considérons ce scénario comme excessif. Cela supposerait un retard de politique monétaire.

En Europe, la BCE a déjà pris les devants en procédant à une première baisse historique (avant le FOMC) de 25 points de base en juin. La diminution de l'inflation et la faiblesse de l'économie en Zone euro justifient une nouvelle réduction des taux d'intérêt de 25 points de base, que la BCE devrait confirmer le 12 septembre. Le scénario anticipé semble également plausible, avec une nouvelle baisse prévue en décembre. Les anticipations de réductions de taux aux États-Unis ont exercé une pression importante sur le dollar, au profit de l'euro, dans l'optique d'une réduction du différentiel de taux entre les deux zones.

Nous percevons un potentiel haussier pour les taux à court terme aux États-Unis ce qui devrait soutenir un rebond du dollar à court terme. À plus long terme, le dollar présente un potentiel haussier désormais plus fort face à l'euro, dans le sillage du différentiel de croissance économique entre les deux zones sur fond d'incertitudes géopolitiques.

**RECOMMANDATION DOLLAR
(1 MOIS + / 6 MOIS +)**

EURO / LIVRE STERLING



Pendant l'été, la parité entre l'euro et la livre sterling est restée relativement stable, avec une légère appréciation de 1,2 % de la devise anglaise. Cependant, cette stabilité masque une forte volatilité, notamment en août, où l'euro s'est apprécié de 2,3 % avant de perdre tous ses gains. À l'issue de sa réunion de politique monétaire en août, la Banque d'Angleterre a opté pour une réduction de ses taux directeurs de 25 points de base (5 % contre 5,25 %), une décision qui a fait l'objet de vifs débats au sein de l'institution (5 membres pour une baisse et 4 en faveur d'un maintien des taux). Cette première réduction des taux est justifiée par une trajectoire d'inflation favorable, avec un retour à l'objectif de 2 % en juin, rendant l'environnement propice à un début d'assouplissement monétaire. La réunion a également donné à la BoE l'occasion de revoir ses prévisions économiques. Bien que l'inflation soit attendue plus persistante au dernier trimestre, la banque prévoit désormais une croissance de 1,25 % pour l'année, (loin de son estimation initiale).

Face à cette résilience économique, voire à un regain de croissance, la Banque d'Angleterre devrait adopter une approche « data-dependent ».

Nous pensons qu'elle maintiendra un rythme d'assouplissement monétaire très graduel, un peu plus prudent que celui de son homologue européenne, en raison des différences dans les dynamiques de croissance des deux côtés de la Manche. Cela devrait apporter un léger soutien à la livre sterling dans les mois à venir.

**RECOMMANDATION LIVRE STERLING
(1 MOIS = / 6 MOIS +)**

EURO / YEN



La conviction que nous avons maintenue ces derniers mois s'est finalement matérialisée avec une forte appréciation du yen de 6,3 % par rapport à l'euro cet été. Nous n'avions cependant pas anticipé un mouvement d'une telle ampleur. Plusieurs facteurs ont contribué à renverser la tendance baissière des derniers mois. En premier lieu, la suspicion autour d'une éventuelle intervention des autorités japonaises en juillet, marquée par des achats massifs sur les marchés des changes pour soutenir la monnaie nationale, a initié la dynamique haussière. Cette tendance a été renforcée par la décision surprise de la Banque du Japon d'augmenter son taux directeur de 15 points de base à 0,25 % le 31 juillet. De plus, cette augmentation des taux s'accompagne d'une réduction progressive du rythme des achats d'obligations souveraines par la BoJ, qui sera diminué de moitié d'ici le premier trimestre 2026. Cette diminution entraînera une hausse des taux obligataires, rendant la dette japonaise plus attractive et des flux massifs.

Enfin, la forte appréciation de la devise nippone est également alimentée par l'une des dynamiques les plus influentes des marchés : le « carry trade ». La forte demande pour emprunter des yens et les ventes massives de cette devise pour investir dans d'autres actifs avaient conduit le yen à atteindre son niveau le plus bas depuis 38 ans. Cependant, avec le changement de politique monétaire, les investisseurs ont liquidé massivement leurs positions de portage, ce qui a donné un fort élan à la devise. En tendance, le yen devrait poursuivre sa progression, bien que celle-ci soit largement moins intense que l'élan observé pendant la période estivale.

L'amélioration de la conjoncture économique (+0,8 % en variation trimestrielle au T2) et une trajectoire d'inflation encore favorable (+2,8 % en variation annuelle en juillet) devraient inciter la BoJ à resserrer davantage sa politique monétaire. En parallèle, le décalage avec la Fed et la BCE, qui optent pour une politique d'assouplissement monétaire, devrait permettre au yen de profiter de la réduction du différentiel de taux.

**RECOMMANDATION YEN
(1 MOIS + / 6 MOIS +)**

OR



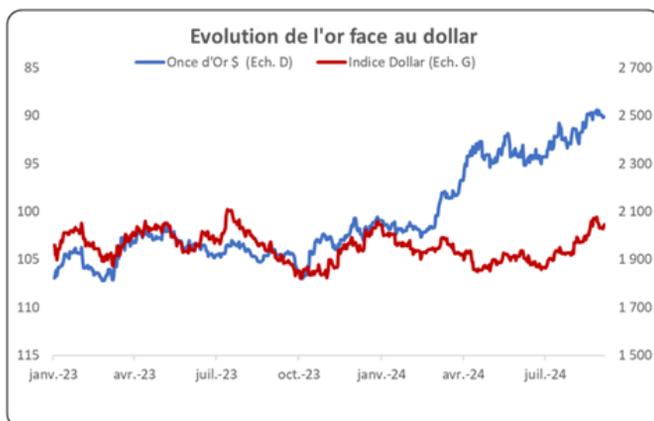
L'or a connu des performances remarquables tout au long de l'été, avec une hausse notable (+8%), atteignant 2 525 \$/oz fin août. Après une période de stabilisation, le marché a repris son élan courant août, confirmant une tendance haussière qui se profile.

Cette dynamique haussière est soutenue par plusieurs facteurs. Les tensions géopolitiques ont joué un rôle central dans cette dynamique. Les conflits persistants, notamment au Moyen-Orient et en Ukraine, ont ravivé les inquiétudes des investisseurs, renforçant ainsi la place du métal précieux comme valeur refuge. Dans un environnement global marqué par une forte volatilité, le trésor doré continue de s'imposer comme un actif fiable pour les investisseurs en quête de stabilité et de protection contre les risques systémiques.

En parallèle, la politique monétaire américaine et la baisse imminente des taux est à l'œuvre. L'anticipation de baisses des taux directeurs par la FED a contribué à affaiblir les rendements des obligations, réduisant ainsi leur attractivité relative par rapport au Gold. Les investisseurs institutionnels à la recherche de meilleures alternatives de placement se sont tournés massivement vers le métal jaune, contribuant à une hausse de la demande comme le traduisent les 28,5 tonnes d'afflux pour le mois d'août. De plus, l'affaiblissement continu du dollar américain a renforcé cette tendance.

Du côté de la demande, les achats massifs des banques centrales continuent de jouer un rôle crucial. En effet, ces dernières représentent environ (25%) de la demande globale soit 450 tonnes, avec une participation importante de la Chine et de l'Inde. En Asie, la demande d'or reste robuste, alimentée par des facteurs culturels, économiques et financiers, consolidant ainsi les prix élevés observés sur les marchés internationaux.

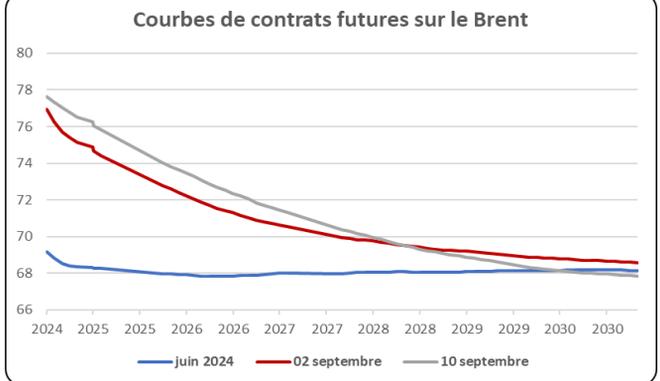
Dans ce contexte, l'onze semble bien positionné pour poursuivre sa tendance haussière à moyen terme. Relativement au pétrole (ci-contre), nous voyons moins de potentiel à court terme.



Source: Apicil AM, Bloomberg au 30/08/2024

**RECOMMANDATION DOLLAR
(1 MOIS - / 6 MOIS =)**

PÉTROLE



Source: Apicil AM, Bloomberg au 10/09/2024

Les prix du pétrole, tant pour le Brent que pour le WTI, ont reculé au cours de l'été 2024, enregistrant des baisses de respectivement (5%) et (7%). Le Brent s'est ainsi maintenu sous les 80 \$/baril, tandis que le WTI a clôturé sous les 74\$.

Côté production, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient ont joué un rôle majeur. Les conflits impliquant Israël et le Hezbollah ont perturbé les chaînes d'approvisionnement dans certaines régions stratégiques. Par ailleurs, la production libyenne a subi des interruptions importantes, maintenant les niveaux de production bien en dessous des 600 000 b/j. Cependant, ces perturbations n'ont pas suffi à maintenir les prix durablement à un niveau élevé.

Du côté de la demande, les perspectives demeurent préoccupantes. Les craintes d'une récession mondiale, alimentées par des indicateurs économiques en baisse dans plusieurs grandes économies développées, continuent de peser sur les marchés. En outre, la demande chinoise, a fortement déçu ces derniers mois. Les prévisions de demande pour la fin de l'année 2024 ont été révisées à la baisse. L'affaiblissement de la croissance en Chine, couplé à un ralentissement de l'activité industrielle mondiale, a contribué à fragiliser l'équilibre.

Concernant l'avenir des prix de l'or noir, beaucoup dépendra des décisions à venir de l'OPEP+. À ce stade, la question d'une potentielle augmentation de la production, prévue à partir d'octobre, reste au centre des débats. Une hausse des volumes pourrait accentuer la pression sur les prix.

La baisse généralisée des inventaires sur la période (-30 Ml de barils en deux mois pour les stocks de Crude Oil US) se reflète dans les courbes de prix des contrats futures. En effet, l'aplatissement observé (cf. graphique) reflète le déstockage à l'œuvre dans les pays hors OPEP, ce qui laissera à l'avenir une mainmise plus forte du Cartel sur le niveau des cours.

Toutefois, l'OPEP+ pourrait retarder toute décision d'augmentation de production. Au niveau actuel (71\$) le Brent évolue sur le bas du canal qui le contient depuis plusieurs années, correspondant à l'équilibre fiscal des pays du Cartel.

**RECOMMANDATION DOLLAR
(1 MOIS + / 6 MOIS =)**

Désormais, les risques baissiers sur l'emploi prédominent les risques inflationnistes. Bien que l'inflation soit proche de la cible, les anticipations des taux nous semble injustifié au regard de l'activité. Ne pas confondre normalisation et récession aux Etats-Unis. Les taux courts ont pris de l'avance et semblent anticiper une baisse imminente (trop) agressive des taux directeurs.

Nous revenons ainsi tactiquement négatif/neutre en sensibilité obligataire, même s'il ne fait aucun doute que la trajectoire de baisse des taux n'est pas à remettre en cause.

Début septembre, nous sommes repassés négatif sur les marchés actions. Après un fort rallye, nous entamons une période dont la saisonnalité sera triplement négative. Le positionnement est encore riche et trop concentré, ce qui rend possible une répétition du mouvement de correction. Les indicateurs de positionnements (notamment optionnels) traduisent une forte défiance.

En terme géographique, nous sous-pondérons les actions allemandes (et donc la Zone euro). Le « business model » allemand vacille (débouchés commerciaux, approvisionnement en matières premières et en main d'œuvre de l'Est, secteurs clés mis à mal, notamment l'auto et les véhicules électriques...). Pour autant, le DAX défie la conjoncture économique et s'offre de nouveaux sommets.

ALLOCATION PATRIMONIALE (MAX 30% ACTIONS / MAX 40% Fonds €)

Classe d'actifs	Sous-classe d'actifs		Poids	Variation / mois	Poids classe d'actifs	Variation / mois
Fonds €	Fonds €		7%	=	7%	=
Monétaires	Fonds monétaires		10%	=	10%	=
Immobilier	Immobilier non coté		20%	=	20%	=
Obligations	Obligations d'Etat		8%	↓	37%	↑
	Obligations d'entreprises Investment Grade		25%	↑		
	Obligations High Yield		3%	=		
	Obligations émergentes		1%	=		
Actions	Géographiques	France	0%	=	24%	↓
		Europe	3%	↓		
		Grande-Bretagne	3%	=		
		Etats-Unis	9%	=		
		Japon	3%	=		
		Actions émergentes	1%	=		
	Thématiques	Technologiques	3%	=		
		Small caps	2%	=		
Matières premières	Indice global	Diversifiés	2%	=	2%	=

ALLOCATION EQUILIBRE (MAX 60% ACTIONS / MAX 30% Fonds €)

Classe d'actifs	Sous-classe d'actifs	Poids	Variation / mois	Poids classe d'actifs	Variation / mois	
Fonds €	Fonds €	2%	=	2%	=	
Monétaires	Fonds monétaires	2%	=	2%	=	
Immobilier	Immobilier non coté	15%	=	15%	=	
Obligations	Obligations d'Etat	5%	↓	35%	↑	
	Obligations d'entreprises Investment Grade	25%	↑			
	Obligations High Yield	3%	=			
	Obligations émergentes	2%	=			
Actions	Géographiques	France	0%	=	43%	↓
		Europe	7%	↓		
		Grande-Bretagne	5%	↑		
		Etats-Unis	17%	=		
		Japon	3%	=		
		Actions émergentes	2%	=		
	Thématiques	Technologiques	7%	=		
		Small caps	2%	=		
Matières premières	Indice global Diversifiés	3%	=	3%	=	

ALLOCATION DYNAMIQUE (MAX 100% ACTIONS / MAX 20% Fonds €)

Classe d'actifs	Sous-classe d'actifs	Poids	Variation / mois	Poids classe d'actifs	Variation / mois	
Fonds €	Fonds €	2%	=	2%	=	
Monétaires	Fonds monétaires	2%	=	2%	=	
Immobilier	Immobilier non coté	10%	=	10%	=	
Obligations	Obligations d'Etat	2%	↓	25%	↑	
	Obligations d'entreprises Investment Grade	20%	↑			
	Obligations High Yield	3%	=			
	Obligations émergentes	0%	=			
Actions	Géographiques	France	0%	=	56%	↓
		Europe	8%	↓		
		Grande-Bretagne	7%	↑		
		Etats-Unis	24%	=		
		Japon	3%	=		
		Actions émergentes	2%	=		
	Thématiques	Technologiques	9%	=		
		Small caps	3%	=		
Matières premières	Indice global Diversifiés	5%	=	5%	=	

Document terminé de rédiger le 11 septembre 2024. Sources: Apicil AM, Bloomberg. Performances dividendes réinvestis arrêtées au 31 août 2024.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Document non contractuel et ne constituant pas une communication à caractère promotionnel. Le présent document contient des éléments d'information, des opinions et des données chiffrées que Apicil AM considère comme exactes ou fondées au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier ou boursier du moment. Il est produit à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée au sens de l'article D.321-1 5° du Code monétaire et financier.