

# Newsletter numéro 8 – octobre 2023

Bonne rentrée à tous.

Depuis le 7 octobre, le monde a changé. L'impact sur l'économie de ces événements est encore incertain mais on a déjà vu que les taux d'intérêt se sont tendus aux USA en réaction à la guerre au proche orient.

Une newsletter quasiment uniquement consacrée à l'économie américaine, qui semble hésiter entre un « soft landing » (un atterrissage en douceur) ou un « crash landing » (ai-je besoin vraiment de traduire cela)

Les dirigeants de la FED semblent encore croire le soft landing possible, l'auteur de cette lettre beaucoup, beaucoup moins.

## Allemagne, année Zéro ?

La réussite économique avait donné à l'Allemagne non seulement une identité d'après-guerre, mais aussi un pouvoir d'attraction immense.

Ainsi, on se souvient des images de novembre 1989 lorsque les Berlinoises de l'Est ont renversé le mur. Leur premier réflexe fut de prendre d'assaut les rues commerçantes dont ils avaient rêvé mais qu'ils n'avaient jamais eu l'occasion de voir.

Les dirigeants allemands se sont appuyés sur leur puissance économique pour mener à bien la réunification, et construire quasiment toute seule l'Union européenne.

Mais aujourd'hui, seulement 35 ans après la chute du mur, l'économie allemande est dans le « mur », et pas seulement à cause du COVID ou parce que le président russe Vladimir Poutine a fermé le robinet du gaz.

Parallèlement à son malaise économique, et peut-être à cause de lui, le pays vit un tremblement de terre politique, démocratique et démographique sans précédent.

### **Récession année 2**

Car le gouvernement allemand s'attend maintenant à ce que l'économie se contracte de 0,4% en 2023 en raison d'une forte inflation, de prix élevés de l'Énergie et de la faiblesse du commerce international. Après une récession déjà subie en 2022.

Même si les premiers signes de ralentissement de l'inflation arrivent avec l'infamante machine à resserrer de Mme Lagarde à la Banque centrale européenne, les délais de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle sont terriblement longs (on parle de plus de 18 mois), et ses effets pourraient tarder à se faire sentir.

De plus, non seulement le géant allemand est fragilisé par sa dépendance au gaz russe et au marché chinois, mais aussi par les dysfonctionnements de sa coalition au pouvoir.

L'Allemagne a pris conscience, et elle n'est pas la seule, des limites de son modèle depuis le début de la guerre en Ukraine.

À cela vient s'ajouter la faiblesse du secteur industriel et les taux d'intérêt les plus élevés depuis dix ans qui rendent inévitable une nouvelle récession cette année dans la plus grande économie de la zone euro.

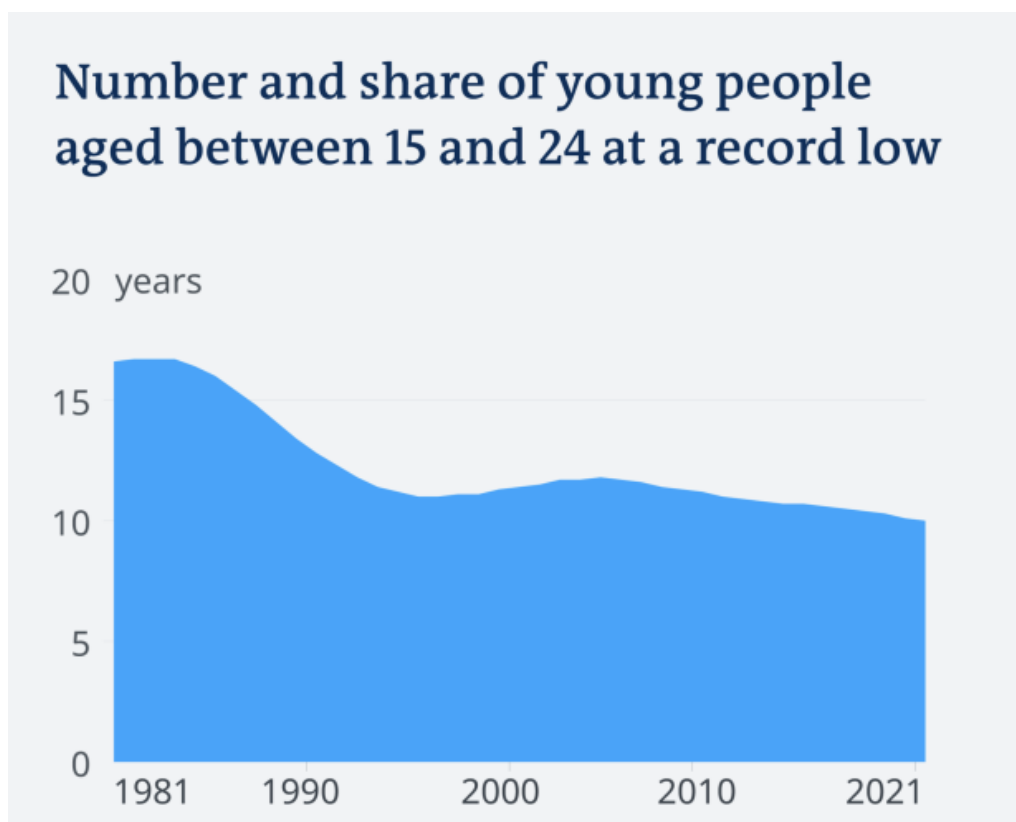
Car l'autre point noir de l'Allemagne est le retard spectaculaire d'investissements publics dans son économie.

En effet, si le pays est souvent félicité pour son sérieux budgétaire, ce sérieux a un coût. Le prix c'est qu'en raison du frein à la dette inscrit dans sa constitution depuis 2011 le cadre budgétaire allemand est terriblement contraignant et a obligé l'exécutif allemand à remettre les règles de rigueur dans les comptes publics.

**En fait le pays est en voie de japonisation.**

La vieillissement du pays est très problématique. Le pourcentage de la population allemande âgée de 15 à 24 ans a atteint son point le plus bas depuis 1950.

Bien que la population allemande dans son ensemble ait augmenté, dépassant pour la première fois les 83,2 millions d'habitants à la fin de 2021, seuls 10 % d'entre eux appartenaient à la tranche d'âge clé des 15-24 ans.



**Le nombre et la proportion de jeunes en Allemagne diminuent depuis 2005.**

Du coup, tout le monde s'inquiète et vient au chevet du grand malade européen. Et ces dernières semaines, l'Allemagne a regagné le titre peu enviable d'"homme malade de l'Europe" (L'Allemagne a été décrite pour la première fois avec

ce surnom en 1998, alors que le pays faisait face aux défis couteux d'une économie post réunification).



"L'Allemagne est-elle à nouveau l'homme malade de l'Europe ?" titre The Economist.

Car, si le ministre allemand de l'Économie Robert Habeck a présenté ce mercredi les prévisions du gouvernement, qui montreront que l'économie devrait croître de 1,3 % l'année prochaine et de 1,5 % en 2025, ce dernier avait quand même prévu une croissance de 0,4 % pour 2023 dans ses prévisions d'avril.

## **b) France 1 - RFA 0**

La situation est si terrible de l'autre côté du Rhin, que depuis l'entrée en récession de l'Allemagne au début de l'année, le gouvernement français ne peut s'empêcher de faire des comparaisons élogieuses vis-à-vis du « miracle » français.

**"La France devient la locomotive de l'Europe"**, a répété M. Le Maire soulignant ses "résultats économiques exceptionnels", quelques jours après que l'Allemagne a confirmé la contraction de son économie au deuxième trimestre.

Même le président Macron y est allé de son petit refrain en glissant cette petite pique à peine déguisée : **"Vous avez la chance, messieurs les ministres, d'entre dans un pays qui n'est ni en récession ni en austérité."**

Et même outre-rhin on parle de la réussite française avec des étoiles dans les yeux.

**Il ne faut quand même pas pousser...**

Surtout quand on se penche sur le Projet de Loi de Finances de la semaine dernière.

Car le ralentissement allemand doit légitimement inquiéter les économistes français. L'Allemagne est de très loin le premier des partenaires commerciaux largement en tête loin devant l'Italie, les Etats-Unis. L'économie allemande est à la fois le premier client et le premier fournisseur de la France.

De plus, l'Allemagne n'est pas que le premier partenaire commercial de la France, c'est aussi le second investisseur étranger dans l'hexagone derrière les États-Unis.

Ainsi, considérant l'interdépendance des deux pays, la récession allemande pourrait très vite provoquer des dégâts sur notre économie.

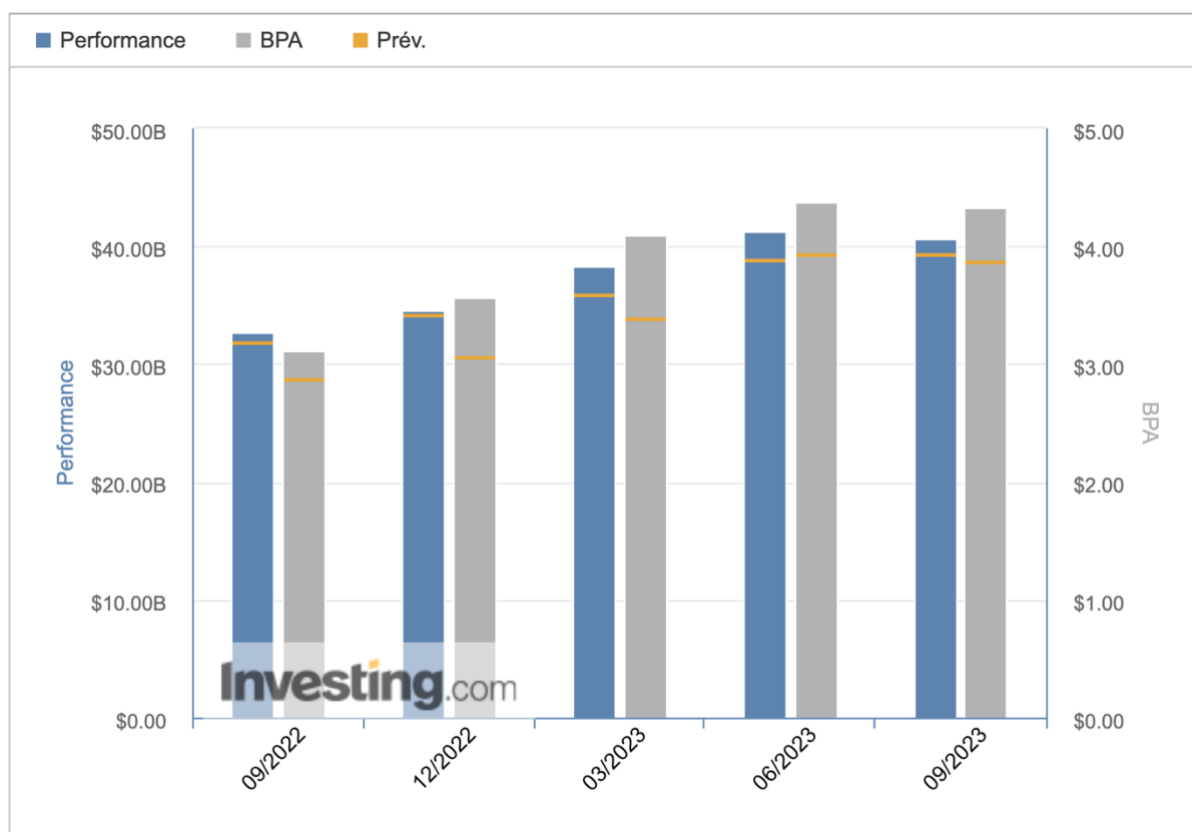
Et faire échouer l'objectif ... comment dire ... très optimiste de croissance française à 1,4% annoncé dans le budget 2024.

---

### **Et à la fin, c'est JP Morgan qui gagne**

JPMorgan Chase a annoncé un bond de 35 % de ses bénéfices pour le troisième trimestre. La banque a déclaré vendredi que le bénéfice net avait grimpé à 13,2 milliards de dollars ce qui est supérieur aux 11,9 milliards de dollars attendus par les analystes. Même si les résultats de Goldman ont relativement déçu, tout se passe quand même bien pour les banques américaines, au contraire de nos banques européennes qui ont annoncé des résultats plus décevants les uns que les autres.

Pour la plus grande banque américaine, tout est au beau fixe puisqu'elle continue de récolter les fruits de la hausse des taux.



Source : investing.com

Comme au trimestre précédent, la majeure partie de la hausse de son résultat est due aux revenus nets d'intérêts, qui, à 22,7 milliards de dollars, ont augmenté de 30 % par rapport au même trimestre de l'année précédente.

JPMorgan continue, et c'est bien la seule, de bénéficier du cycle de hausse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale. Le revenu net d'intérêts est le gain de transformation, soit la différence entre ce que les banques paient sur les dépôts et ce qu'elles gagnent sur les prêts (ou sur les obligations qu'elles ont dans leurs actifs).

Au cours des 18 derniers mois, les grandes banques telles que JPMorgan ont été en mesure de facturer davantage de prêts sans offrir aux épargnants des taux d'intérêt nettement plus élevés sur les dépôts.



A cela s'ajoute deux éléments essentiels :

- D'une part l'acquisition d'urgence de First Republic par la banque et de ses éléments de bilan vendus à la casse.
- D'autre part de la baisse du coût du crédit avec des pertes sur prêts inférieures à celles anticipées, et de ce fait un retour de provision bienvenu. Signe d'un environnement de crédit plus favorable que prévu pour les consommateurs américains, JPMorgan a revu à la baisse ses prévisions concernant le taux d'impayés net de son activité de services de cartes, le faisant passer de 2,6 % à environ 2,5 %.

Jamie Dimon, directeur général de JPMorgan, a déclaré que les bénéfices étaient solides mais a tout de même mis en garde contre les dangers venus des conflits en Ukraine et au Proche Orient en déclarant qu'il s'agissait peut-être de la période la plus dangereuse que le monde ait connue depuis des décennies.

---

## **Que reste-t-il de nos actifs ?**

De son côté BlackRock a elle aussi annoncé des chiffres qui ont dépassé les attentes avec des bénéfices en hausse de 13 % par rapport à l'année précédente.

Le plus grand gestionnaire d'actifs au monde a annoncé un bénéfice net ajusté de 1,6 milliard de dollars, grâce à la croissance plus rapide que prévu de sa plateforme de gestion des risques Aladdin et d'autres technologies. Le chiffre d'affaires s'est élevé à 4,5 milliards de dollars et le bénéfice ajusté à 10,91 dollars par action.

**Belle surprise et belle nouvelle.**

**Mais ces résultats méritent d'être regardés à deux fois.**

Car pour la première fois depuis 2004, la volatilité des marchés a fait baisser les actifs sous gestion et a entraîné les premières sorties nettes de capitaux à long terme du groupe. Les analystes s'attendaient pourtant à des entrées nettes de capitaux à long terme de 50 milliards de dollars au cours du trimestre et à un bénéfice net de 1,2 milliard de dollars.

Le directeur général Larry Fink s'est dit déçu par la faiblesse des flux, mais a ajouté que le groupe se positionnait pour capter l'argent en mouvement. Mais ses clients ont retiré un total de 13 milliards de dollars, ce qui témoigne d'un sentiment moins favorable à l'égard du marché boursier (et de sa croissance à long terme) dans un contexte de hausse des rendements et des fonds du marché monétaire.

On le rappelle certains états se sont désinvestis du géant de l'asset Management : par exemple la Louisiane, qui s'est débarrassée des 794 millions de dollars investis via BlackRock pour protéger les finances de la Louisiane "de l'ESG et des stratégies de neutralité carbone qui veulent détruire l'industrie des fossiles".

Est-ce que BlackRock subit la lutte qui l'oppose depuis maintenant plus d'un an aux républicains du fait de sa politique très verte ?

On est en droit de se le demander.

---

## Le mirage américain

Le 23 octobre, le taux d'intérêt du dix ans américain a dépassé le seuil évidemment symbolique des 5%. C'est la première fois depuis novembre 2007 et le début de la crise des subprimes que l'on voit les taux américains si haut.

**Le rendement des bons du Trésor à 10 ans a donc atteint 5,018%**. Poussé cette fois non plus par une perspective d'une prochaine hausse des taux (ce qui aurait fait monter plutôt les taux courts), mais cette fois bien par la perspective que la banque centrale maintienne ses taux directeurs élevés pour plus longtemps qu'initialement prévu.

Compte tenu de la solidité actuelle de l'économie, la Fed répète depuis plusieurs mois **qu'une baisse de ses taux n'est pas d'actualité et qu'il faudra probablement les maintenir à des niveaux élevés pour un moment**, afin de s'assurer que les pressions inflationnistes ne refassent pas surface.

On peut penser que ce niveau psychologique a fait réagir les marchés car très vite, une heure après l'ouverture de Wall Street, ils se repliaient déjà à 4,89%.

### Pourquoi si haut ?

Si on veut trouver des raisons à la nervosité du marché obligataire, celle-ci a plusieurs raisons :

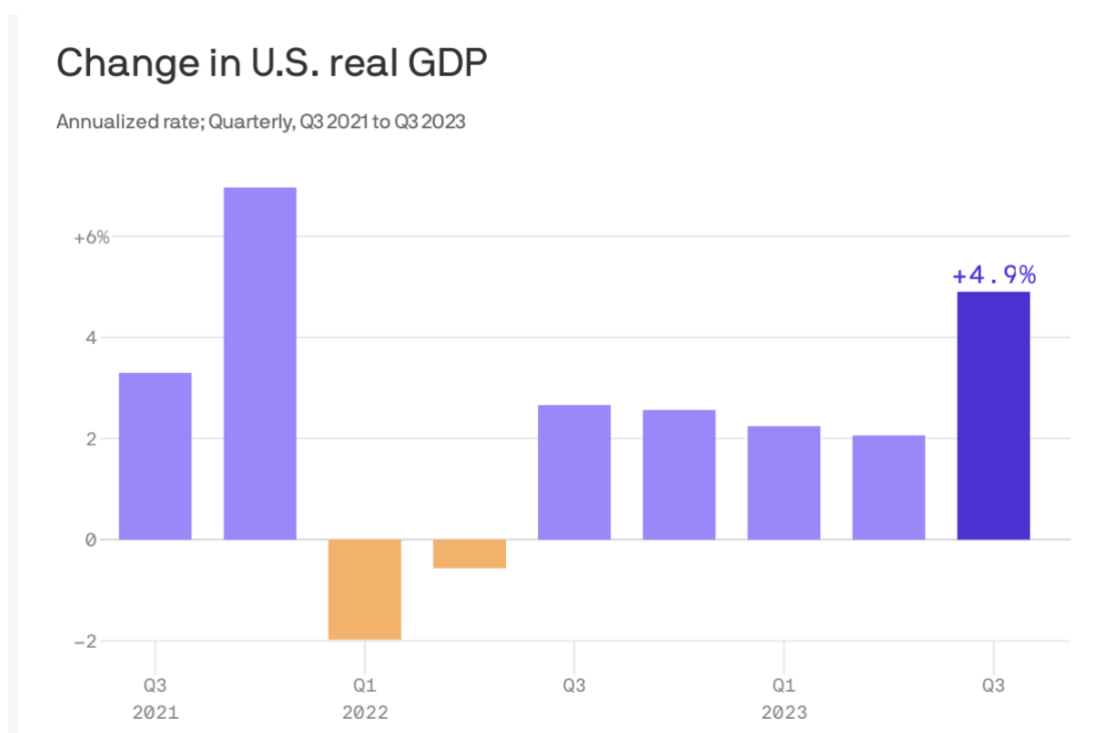
- Les analystes considèrent que les risques géopolitiques au Proche-Orient pourraient encore faire tirer l'inflation ; la Fed a ainsi

estimé qu'une escalade des conflits en **Ukraine et au Moyen-Orient** réduirait l'activité économique et stimulerait l'inflation mondiale.

- D'autre part les chiffres économiques américains sont meilleurs que prévu, ce qui fait craindre une inflation persistante et c'est ce qui pourrait pousser la Fed à laisser ses taux d'intérêt élevés plus longtemps.

Compte tenu de la **solidité quasi-miraculeuse** de l'économie américaine, la Fed répète depuis plusieurs mois qu'une baisse de ses taux n'est pour le moment pas d'actualité.

### Car on est bien ici dans le domaine du miracle



En effet, compte tenu de l'explosion des taux d'intérêt, toutes les conditions étaient réunies pour que les États-Unis entrent en récession.

C'est le cycle économique habituel que l'on a vu maintes fois arriver depuis 1973. On avait ainsi prévu depuis le début de l'année un ralentissement fort de l'économie américaine. Celle-ci fait mieux que résister et continue à croître avec des indicateurs économiques américains qui continuent à afficher une bonne santé.

### **On peut trouver à cette résistance plusieurs origines primordiales :**

- Premièrement, la hausse des taux directeurs n'a pas comme auparavant opéré un frein sur l'économie. La hausse des taux étaient abondamment anticipée et les emprunteurs à long terme avaient renégocié à taux fixe au moment où les taux étaient proche de zéro. Les banques qui n'avaient pas vu cette hausse des taux arriver (ou alors son ampleur) ont mordu la poussière en mars dernier.
- Deuxièmement, la consommation des ménages a continué à un rythme frénétique à peine freiné par l'inflation, peut-être à cause de la sortie libératrice du COVID ou plus probablement bénéficiant de la forte hausse des salaires et de la très bonne tenue de l'emploi.
- Finalement, le support démesuré de l'État avec les différents plans de relance et les centaines de milliards qui ont alimenté l'investissement et donc la croissance. Avec en première ligne L'IRA (Inflation Reduction Act) et ses 370 milliards de dollars de subventions et d'incitations fiscales.

## Une économie sous amphétamines

Car l'économie américaine voit ses déficits publics exploser. Le déficit des États-Unis a grimpé de 23% au cours de l'exercice fiscal 2023, clos le 30 septembre, par rapport à l'exercice 2022, et a atteint près de 1.700 milliards d'USD, a annoncé vendredi 20 octobre le département du Trésor.

Et encore ... ce chiffre reste sous les 2.000 milliards de dollars par un artifice comptable grossier ; le rejet du programme d'annulation de la dette étudiante par la Cour suprême crée un crédit de 379 milliards en 2022. Plutôt que de corriger le chiffre de 2022, Biden a décidé d'enregistrer ces 379 milliards en recettes pour l'année 2023, ce qui réduit artificiellement le déficit de cette année.

Donc on est donc sur du 2.000 milliards en 2023 ... et à ce déficit insensé vient s'ajouter une dette ahurissante de 33.600 milliards d'USD.



Mais, en oubliant la charge d'amphétamines apportée par les déficits publics, pour le moment tous les indicateurs sont au beau fixe pour Joe Biden, l'inflation a baissé de deux tiers, 13 millions d'emplois en deux ans et un chômage, à 3,5 % de la population active, le taux le plus bas depuis 1970 ...

## **Mais pour combien de temps ?**

Car le ton des investisseurs a également changé.

Si au trimestre dernier, certains observateurs pariaient sur un « soft landing » de l'économie américaine plutôt que le « crash landing » que tout le monde lui prédisait, aujourd'hui la dynamique semble moins fondée sur un résultat aussi optimiste.

En particulier, le mouvement de défiance est venu des gérants obligataires, usuellement longs d'obligations et qui ont retourné leur veste, vendant leurs titres dans un contexte de surabondance de l'offre de bons du Trésor.

Cette situation a de vastes répercussions systémiques, tirant le dollar vers le haut et faisant grimper les taux dans l'ensemble du système financier mondial.

Ce « triple threat » que constitue la combinaison de rendements plus élevés, d'un dollar américain fort et de prix du pétrole plus élevés est un mélange toxique pour les entreprises.

Regardons le taux d'intérêt sur les obligations Staples qui atteint le généreux niveau de 17%. Comme au bon vieux temps des junk bonds des années 1980 !



## Yield on Staples' 7.5% bond

Daily; Jan. 4, 2021, to Oct. 18, 2023



Data: FactSet; Chart: Axios Visuals

Et ce n'est qu'un début, les premiers résultats des sociétés qui paraissent en octobre nous montrent des chiffres en berne et un S&P500 déjà en baisse de 10%.

Sans les locomotives usuelles de l'indice, comme APPLE qui est en baisse de 15% depuis son plus haut de l'année, mais toujours en hausse de 35% depuis le 1<sup>er</sup> janvier, ou NVIDIA en hausse de 200% sur l'année, la baisse du S&P500 serait beaucoup plus marquée.

Il est probable que le recul des bénéfices des entreprises se poursuive jusqu'à la fin de l'année, entraînant les actions dans leur chute, puis entraînant les obligations dans leur affaiblissement, entraînant finalement l'économie américaine dans son entièreté dans son sillage.

## Panne d'essence pour les ménages

Tout le long de la pandémie, aux USA comme ailleurs, les aides gouvernementales ont constitué un énorme coussin pour le secteur privé. La relance de la consommation post – Covid s'est nourrie de cette manne gouvernementale ce qui a permis de voir la forte relance de la consommation en 2022.

Mais la Fed a récemment calculé que l'excédent d'épargne résultant de la pandémie avait déjà disparu. Et avec l'inflation, la hausse des loyers et des taux d'intérêt, les 40 % de ménages les plus modestes n'avaient déjà plus de fonds après 3 trimestres et n'ont plus de réserves disponibles ayant vu leur épargne pandémique fondre.

Étant donné que les ménages aux revenus les plus élevés ont tendance à épargner davantage, il semble que le soutien aux dépenses de consommation ait déjà plus ou moins trépassé.

Alors d'où vient cette consommation effrénée ? C'est qu'après la disparition de leurs épargnes pandémiques, les Américains tels des drogués en quête d'une nouvelle dose, ont tiré sur leurs crédits. En particulier sur leurs cartes de crédit, moyen de paiement si populaire outre atlantique. Mais qui leur coûte aujourd'hui des taux exorbitants au-dessus des 20%. Si on rajoute à cela des prêts hypothécaires à plus de 8%, on sent la cocotte-minute en train de bouillir.

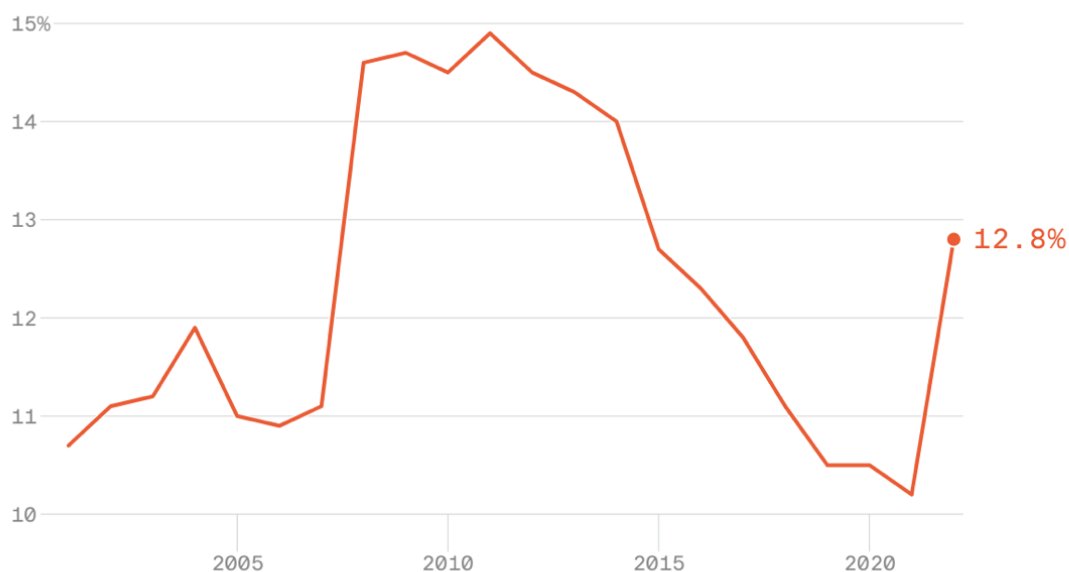
Et conséquemment, la part des américains qui sont « *food insecure* » a explosé ces deux dernières années.

Alors où va l'économie américaine ? Vers un mur de briques ou un atterrissage en douceur ? Vers la récession ou la suite rêve américain ?

La réunion de la FED de cette semaine (1<sup>er</sup> novembre, le jour des morts ...) et le discours très attendu de Powell vont nous donner des éléments de réponse essentiels.

## Share of U.S. households that are food insecure

Annually; 2001–2022



Data: USDA, economic research service using data from U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census, Current Population Survey Food Security Supplements; Chart: Axios Visuals

---

## WeCrashed

Le titre de la série Apple qui racontait la genèse et les premiers problèmes de la société WeWork avait un titre prémonitoire : wecrashed.



Car la société qui exploite des espaces de travail en commun, est au bord du gouffre ce mois d'octobre 2023. Elle a déclaré qu'elle devait faire face à des coûts élevés, à une consommation de trésorerie et à une forte rotation de ses membres. Elle a ainsi révélé une perte nette de 397 millions de dollars au deuxième trimestre.

Moins de deux semaines après avoir fait part aux investisseurs de ses doutes quant à sa capacité à poursuivre ses activités, la

société a ainsi déclaré qu'elle allait procéder à un regroupement de ses actions en circulation à raison de 1 pour 40, ce qui signifie que 40 actions de WeWork seront échangées contre une seule action. Celui qui avait 40 actions précédemment, n'en a plus qu'une aujourd'hui.

Ce plan est mis en place pour éviter que son action en chute libre ne soit exclue de la Bourse de New York.

En effet, les actions doivent conserver un cours de clôture minimum de 1 dollar pour continuer à être cotées à la Bourse de New York. Si une action reste en dessous de ce niveau pendant une période substantielle, les règles du NYSE stipulent que la bourse se réserve le droit de la retirer de la cote.

Les actions de WeWork ont chuté depuis le début de l'année de 90 % clôturant juste avant le regroupement au prix insensé de 14 cents. Pour rappel, la société avait été introduite en bourse il y a exactement deux ans au prix de 11,78 \$. Une chute de 99% en deux ans donc ...

L'avenir incertain de WeWork intervient à un moment particulièrement difficile pour l'ensemble du secteur de l'immobilier commercial. La valeur des immeubles de bureaux a chuté depuis que la pandémie a fait place à une augmentation du travail hybride, et de nombreuses grandes entreprises ont réduit leur présence physique dans les bureaux.

Après regroupement, les actions cotaient \$5.60. Elles cotent aujourd'hui 2 dollars. Ce qui valorisent les anciennes actions (pré

regroupement) à ... \$0.05. Soit une valorisation de la société à 100 millions de dollars.

On le rappelle, la société devait s'introduire en bourse il y a 4 ans pour une valorisation de ... 47 milliards. Soit 470 fois plus que sa valeur aujourd'hui !

L'IPO de WeWork s'est soldée en 2019 par un fiasco en grande partie en raison de la révélation de pratiques commerciales douteuses et de la gestion controversée de l'entreprise par son CEO Adam Neumann.

Les investisseurs ont découvert des pertes importantes, une valorisation surévaluée et un modèle économique plus que douteux.

L'absence de gouvernance solide et les critiques sur le comportement excentrique de Neumann, en particulier un article dévastateur de Scott Galloway, ont sapé la confiance des investisseurs et entraîné l'annulation de l'IPO.



**Ellen Huet** · 3rd+  
Reporter at Bloomberg News  
2mo · 🌐

[+ Follow](#) ...

Can WeWork survive?

The co-working company disclosed "substantial doubt" about its ability to keep operating in the future. It said that customers were cancelling memberships more quickly than expected, and fewer were signing up than needed. It's continuing to lose money, and said it needs to cut expenses, renegotiate leases, and find other ways to stanch the bleeding if it wants to avoid disaster.

Les prochaines semaines pour WeWork seront décisives.

Les murs de verre des espaces de coworking commencent doucement à se refermer sur l'entreprise.

---