



# LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des  
marchés financiers et  
perspectives

Novembre 2021

# MACROECONOMIE

---

Le tableau économique est devenu moins positif ces derniers temps. La croissance du PIB au troisième trimestre s'est sensiblement ralentie aux États-Unis pour s'établir à seulement 2%, reflétant les contraintes de production, notamment dans l'industrie automobile et la construction. En Europe, la croissance a été beaucoup plus forte (9%) mais illustre surtout le retard pris dans la réouverture de l'économie. Du point de vue du marché, la croissance ne surprend plus à la hausse, devenant de fait un facteur négatif par rapport aux attentes.

L'inflation et les pressions généralisées sur les prix sont devenues les principales préoccupations. La flambée des prix de l'énergie et les pénuries freinent l'activité manufacturière ainsi que le commerce mondial. Pourtant, les dernières données d'inflation sont encourageantes. L'inflation liée à la pandémie est élevée mais commence à se normaliser. La dynamique d'inflation se déplace vers des facteurs plus structurels : le logement et les salaires.



## ÉVOLUTION DE LA DYNAMIQUE DE L'INFLATION



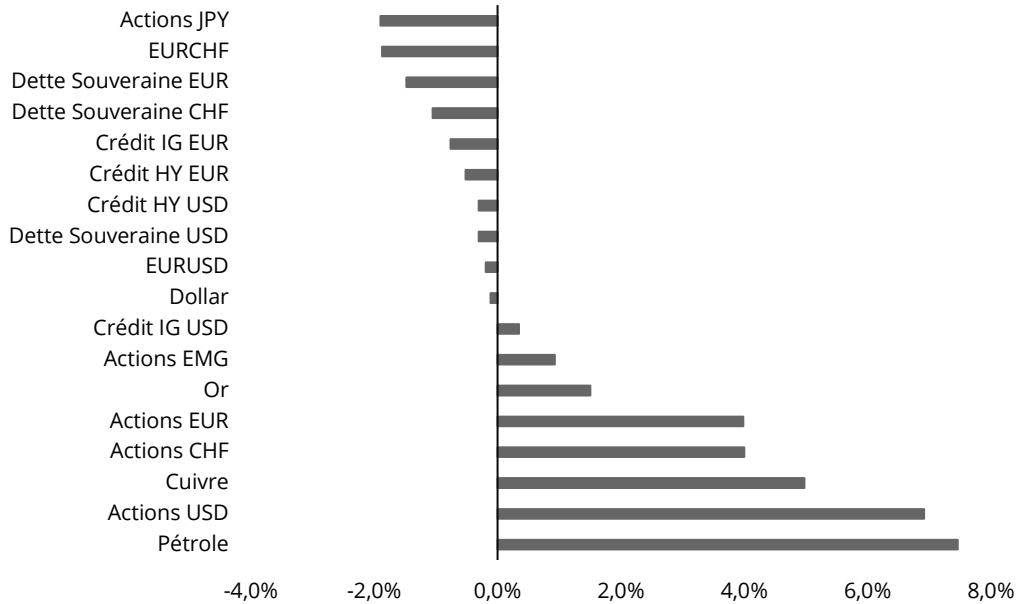
Un autre problème est apparu pour les perspectives de croissance : la Chine. La gestion d'Evergrande semble en bonne voie et les risques de contagion ont diminué. Pourtant, le programme de "prospérité commune" de Xi semble impliquer davantage de mesures contre le secteur immobilier, notamment une taxe foncière. Un ralentissement significatif du secteur immobilier serait difficile à digérer pour l'économie chinoise, étant donné qu'il représente 15% du PIB. En outre, cela limiterait la capacité des autorités locales à mettre en œuvre des mesures de relance budgétaire, étant donné qu'une part importante de leurs financements provient des ventes de terrains. L'implication la plus probable est une réponse monétaire énergique des autorités chinoises pour soutenir l'économie.

La Chine est décidément dans un cycle de politique économique singulier, assouplissant sa politique à un moment de resserrement synchronisé partout ailleurs.

# PANORAMA

## PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

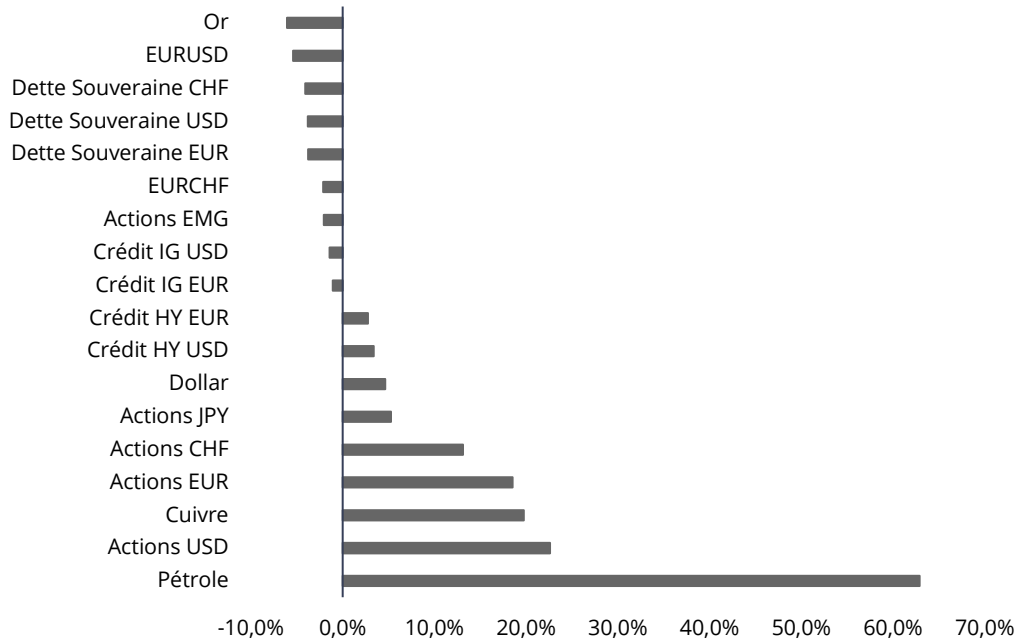
PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 29/10/2021

## PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source : Bloomberg, 29/10/2021

# MACROECONOMIE (suite)

---

L'inflation élevée et la menace de pressions persistantes sur les prix ont entraîné un changement de régime de politique monétaire. Pour la première fois depuis 2007, les banques centrales estiment qu'elles peuvent augmenter les taux d'intérêt sans état d'âme. La Fed est en tête du peloton et l'annonce d'une réduction progressive des achats d'actifs est largement attendue lors de la réunion de novembre. Les hausses de taux pourraient commencer au second semestre 2022, après la fin du QE.

D'autres banques centrales suivent la tendance. La Banque d'Angleterre, la Banque d'Australie, la Banque de Norvège sont toutes en train d'ajuster leur politique. Sur les marchés émergents, des hausses de taux vigoureuses ont eu lieu, récemment au Brésil.



Resserrement de toutes parts

# MARCHÉS ACTIONS

---

Les marchés boursiers se sont fortement redressés en octobre et ont atteint de nouveaux sommets. La bonne gestion d'Evergrande en Chine et la solide saison des résultats ont contribué à apaiser les craintes. Les marchés digèrent également le resserrement attendu des politiques monétaires.



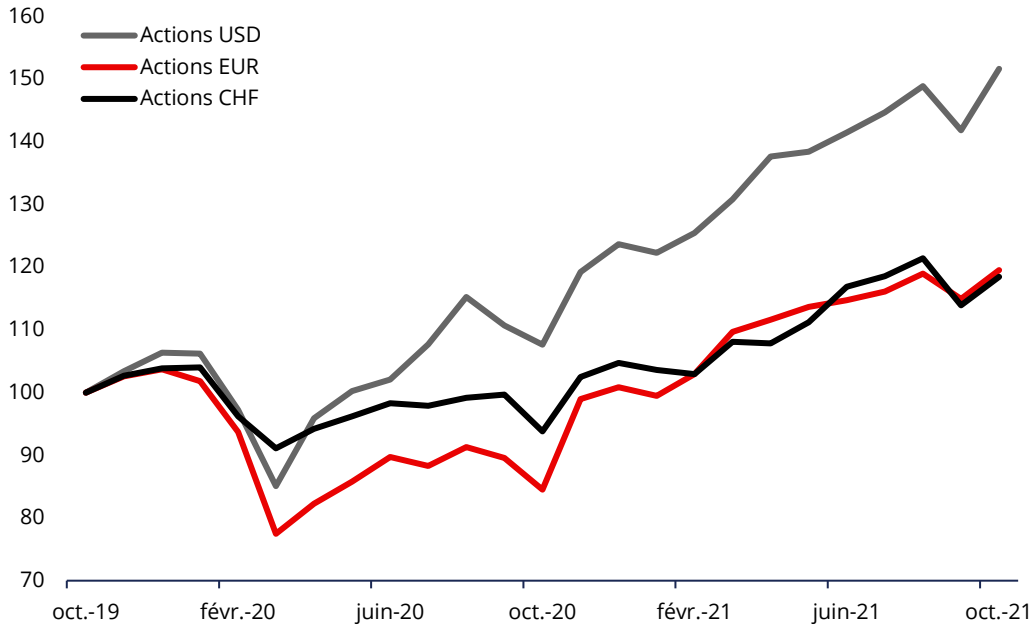
La saison des résultats à la rescousse

La micro a permis aux marchés américains de surperformer une fois de plus (+7%). La tech est sortie gagnante malgré les résultats mitigés d'Apple et d'Amazon. Facebook a annoncé un changement de nom en Meta, reflétant son repositionnement sur le metaverse. Les marchés européens se sont également bien comportés (+4% pour la zone euro et la Suisse). Les marchés émergents ont sous-performé (+1%), notamment à cause du Brésil et de la Chine. Le Japon a chuté de près de 2%, ne répondant pas aux attentes d'un changement de politique après la nomination de Kishida au poste de Premier ministre.

À l'avenir, les coûts des intrants et de la main-d'œuvre sont susceptibles de créer une différenciation. Nous continuons à privilégier les Value et les valeurs cycliques, mais sommes plus sélectifs à l'égard des entreprises vulnérables à la hausse des salaires et des prix des matières premières.

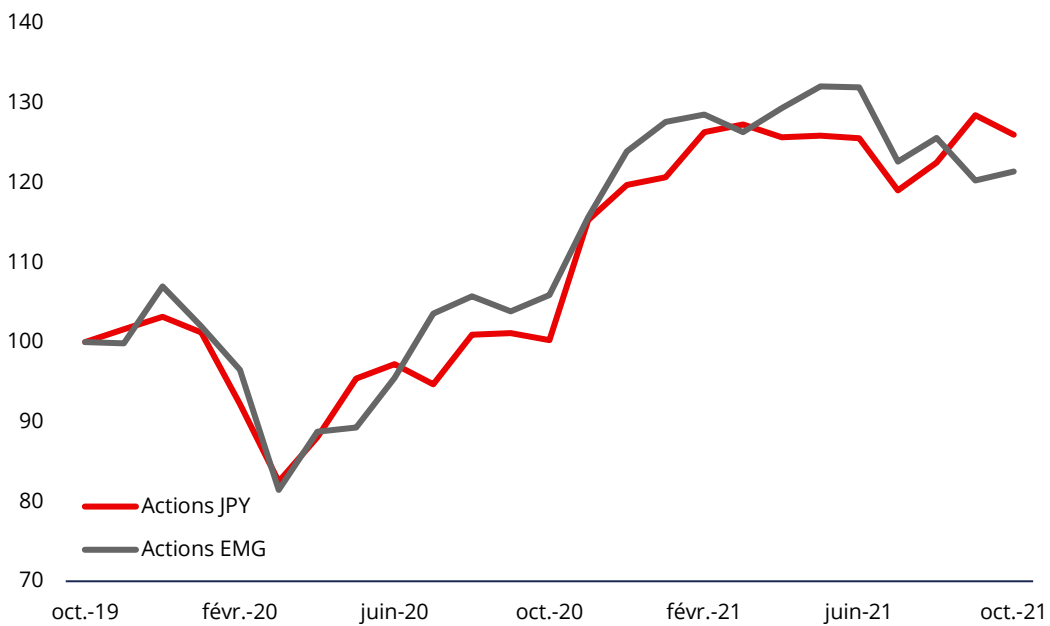
# MARCHÉS ACTIONS

## MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 29/10/2021

## MARCHÉS ACTIONS JAPON - PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 29/10/2021

# MARCHÉ OBLIGATAIRE

Octobre a été un mois de rattrapage des taux européens par rapport aux États-Unis. Les rendements à long terme sont restés globalement stables aux États-Unis, mais ont augmenté en Europe suite à l'optimisme des perspectives économiques et aux chiffres d'inflation. De manière surprenante, la BCE n'a que mollement repoussé les attentes du marché concernant des hausses de taux dès la fin 2022.

Nous restons prudents sur la duration mais avons commencé à réduire la sous-pondération. Avec des anticipations de politique monétaire encore en cours d'ajustement, le plus probable est un aplatissement des courbes d'ici la fin de l'année.

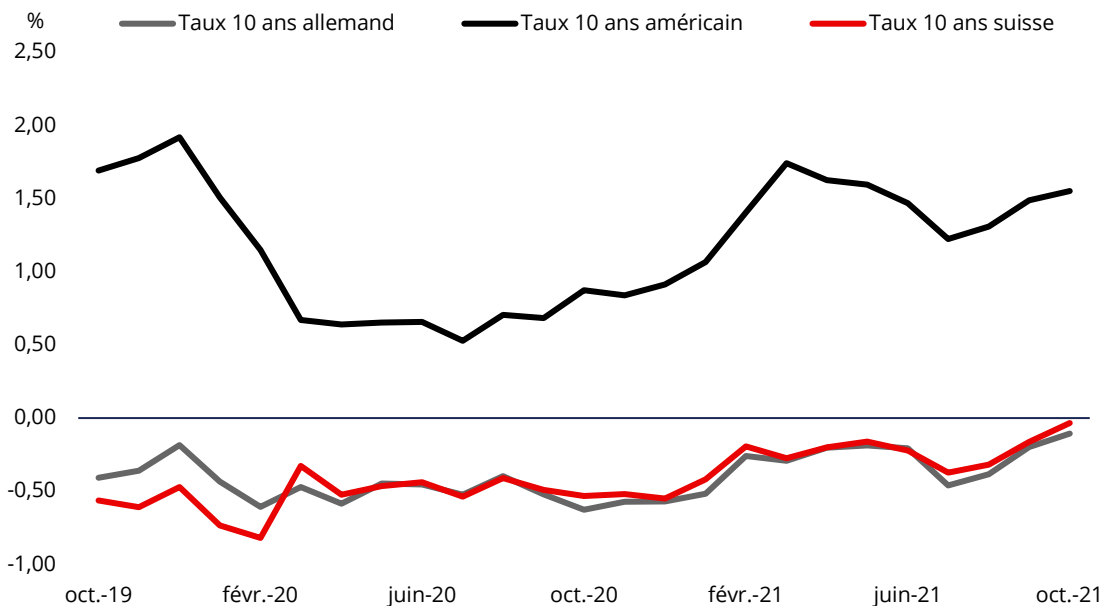
Les spreads de crédit restent très stables malgré la hausse de la volatilité de taux. La performance est donc principalement déterminée par la duration, ce qui implique une surperformance du crédit américain par rapport à l'Europe le mois dernier. Les émissions étant encore importantes, nous nous concentrons sur les marchés primaires pour générer de l'alpha. Les obligations HY courtes et à taux sont également intéressantes en relatif.



## RATTRAPAGE DES TAUX EUROPÉENS



### TAUX SOUVERAINS 10 ANS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 29/10/2021

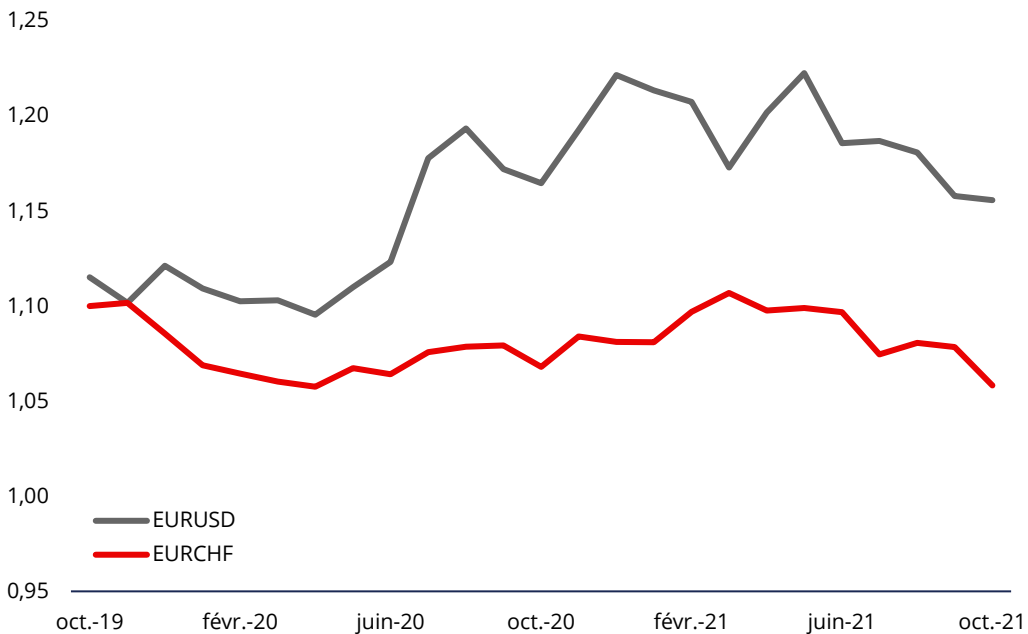
# DEVISES

Les grands perdants du mois dernier ont été les devises pour lesquelles les banques centrales sont perçues comme étant à la traîne par rapport au cycle mondial. Il s'agit notamment du yen japonais et de l'euro, qui est passé sous la barre des 1,16 contre le dollar. L'euro s'est également déprécié de manière significative par rapport au franc suisse, à 1,06. À l'inverse, les gains les plus importants correspondent aux banques centrales agressives, à savoir le dollar australien, le dollar néo-zélandais et le dollar canadien.

Dans les émergents, la forte hausse de taux au Brésil a permis d'apprécier le real. Pendant ce temps, la livre turque poursuit sa chute.

## USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 29/10/2021

# MATIÈRES PREMIÈRES

## PÉTROLE

Le pétrole a une fois de plus été l'actif le plus performant au cours du mois dernier, avec une hausse de plus de 7% pour atteindre une performance de 60% depuis le début de l'année. Nous estimons toutefois que le déséquilibre fondamental entre la reprise de la demande et la faiblesse de l'offre est désormais largement pris en compte.

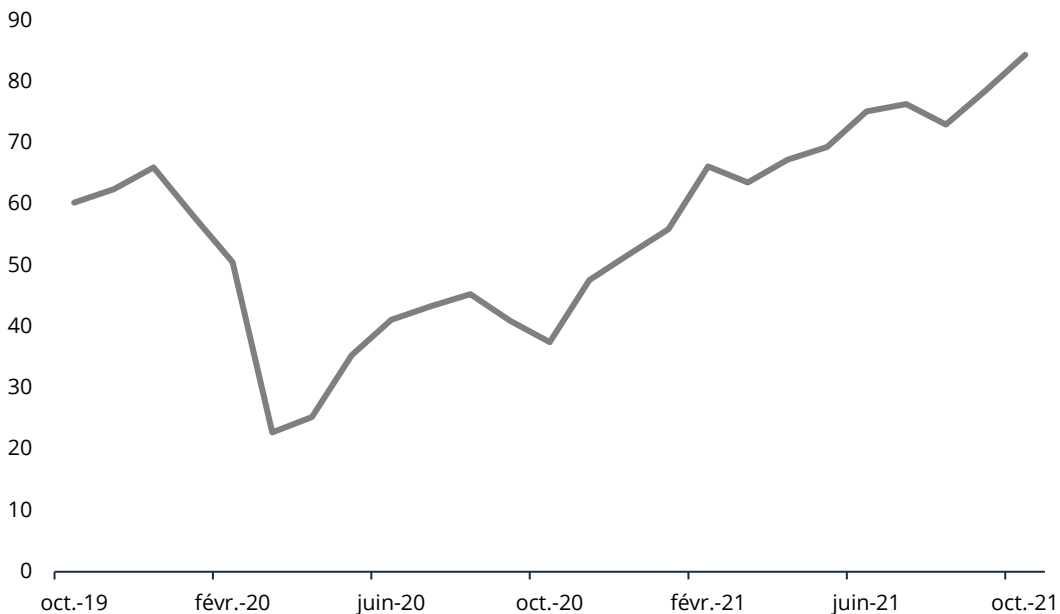
La dynamique récente semble être surtout alimentée par le positionnement spéculatif. Nous préférons réduire l'exposition désormais, en particulier à mesure que la pression politique augmente sur l'OPEP pour augmenter la production.



Réduire l'exposition  
au pétrole

### PÉTROLE

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 29/10/2021

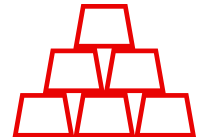


# MATIÈRES PREMIÈRES

## OR

L'or est légèrement monté en octobre, poursuivant sa trajectoire sans tendance. Les catalyistes à la hausse ne semblent pas convaincants à ce stade, notamment parce que les investisseurs se tournent vers les cryptoactifs comme couverture contre l'inflation plutôt que vers l'or.

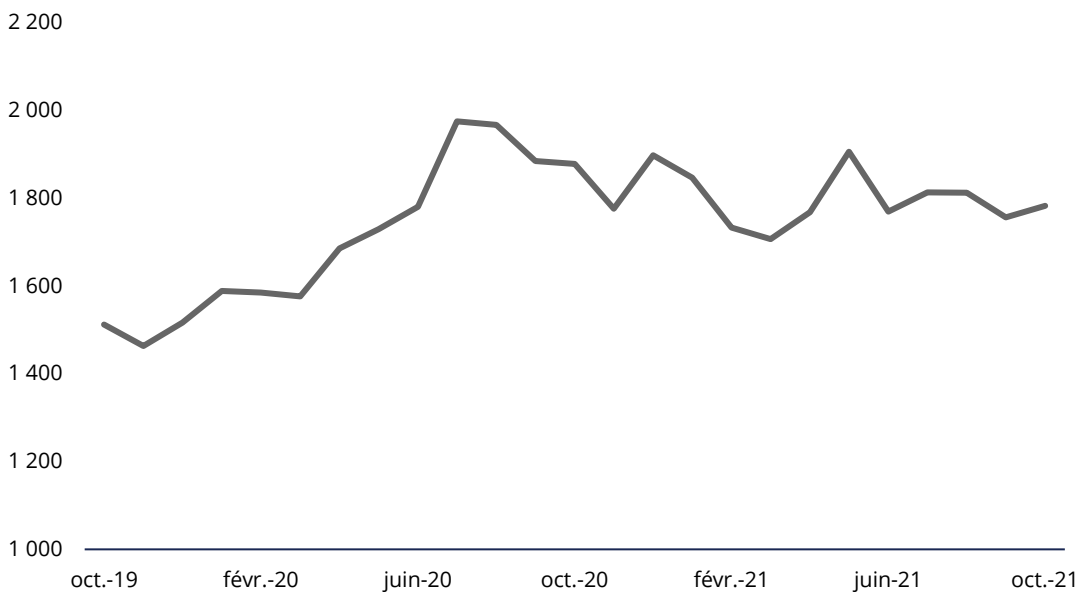
Néanmoins, nous voyons moins de risques de baisse à l'avenir, car la partie longue de la courbe des taux américains devrait se consolider. En outre, la corrélation avec les taux réels et le dollar semble s'affaiblir. Cela pourrait impliquer moins de ventes de la part des investisseurs systématiques.



Moins de risques  
baissiers

### OR

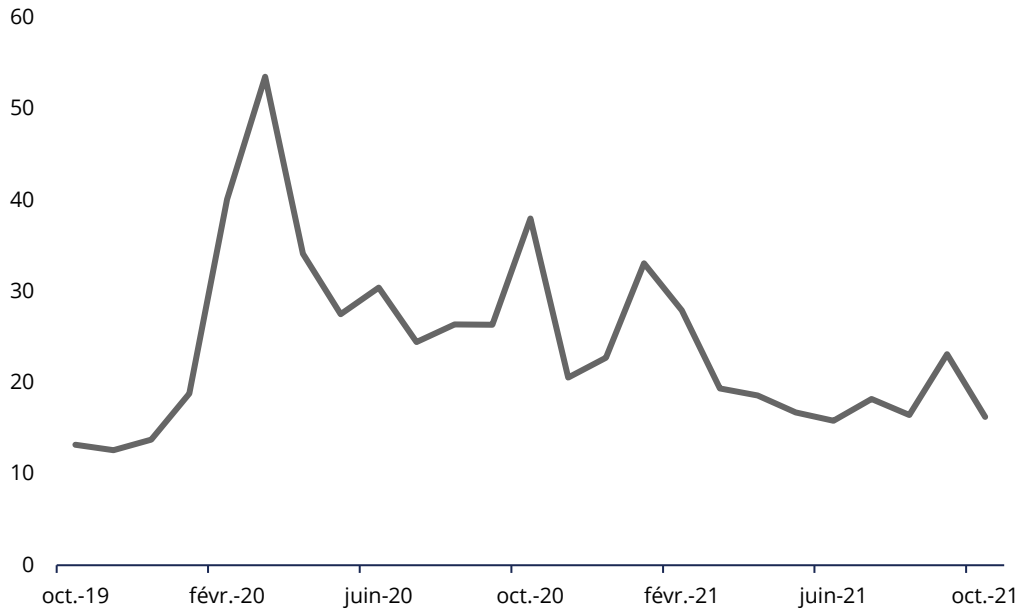
#### ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 29/10/2021

# VOLATILITÉ

## VOLATILITÉ - INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 29/10/2021

# CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
<b>1-nov.</b>	Etats-Unis	PMI manufacturier	oct.-21	59,9
	Chine	PMI manufacturier Caixin	oct.-21	50,0
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	oct.-21	57,1
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	oct.-21	51,5
	Suisse	PMI manufacturier	oct.-21	68,1
<b>2-nov.</b>	Zone euro	PMI manufacturier Markit	oct.-21	58,5
	Suisse	Inflation	oct.-21	0,9
<b>3-nov.</b>	Etats-Unis	Réunion de la Fed	nov.-21	0,3
	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	oct.-21	61,9
	Zone euro	Taux de chômage	sept.-21	7,5
	Royaume Uni	PMI services Markit	oct.-21	58,0
<b>4-nov.</b>	Zone euro	PMI services Markit	oct.-21	54,7
	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	nov.-21	0,1
<b>5-nov.</b>	Etats-Unis	Emplois	oct.-21	194,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	oct.-21	4,8
	Allemagne	Production industrielle	sept.-21	-4,0
<b>7-nov.</b>	Chine	Exportations	oct.-21	28,1
<b>8-nov.</b>	Suisse	Taux de chômage	oct.-21	2,8
<b>10-nov.</b>	Etats-Unis	Inflation	oct.-21	5,4
	Chine	Inflation	oct.-21	0,7
<b>11-nov.</b>	Royaume Uni	Croissance du PIB	sept.-21	5,5
<b>12-nov.</b>	Etats-Unis	Confiance des ménages	nov.-21	71,7
	Zone euro	Production industrielle	sept.-21	-1,6
<b>15-nov.</b>	Chine	Ventes au détail	oct.-21	4,4
	Chine	Production industrielle	oct.-21	11,8
	Japon	Production industrielle	oct.-21	-5,4
	Japon	Croissance du PIB	sept.-21	1,9
<b>16-nov.</b>	Etats-Unis	Production industrielle	oct.-21	-1,3
	Zone euro	Emploi	sept.-21	0,7
	Zone euro	Croissance du PIB	sept.-21	2,2
	Royaume Uni	Taux de chômage	sept.-21	4,5
<b>17-nov.</b>	Royaume Uni	Inflation	oct.-21	3,1
<b>18-nov.</b>	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	nov.-21	23,8
<b>19-nov.</b>	France	Taux de chômage	sept.-21	8,0
<b>23-nov.</b>	Allemagne	Croissance du PIB	sept.-21	1,8
<b>24-nov.</b>	Etats-Unis	Croissance du PIB	sept.-21	2,0
	Etats-Unis	Minutes de la Fed	nov.-21	
	Allemagne	Climat des affaires ifo	nov.-21	97,7
<b>26-nov.</b>	Suisse	Croissance du PIB	sept.-21	1,8
<b>30-nov.</b>	Zone euro	Inflation	nov.-21	4,1
	France	Croissance du PIB	sept.-21	3,0
	Italie	Croissance du PIB	sept.-21	2,6
	Suisse	Indicateur avancé Kof	nov.-21	110,7



Financière des Victoires  
75 Boulevard Haussman  
75008 Paris  
[is@financieredesvictoires.com](mailto:is@financieredesvictoires.com)

Tel : 01 47 57 00 94

[www.financieredesvictoires.com](http://www.financieredesvictoires.com)

#### Disclaimer

Ce document est uniquement à titre d'information et en aucun ne peut être utilisé ou considéré comme une offre ou une incitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers. Bien que toutes les informations et opinions contenues dans ce document ont été compilés à partir de sources jugées fiables et dignes de foi, aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. L'analyse contenue dans ce document s'appuie sur de nombreuses hypothèses et différentes hypothèses peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Ce document a été préparé uniquement pour les investisseurs professionnels, qui sont censés prendre leurs propres décisions d'investissement sans se fier indûment à son contenu. Ce document ne peut pas être reproduit, distribué ou publié sans autorisation préalable de FINANCIERE DES VICTOIRES.