



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des
marchés financiers et
perspectives

Décembre 2022

MACROECONOMIE

Le mois de novembre a commencé par des propos de la Fed laissant entendre que les hausses de 75pb des taux d'intérêt sont peut-être terminées. Avec une borne supérieure désormais fixée à 4%, et après un resserrement cumulatif historiquement rapide depuis le début de cette année, le communiqué a évoqué le fait que la politique monétaire affecte l'activité et l'inflation avec un décalage, et qu'il deviendra « approprié », « à un moment donné », « de ralentir le rythme des relèvements » pour déterminer si la politique est suffisamment restrictive.

Et la plupart des données publiées en novembre semblent confirmer que le double processus de désinflation et de ralentissement est effectivement en marche. Les chiffres de l'inflation en octobre ont finalement apporté quelques bonnes nouvelles, l'indice global affichant une baisse marquée de 8,2% à 7,7%, tandis que l'indice sous-jacent a également fléchi (passant de 6,6% à 6,3 %). Dans le même temps, l'indice NAHB de novembre, mesurant l'activité et le sentiment des constructeurs de maisons, a confirmé que le marché immobilier américain est en récession, avec une 11ème chute mensuelle consécutive, de 38 à 33, pour atteindre son plus bas niveau depuis avril 2020. Enfin, les indices PMI flash de novembre ont mis en évidence une nette contraction de l'activité du secteur privé américain : ceux de l'industrie manufacturière et des services sont largement en deçà de 50, celui des nouvelles commandes a vu son plus fort recul depuis mai 2020, et celui du coût des intrants a marqué le pas.

Les poches de résilience restantes sont du côté des consommateurs et du marché de l'emploi, avec des ventes au détail toujours robustes en octobre, tandis que le rythme des créations d'emplois est resté solide en octobre – bien que sur une tendance progressivement baissière depuis décembre 2020.



La plupart des données semblent confirmer que le double processus de désinflation et de ralentissement est en marche



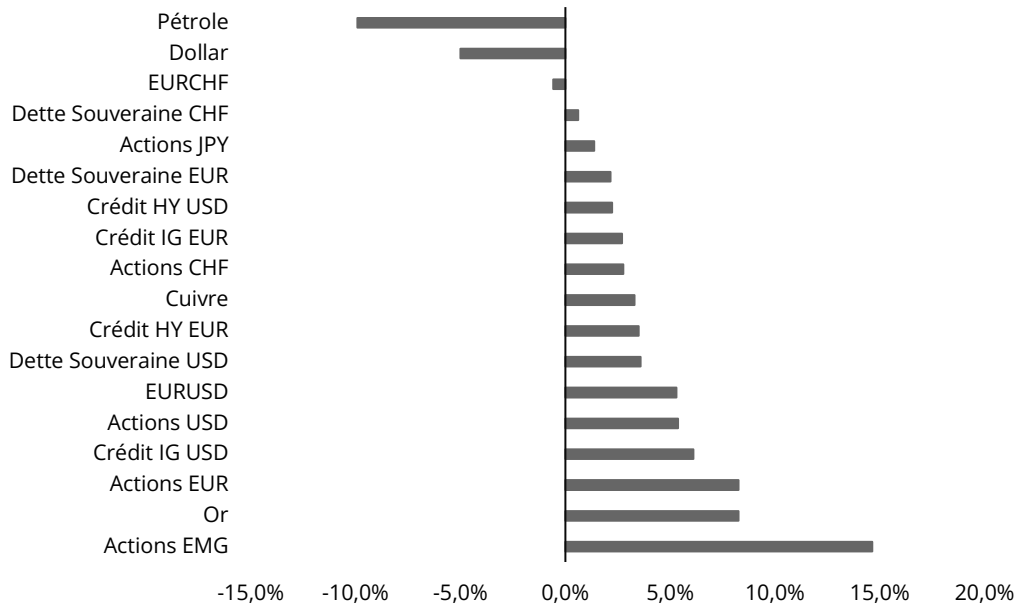
Au total, les attentes des marchés portant sur un taux terminal de 5% vers la fin du premier trimestre 2023 semblent assez correctes à ce stade.

Dans la zone euro, les PMI flash ont fait état d'un 5ème mois consécutif de baisse de l'activité commerciale, même si l'intensité du ralentissement s'est atténuée (une surprise positive), probablement grâce de moindres contraintes d'approvisionnement et une météo clémente apaisant les craintes de pénuries d'énergie cet hiver. Le fait que les scénarios les plus pessimistes pourraient être évités est évidemment une bonne nouvelle, mais le secteur manufacturier n'en est pas moins en sévère récession et l'activité des services sous pression. Dans le même temps, l'IPC a montré des signes encourageants de ralentissement en novembre, à 10,0% an/an pour l'indice global (contre 10,6% le mois précédent), tandis que l'indice IPC Core est resté stable à 5%. La situation de la BCE demeure néanmoins compliquée, sa lutte contre l'inflation augmentant les risques de récession.

PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

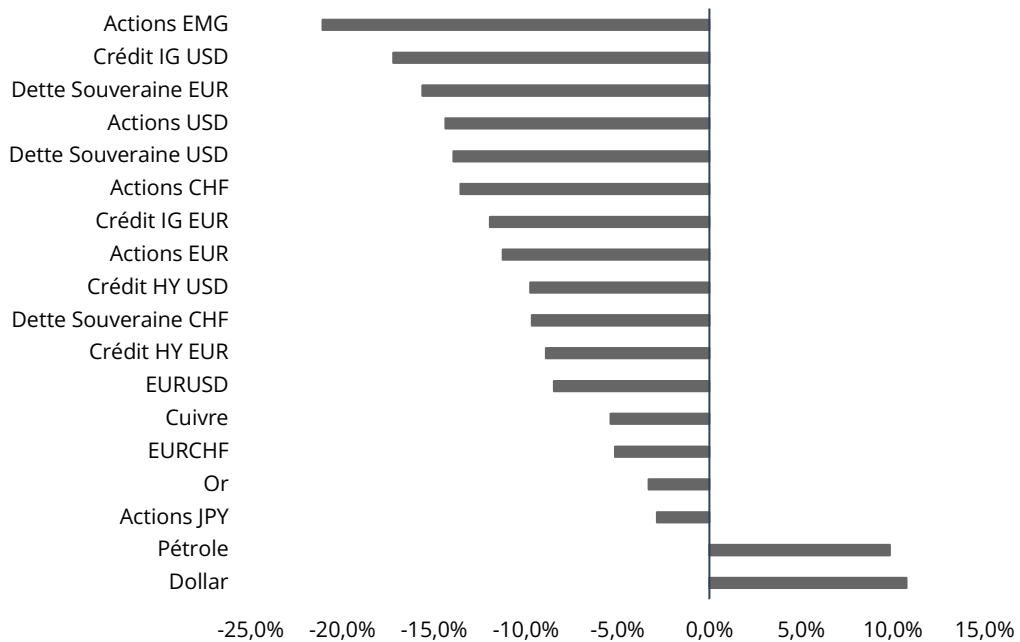
PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, du 31/10/2022 au 30/11/2022

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source : Bloomberg, 30/11/2022

MACROECONOMIE (suite)

En Chine, les marchés ont connu une évolution en dents de scie le mois dernier, avec des signes plus clairs quant à l'assouplissement de la politique « zéro Covid ». S'ils se confirment, la croissance chinoise connaîtra un rebond à court terme, profitant au commerce mondial, aux exportateurs européens et aux chaînes d'approvisionnement.

Cela étant, la politique chinoise reste très imprévisible, avec des risques importants. (1) Un retournement de situation ne peut être exclu si les autorités devaient perdre le contrôle du Covid. (2) le risque de voir les actions chinoises délistées des bourses américaines est structurel. (3) sous Xi, le Parti communiste est devenu plus idéologique qu'économique, impliquant que la prime géopolitique liée à la détention d'actifs chinois devrait augmenter et que de nouvelles tensions autour de la question taiwanaise sont une réelle possibilité en 2023. (4) Le scénario chinois de long terme reste celui d'un déclin structurel, avec une croissance potentielle du PIB plus modérée en raison du vieillissement rapide de la population, tandis que les années où les autorités pouvaient simplement stimuler les secteurs improductifs de l'économie pour relancer la croissance sont révolues. La mue vers un statut de pays à revenu élevé avec des consommateurs solides n'est pas achevée et les moteurs de la croissance intérieure sont faibles.

Nous considérerions tout rallye du marché chinois comme un mouvement tactique et éviterions d'y accorder un poids structurel trop important.

MARCHÉS ACTIONS

Avec des gains de ~10-15% depuis les points bas d'octobre sur les indices Stoxx600 et S&P, le rallye temporaire est déjà bien avancé. Le chemin de moindre résistance pour les marchés pourrait encore être à la hausse, car les flux systématiques restent favorables et le positionnement limité, et les actions pourraient continuer de suivre le traditionnel schéma haussier saisonnier de fin d'année, soutenues par le recul des rendements obligataires.



**Privilégier la qualité
et la faible volatilité
alors que nous
approchons de la
fin du rallye
temporaire**

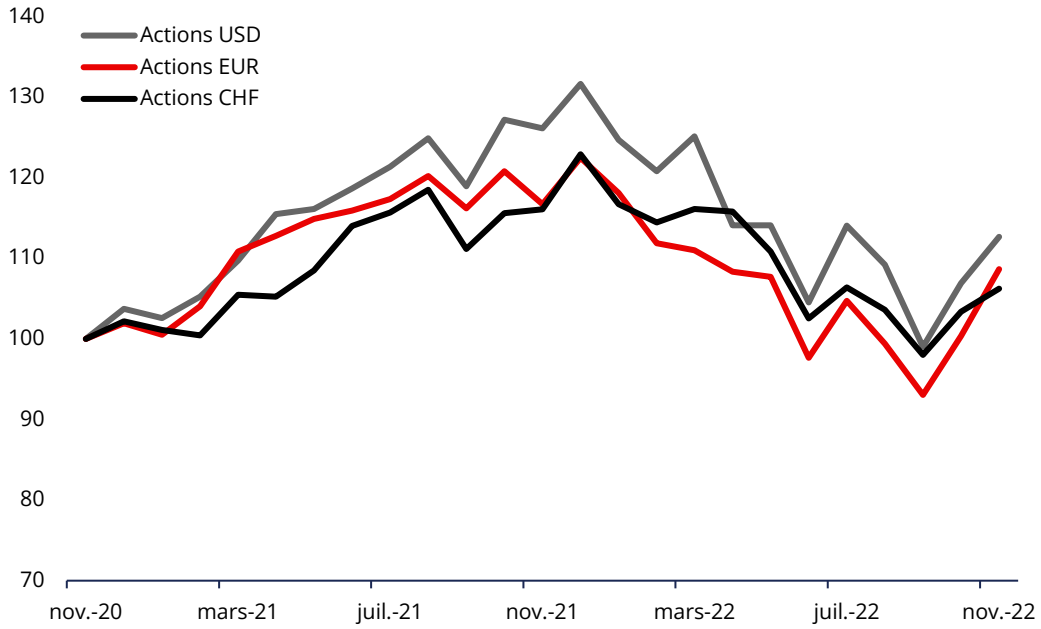
Toutefois, nous mettons en garde contre l'extrapolation du récent appétit pour le risque sur la nouvelle année, dans un contexte où l'arbitrage croissance-politique monétaire reste défavorable et où les indicateurs techniques suggèrent plutôt un sommet boursier. Nous continuons à privilégier la qualité, qui se compose en partie de valeurs GARP (Growth At Reasonable Price), et les stratégies de faible volatilité, alors qu'arrive lentement mais sûrement la fin de ce rallye temporaire.

En attendant, la conjoncture actuelle est porteuse pour les grandes entreprises de services publics et d'énergie, qui accumulent de grandes quantités de liquidités. Les équipementiers à fort levier opérationnel, qui sont très fiables en matière de dépenses d'investissement vertes, enregistrent déjà une bonne croissance des commandes pour l'exercice 2023, et le contexte prix/coûts plus positif de la nouvelle année devrait selon nous se traduire par une augmentation des volumes et des prix.

MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF

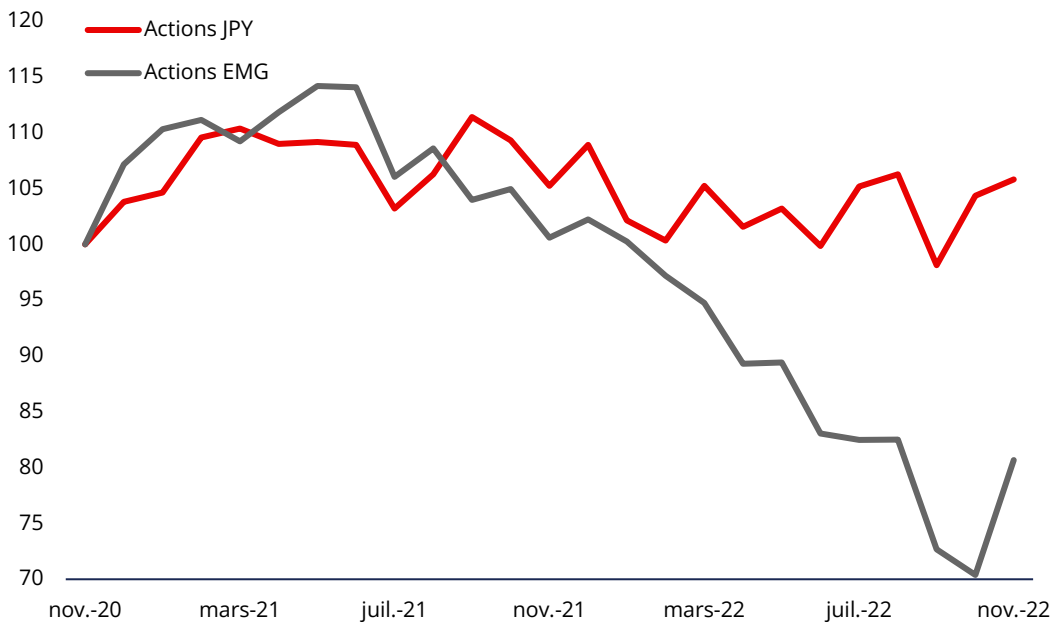
PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2022

MARCHÉS ACTIONS JAPON - PAYS EMERGENTS

PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2022

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Même après le rallye, le crédit aux entreprises reste très bon marché sur toutes les mesures, plus particulièrement dans les segments de qualité supérieure. Les risques liés aux bénéfices et au crédit sont toutefois appelés à augmenter sensiblement, justifiant une position plus prudente sur les segments cycliques et à fort levier (haut rendement).

Le crédit financier devrait enregistrer de fortes performances en 2023, car les institutions financières sont en bonne santé, avec un risque bénéficiaire bien plus faible que lors de précédents ralentissements conjoncturels, grâce au renforcement des marges. Les rendements et les spreads ont atteint des niveaux très élevés, ce qui se traduit par un profil risque/rendement extrêmement intéressant. Plus précisément, les opportunités abondent dans les parties les plus défensives de la structure du capital (senior et T2) sur toutes les principales devises.

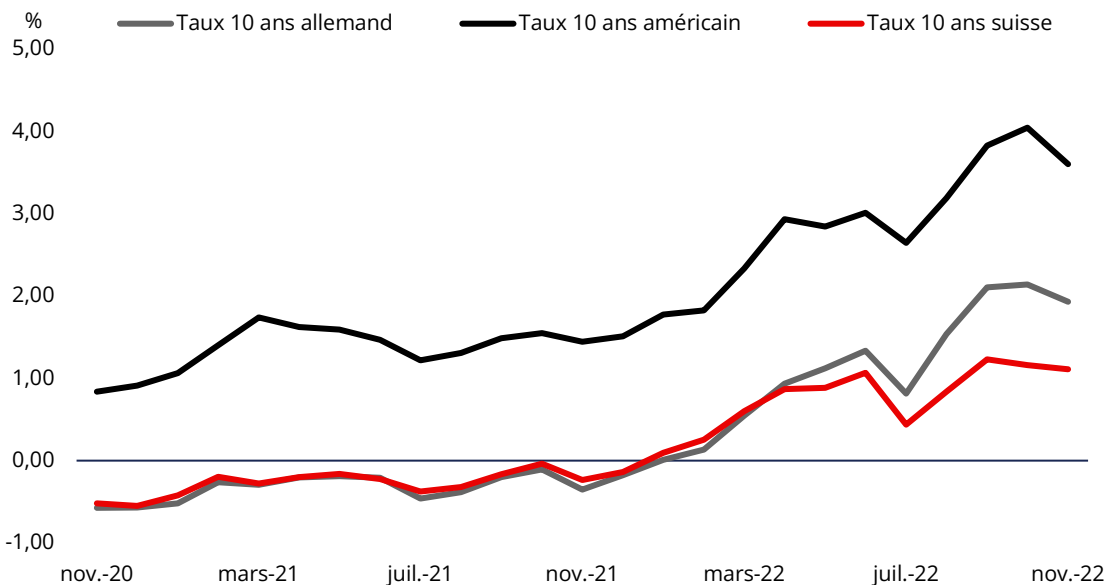
Le resserrement rapide de la politique monétaire de la Fed, la hausse des rendements des obligations d'Etat américaines et la fermeté du dollar ont pesé sur la performance relative de la dette émergente durant la dernière année. Cette performance devrait désormais se redresser, les marchés commençant à intégrer des hausses de taux moins rapides à partir des niveaux implicites actuels.



**Surpondérer les obligations
Investment Grade/BB non cycliques
et le crédit financier**



RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2022

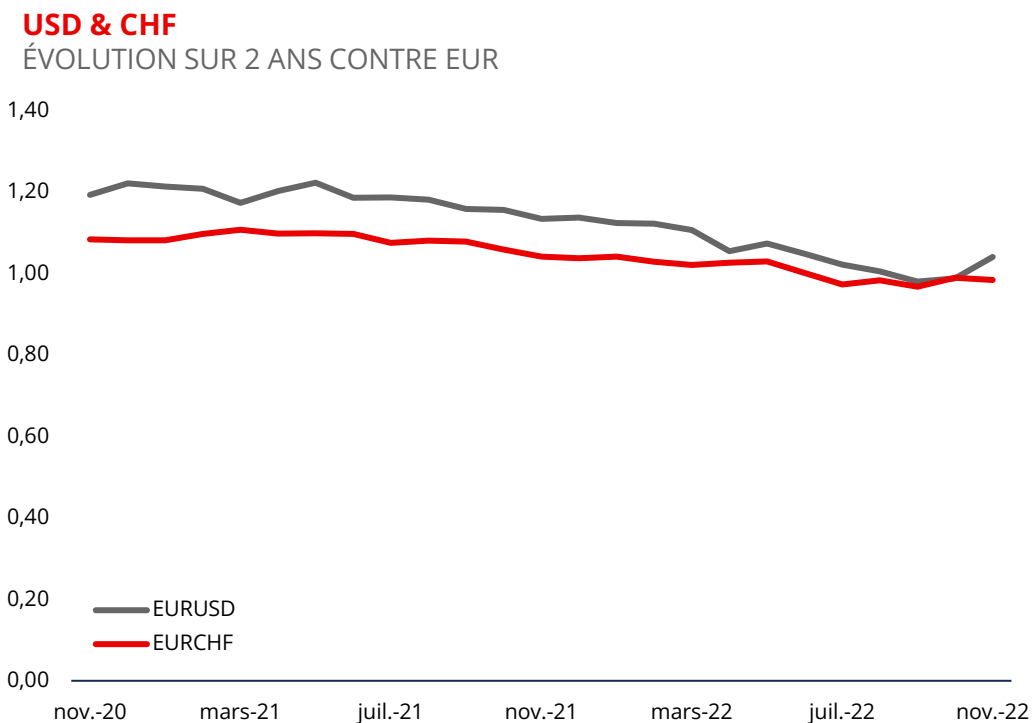
DEVISES

Alors que la Fed signale un ralentissement du rythme des relèvement des taux et que la fin du cycle de resserrement se précise, l'USD a perdu du terrain en novembre. Quand bien même une véritable tendance baissière pourrait ne pas se matérialiser avant quelques mois, l'USD a probablement déjà atteint son pic.

La paire EUR-USD pourrait évoluer encore quelque temps à l'intérieur de sa fourchette, avant de s'apprécier progressivement autour de 1,05-1,10 lorsque le calendrier de la première baisse des taux de la Fed sera plus clair.

Nous privilégions l'EUR par rapport au CHF, dans la mesure où la paire devrait bénéficier du différentiel de politique monétaire. La BCE lutte toujours contre une inflation élevée, tandis que la Banque nationale suisse n'a aucune raison de relever ses taux de manière agressive (l'inflation étant modérée) et a même des raisons de rester prudente (la croissance souffrira d'une récession dans la zone euro).

Enfin, la paire JPY-USD a commencé à se renforcer avec le ralentissement à venir de la Fed. A mesure que le cycle monétaire atteint son pic et se rapproche d'un retournement aux États-Unis, le JPY pourrait s'apprécier de manière plus nette.



Source : Bloomberg, 30/11/2022

MATIÈRES PREMIÈRES

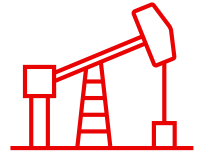
PÉTROLE

Le pétrole a subi des pressions à la baisse tout au long du mois de novembre, la perspective d'un ralentissement économique mondial pesant sur la demande.

Cela étant, une certaine tension sur les marchés de l'énergie pourrait se prolonger en 2023 avec les embargos pétroliers russes et la faible croissance de l'offre de GNL. En outre, l'OPEP+ pourrait continuer à régulièrement réduire sa production, tandis que la Maison Blanche a annoncé qu'elle entend remplir ses réserves stratégiques de pétrole à USD 72 /baril (WTI).

Les prix du pétrole pourraient ainsi rester ballotés entre ces deux forces opposées (offre contrainte et demande modérée) en 2023, bien que la réouverture de la Chine puisse apporter un certain soutien du côté de la demande.

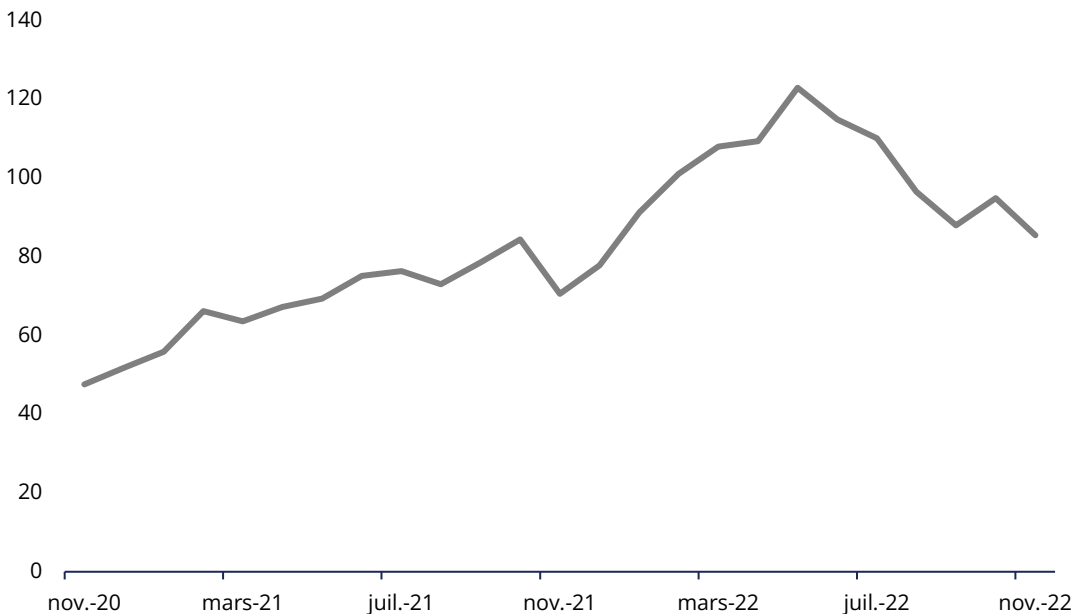
Au final, nous anticipons des pressions baissières, avec plancher, sur les prix du pétrole, et une volatilité qui restera élevée.



En 2023, les prix du pétrole pourraient rester ballotés entre deux forces opposées : offre contrainte et demande modérée

PÉTROLE

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS (BRENT)

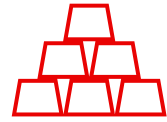


Source : Bloomberg, 30/11/2022

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

L'or a profité en novembre de la baisse des taux réels, la Fed signalant un ralentissement du rythme de son cycle de resserrement.



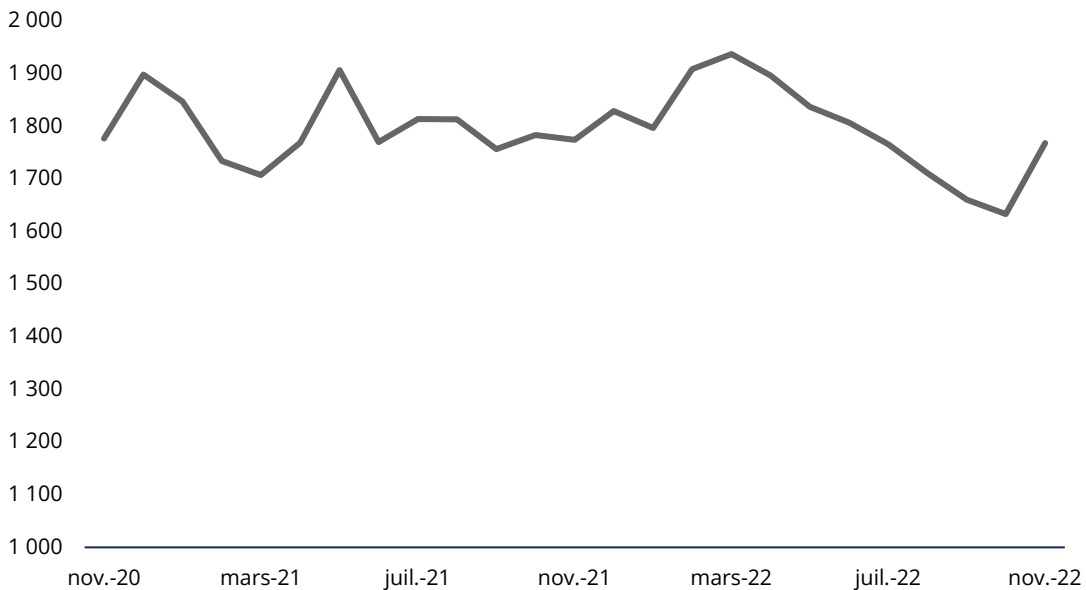
Compte tenu des taux réels encore élevés, il est peut-être un peu tôt pour renforcer de manière significative l'exposition à l'or.

Toutefois, lorsque les forces de récession se matérialiseront et que les taux réels commenceront à se comprimer de manière plus marquée, l'attrait relatif de l'or augmentera, ce qui pourrait se produire au cours du premier semestre de 2023.

L'attrait relatif de l'or pourrait augmenter dans les mois à venir, à mesure que les taux réels commencent à se comprimer

OR

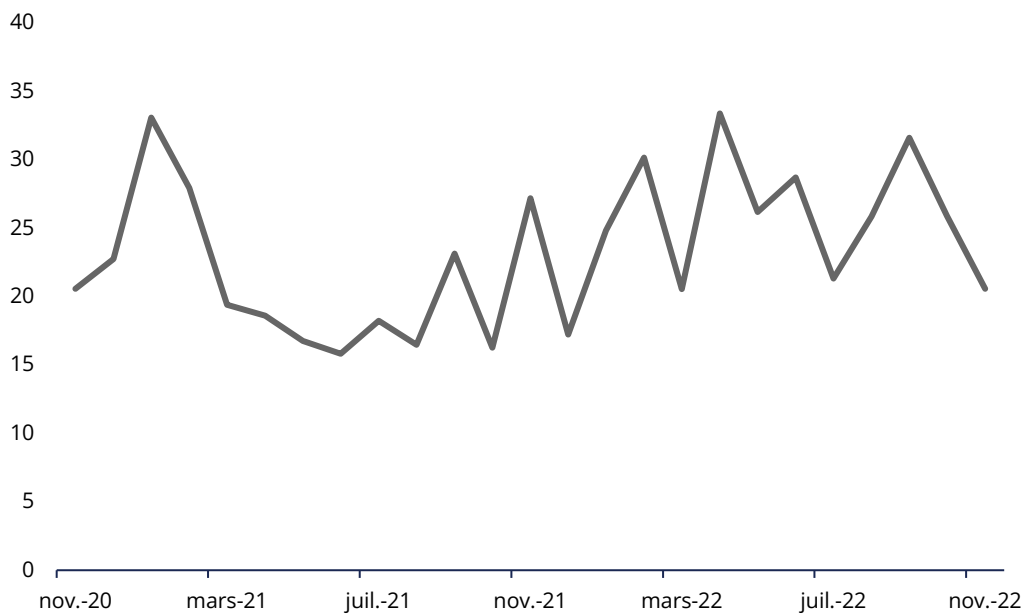
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2022

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ - INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2022

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
2-déc.	Etats-Unis	Emplois	déc.-22	263,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	déc.-22	3,7
5-déc.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	nov.-22	54,4
	Zone euro	PMI services Markit	déc.-22	48,6
	Royaume Uni	PMI services Markit	déc.-22	48,8
7-déc.	Chine	Exportations	nov.-22	-0,3
	Zone euro	Emploi	déc.-22	0,2
	Zone euro	Croissance du PIB	déc.-22	0,2
	Allemagne	Production industrielle	oct.-22	0,6
	Suisse	Taux de chômage	nov.-22	2,1
8-déc.	Japon	Croissance du PIB	déc.-22	-1,2
9-déc.	Etats-Unis	Confiance des ménages	déc.-22	56,8
	Chine	Inflation	nov.-22	2,1
13-déc.	Etats-Unis	Inflation	nov.-22	7,7
	Royaume Uni	Taux de chômage	oct.-22	3,6
14-déc.	Etats-Unis	Réunion de la Fed	déc.-22	4,0
	Zone euro	Production industrielle	oct.-22	0,9
	Royaume Uni	Inflation	nov.-22	11,1
	Japon	Production industrielle	nov.-22	-2,6
15-déc.	Etats-Unis	Production industrielle	nov.-22	-0,1
	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	déc.-22	-19,4
	Chine	Ventes au détail	nov.-22	-0,5
	Chine	Production industrielle	nov.-22	4,0
	Zone euro	Réunion de la BCE	nov.-22	1,5
	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	janv.-23	3,0
16-déc.	Zone euro	PMI manufacturier Markit	déc.-22	47,1
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	déc.-22	46,5
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	déc.-22	49,0
19-déc.	Allemagne	Climat des affaires ifo	déc.-22	86,3
20-déc.	Japon	Réunion de la Banque du Japon	nov.-22	-0,1
22-déc.	Etats-Unis	Croissance du PIB	déc.-22	2,9
	Royaume Uni	Croissance du PIB	déc.-22	-0,2
30-déc.	Suisse	Indicateur avancé Kof	déc.-22	89,5



Financière des Victoires
75 Boulevard Haussmann
75008 Paris
is@financieredesvictoires.com

Tel : 01 47 57 00 94

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.