



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des
marchés financiers et
perspectives

Novembre 2022

MACROECONOMIE

Tandis qu'un **autre mois volatile** touche à sa fin, la seule certitude semble être que la transition de 2022 à 2023 verra une inflation toujours inconfortablement élevée, des banques centrales restrictives et des données économiques en ralentissement.

L'inflation américaine s'est encore avérée extrêmement forte en **septembre**, dépassant les attentes tant pour l'inflation globale (8,2%) que sous-jacente (6,6%). Si le premier semble avoir passé son pic, le second reste source d'inquiétude, sa vigueur étant largement alimentée par le logement – la composante la plus persistante du panier de l'IPC. Avec des taux hypothécaires à 30 ans au plus haut depuis 20 ans (supérieurs à 7%) et un indice de la National Association of Homebuilders (NAHB) en territoire de récession, les prix du logement finiront par baisser. Mais ceci avec un effet retard long et variable, généralement de l'ordre d'un an, ce qui en fait un risque clé pour le processus désinflationniste de 2023. Pour autant, avec des «points morts» d'inflation à 2,5-3% sur toutes les échéances, et des indicateurs avancés d'inflation qui se sont retournés, le scénario le plus probable reste celui d'un recul progressif de l'inflation en 2023, à mesure que les forces récessives prennent le dessus.



Le scénario le plus probable reste celui d'un recul progressif de l'inflation en 2023, à mesure que les forces récessives prennent le dessus

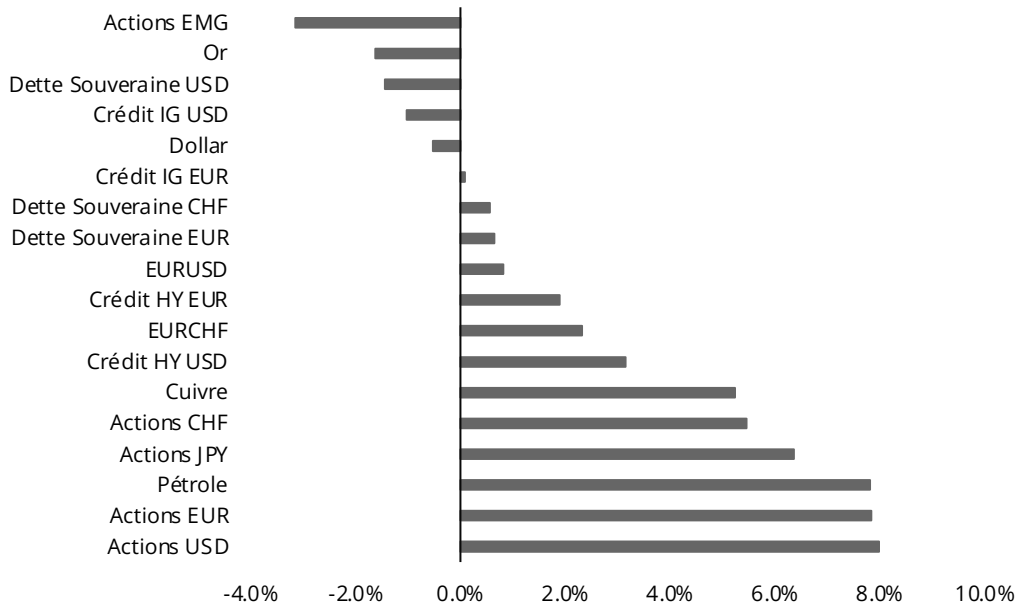


Dans ce contexte, la **Réserve fédérale américaine devrait** continuer à relever ses taux lors des deux ou trois prochaines réunions (jusqu'en février 2023) et s'arrêter autour de 5%. La principale incertitude, de notre point de vue, réside dans le calendrier de la première baisse des taux, que nous entrevoyons vers la fin de 2023, au vu des dégâts qu'un coût du capital aussi élevé inflige à l'économie. Si toutefois le marché du travail devait continuer de surprendre par sa fermeté, la Fed pourrait se retrouver dans une position difficile, où les tensions financières et de liquidité s'accroissent, alors que les chiffres conjoncturels – son guide dans ce cycle en lieu et place de modèles prospectifs – ne se sont pas suffisamment détériorés pour justifier une baisse de taux.

Dans la **zone euro**, une récession est quasiment certaine dans les mois à venir – si ce n'est déjà le cas. En octobre, l'ensemble des indices PMI (indicateurs économiques avancés) se sont inscrits en territoire de contraction pour le quatrième mois consécutif, tandis que la confiance des consommateurs est au plus bas, dans un contexte de la crise du coût de la vie la plus grave depuis la création de la zone euro.

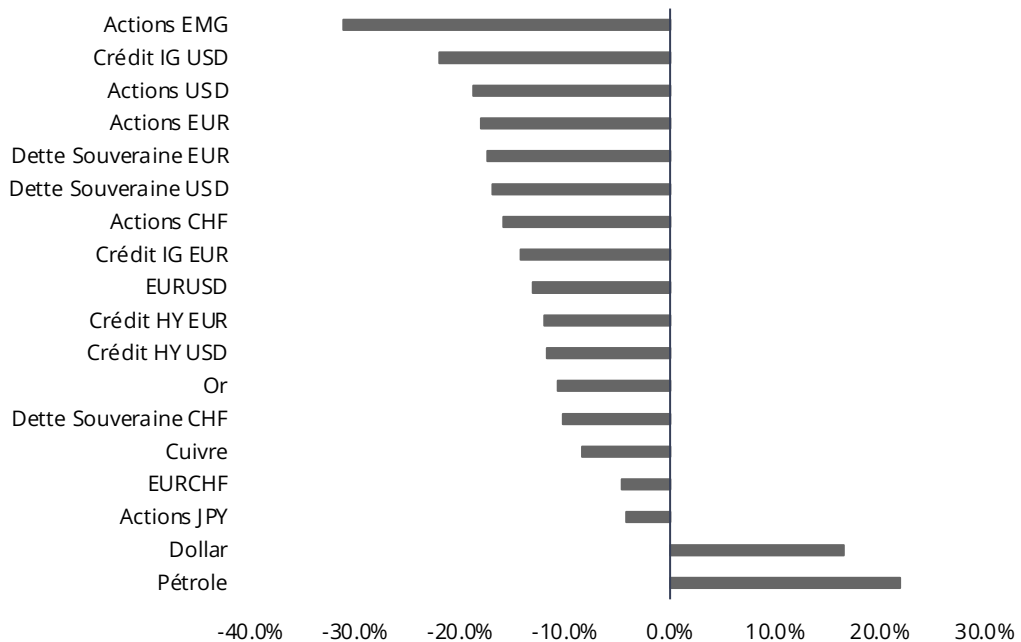
PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, du 30/09/2022 au 31/10/2022

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source : Bloomberg, 31/10/2022

MACROECONOMIE (suite)

Avec une inflation globale avoisinant 10%, la tâche de la Banque centrale européenne reste extrêmement complexe. Pour l'heure, elle a choisi la voie d'un resserrement agressif, mais le stress systémique et les impacts conjoncturels devraient selon nous l'obliger à interrompre ses hausses des taux plus vite que ne l'anticipent les marchés, probablement vers 2-2,5% pour le taux de dépôt, malgré une inflation toujours bien supérieure à l'objectif. Comme nous l'a rappelé la réaction de la Banque d'Angleterre aux ramifications du projet de budget de Liz Truss, le mandat d'une banque centrale couvre non seulement l'inflation, mais aussi la stabilité financière. Ce qui s'apprête à devenir une question importante pour la zone euro.

Dans ce contexte, nous continuons à préconiser une allocation prudente. La récession implique d'éviter les risques de défaut dans toutes les classes d'actifs, et nous privilégions la qualité tant sur les obligations que les actions. Si une sous-pondération des actions nous paraît toujours justifiée, un rallye de fin d'année est possible. Par ailleurs, le point bas sur les données économiques et le moment où les banques centrales baisseront les taux étant notoirement difficiles à prévoir, rester exposé est nécessaire. Nous confirmons par contre notre surpondération des obligations, les taux constituant un bon point d'entrée, surtout si le pic d'agressivité des banques centrales est atteint. De fait, elles ne feront probablement guère plus que ce qui a déjà été communiqué – et donc intégré dans les prix obligataires.

MARCHÉS ACTIONS



Les indices boursiers sont vulnérables à un rallye de court terme, mais il est trop tôt pour adopter une position structurellement haussière

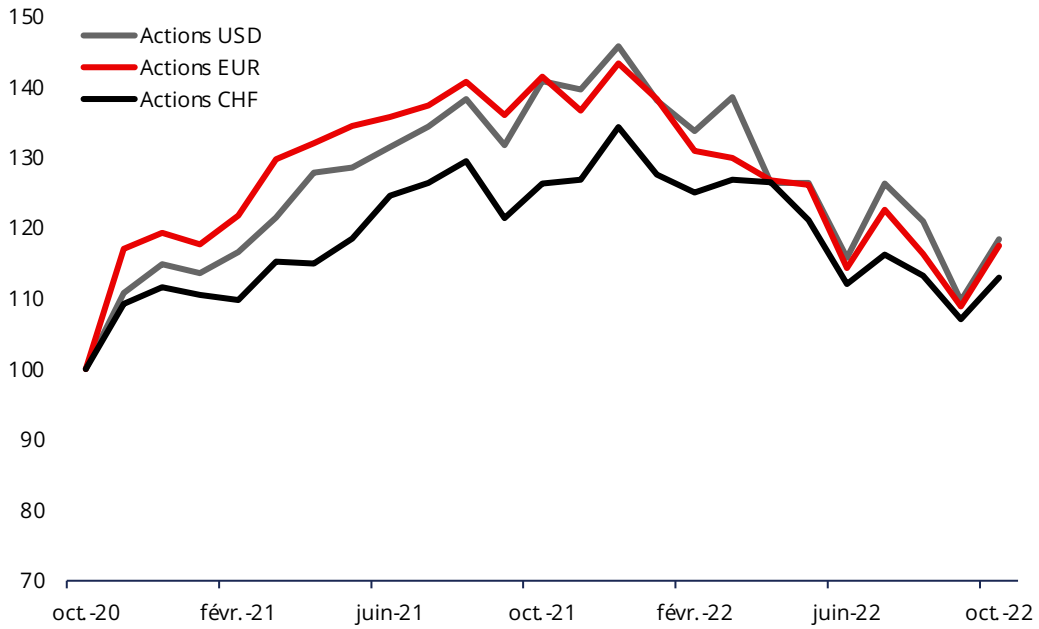
Les résultats du troisième trimestre dépassent pour l'heure les «modestes attentes», les valeurs cycliques devançant nettement leurs consœurs défensives en termes de surprises bénéficiaires. Au vu de la sous-pondération record des investisseurs, un rallye de fin d'année nous paraît possible.

Pour autant, nous estimons qu'il est trop tôt pour changer fondamentalement notre point de vue et restons stratégiquement baissiers. Un point bas sur les données économiques et davantage de visibilité quant aux premières baisses de taux seront nécessaires pour que les marchés actions se reprennent durablement.

Nous réitérons donc notre ferme conviction que les paniers de qualité et les stratégies à faible volatilité sont le meilleur moyen de traverser cet environnement volatil et incertain, même si certaines valeurs cycliques, dont les cours intègrent déjà une récession, pourraient connaître un mouvement (haussier) de retour à la moyenne.

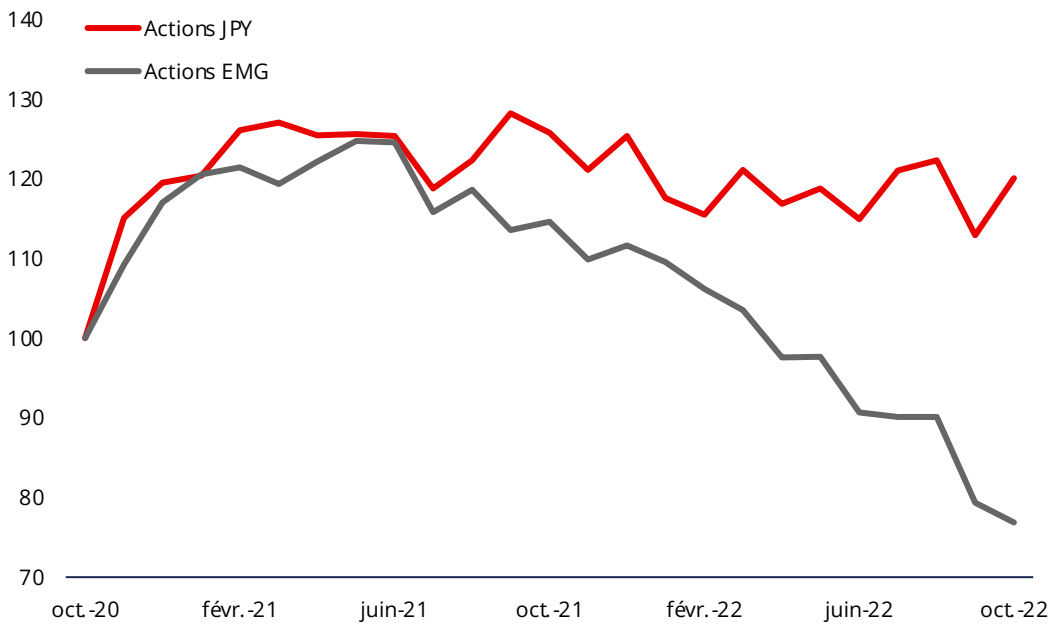
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2022

MARCHÉS ACTIONS JAPON - PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2022

MARCHÉ OBLIGATAIRE

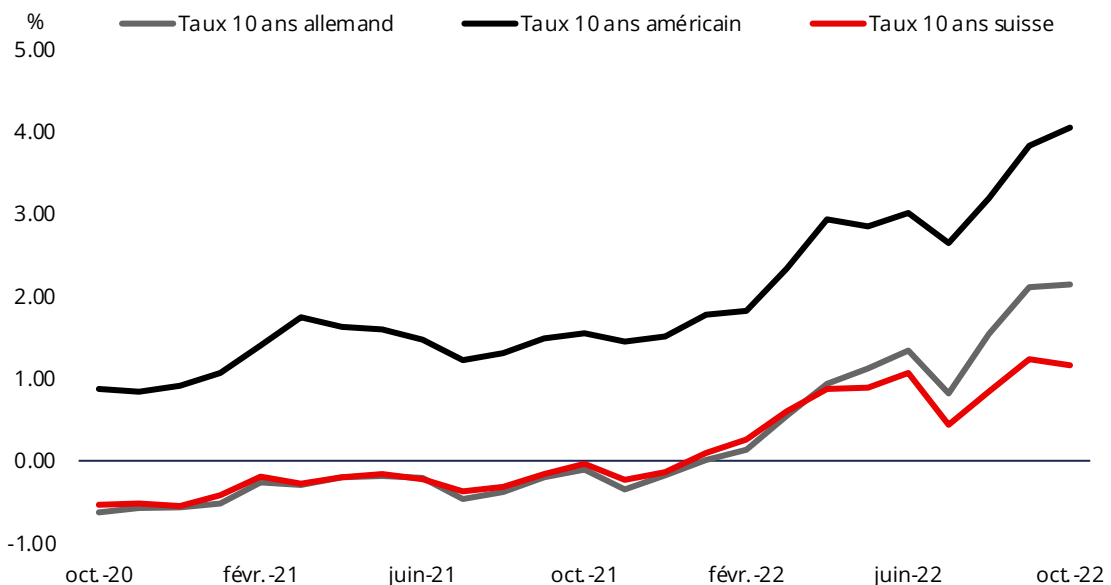
Les marchés anticipant désormais des taux terminaux en territoire fortement restrictif, une plus grande attention devrait être portée sur l'effet retardé du resserrement sur la conjoncture. La baisse de l'inflation et le ralentissement de la croissance à venir serviront de puissant catalyseur pour les obligations d'État, extrêmement bon marché et survendues. Nous maintenons une surpondération des bons du Trésor américain, des obligations d'État du cœur de l'UE et des obligations souveraines supranationales.

Le crédit aux entreprises est très bon marché, en particulier dans les segments de qualité supérieure. Les conditions de liquidité mondiales restent difficiles, mais la récente sous-performance des AT1, exacerbée par les inquiétudes autour de Crédit Suisse, nous semble avoir créé un point d'entrée très attractif dans le secteur financier, les spreads EUR AT1-BB approchant d'un record sur 10 ans. De fait, les institutions financières sont en bonne santé, avec un risque bénéficiaire plus faible. Avec des taux de défaut appelés à grimper dans un contexte de récession l'an prochain, les parties les plus défensives de la structure du capital (senior et T2) offrent de bonnes opportunités. Surpondérer les obligations Investment Grade/BB non cycliques et le crédit financier.

Le rapide resserrement monétaire, la hausse des rendements américains et la force du dollar ont pesé sur la performance relative des pays émergents, mais un redressement se profile à mesure que les banques centrales deviendront moins agressives. Nous relevons la dette émergente à neutre.

“ Nous avons une forte préférence pour le crédit financier ”

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



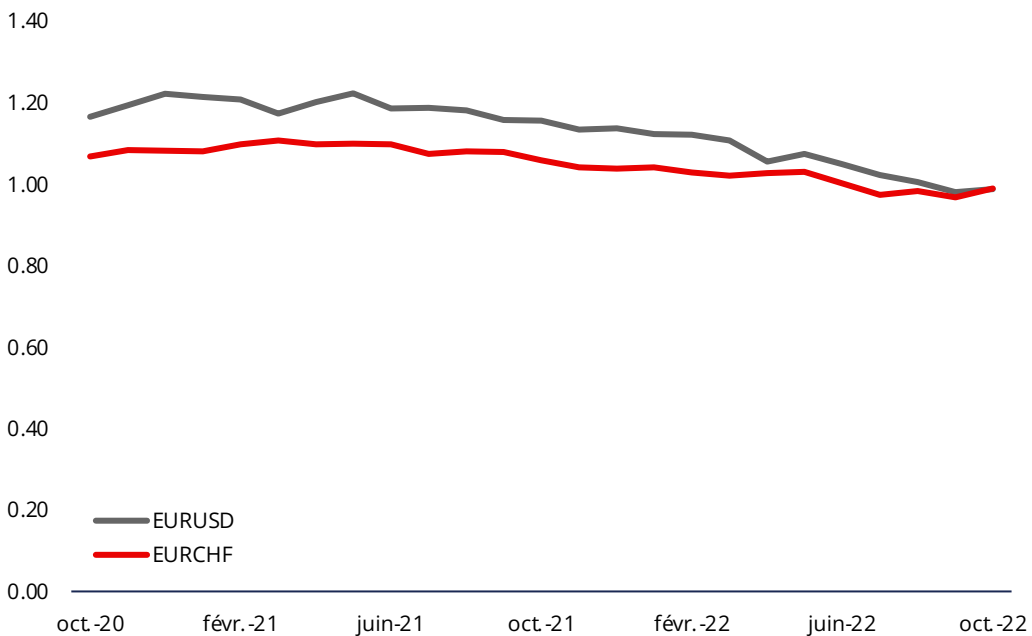
Source : Bloomberg, 31/10/2022

DEVISES

Malgré une relative stabilisation de l'USD en octobre, il est trop tôt pour s'attendre à un retournement décisif. Tant que les politiques monétaires resteront accommodantes au Japon et en Chine, et que la crise énergétique perdurera en Europe, l'USD servira de refuge, avec un portage élevé. Un retournement durable de l'USD nécessiterait à la fois un pivot de la Fed et une croissance mondiale mieux orientée. Des baisses de la Fed pourraient en effet ne pas suffire, le dollar ayant tendance à se redresser lorsque l'économie mondiale est en récession. Quand bien même les risques de court terme restent orientés à la baisse, un EUR sous la parité intègre déjà bien des mauvaises nouvelles. À plus long terme, il pourrait retrouver une juste valeur inférieure à celle d'avant la pandémie, que nous estimons à environ 1,10. Enfin, l'évolution du JPY est intimement liée à la divergence de politique monétaire avec les États-Unis. A mesure que s'intensifient les débats autour d'un pivot de la Fed, le JPY pourrait rebrousser chemin.

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 31/10/2022

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Le pétrole a été soutenu en octobre par l'attitude proactive de l'OPEP+, conjuguée au recul progressif des approvisionnements russes. En outre, les primes de risque géopolitique pourraient encore augmenter, surtout si une forte inflation et l'insécurité alimentaire menacent la stabilité politique d'importants pays producteurs de pétrole, notamment au Moyen-Orient.



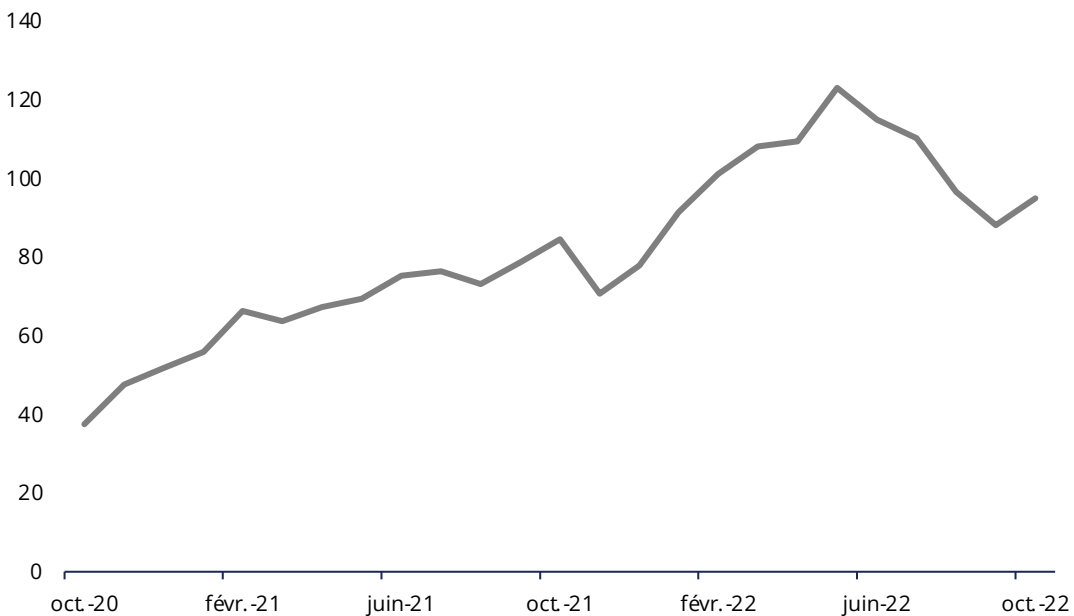
Le ralentissement prévaut

Cela étant, la récession mondiale à venir pèsera sur la demande de pétrole, nonobstant la politique chinoise du zéro Covid.

Ainsi, un plancher est possible à court terme sur les prix, et le pétrole garde des vertus de couverture géopolitique, mais les pressions à la baisse sont susceptibles de dominer en 2023.

PÉTROLE

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS (BRENT)

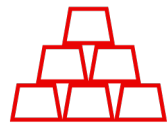


Source : Bloomberg, 31/10/2022

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

Avec des taux réels au plus haut sur plus d'une décennie, l'or demeure avant tout sous pression baissière, affichant un recul d'environ 20% depuis le sommet atteint au lendemain de l'invasion russe en Ukraine.



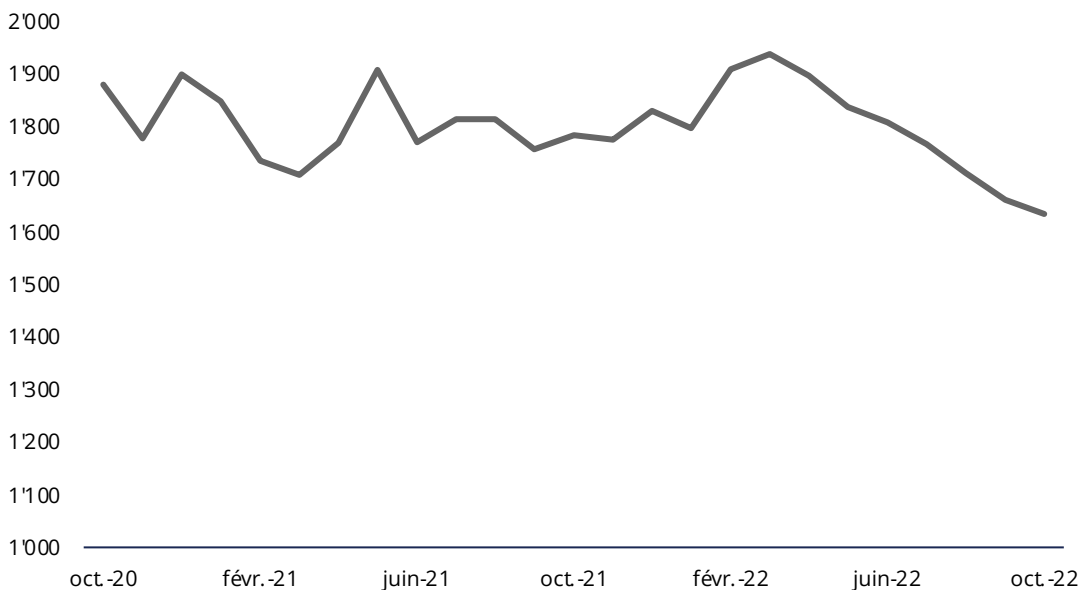
Pas d'éclat dans un contexte de taux réels élevés

À court terme, le pic d'agressivité des banques centrales pourrait entraîner une certaine stabilisation des taux réels à un niveau élevé (taux réels américains à env. 1,6% pour les échéances de 2 à 10 ans).

À l'avenir, une tendance baissière plus décisive sur les taux réels sera nécessaire pour renforcer l'attrait relatif de l'or.

OR

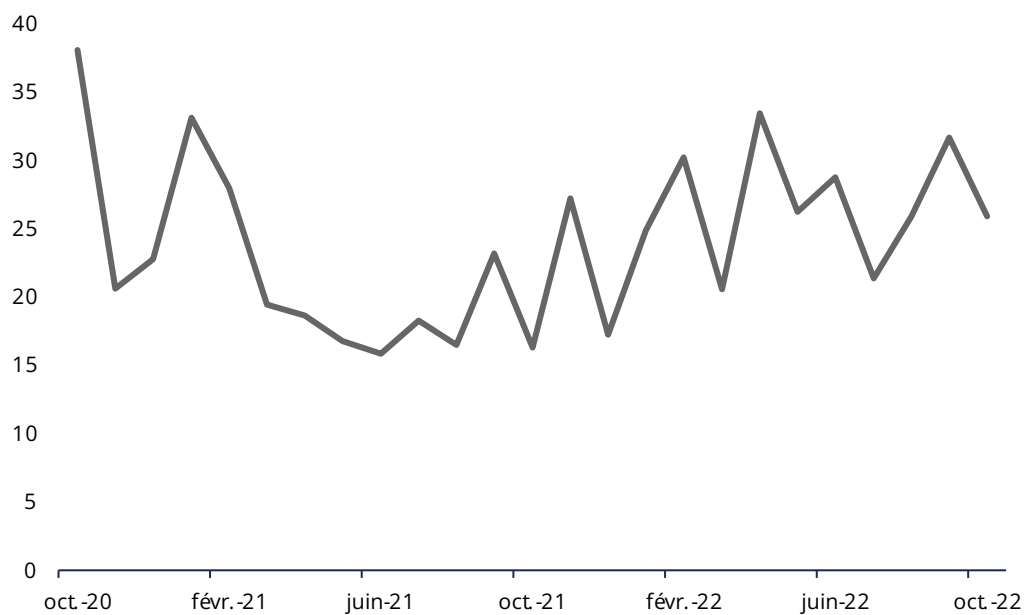
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2022

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ - INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2022

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
2-nov.	Etats-Unis	Réunion de la Fed	oct.-22	3,3
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	nov.-22	46,4
3-nov.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	oct.-22	56,7
	Zone euro	Taux de chômage	sept.-22	6,6
	Royaume Uni	PMI services Markit	nov.-22	47,5
	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	déc.-22	2,3
	Suisse	Inflation	oct.-22	3,3
4-nov.	Etats-Unis	Emplois	oct.-22	263,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	oct.-22	3,5
	Zone euro	PMI services Markit	nov.-22	48,2
7-nov.	Chine	Exportations	oct.-22	5,7
	Allemagne	Production industrielle	sept.-22	-0,8
	Suisse	Taux de chômage	oct.-22	2,1
9-nov.	Chine	Inflation	oct.-22	2,8
10-nov.	Etats-Unis	Inflation	oct.-22	8,2
11-nov.	Etats-Unis	Confiance des ménages	nov.-22	59,9
	Royaume Uni	Croissance du PIB	sept.-22	0,2
14-nov.	Zone euro	Production industrielle	sept.-22	1,5
15-nov.	Chine	Ventes au détail	oct.-22	2,5
	Chine	Production industrielle	oct.-22	3,9
	Zone euro	Emploi	sept.-22	0,4
	Zone euro	Croissance du PIB	déc.-22	0,2
	France	Taux de chômage	sept.-22	7,4
	Royaume Uni	Taux de chômage	sept.-22	3,5
	Japon	Production industrielle	oct.-22	-1,6
	Japon	Croissance du PIB	sept.-22	3,5
16-nov.	Etats-Unis	Production industrielle	oct.-22	0,4
	Royaume Uni	Inflation	oct.-22	10,1
17-nov.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	nov.-22	-8,7
23-nov.	Etats-Unis	Minutes de la Fed	mars-24	
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	nov.-22	46,2
24-nov.	Allemagne	Climat des affaires ifo	nov.-22	84,3
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	nov.-22	50,7
25-nov.	Allemagne	Croissance du PIB	déc.-22	0,3
29-nov.	Suisse	Croissance du PIB	sept.-22	0,3
30-nov.	Etats-Unis	Croissance du PIB	déc.-22	2,6
	Zone euro	Inflation	nov.-22	10,7
	France	Croissance du PIB	déc.-22	0,2
	Italie	Croissance du PIB	déc.-22	0,5
	Suisse	Indicateur avancé Kof	nov.-22	90,9



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.