



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des
marchés financiers et
perspectives

Octobre 2022

MACROECONOMIE

L'inflation a de nouveau été la principale source d'inquiétude sur le plan macroéconomique tout au long du mois de septembre. **En zone euro**, l'inflation globale en septembre a atteint un nouveau plus haut historique à 10,0 %, tandis que l'inflation sous-jacente (hors prix de l'énergie et de l'alimentation) a augmenté à 4,8 %. **Aux États-Unis**, l'inflation au mois d'août a largement dépassé les prévisions. Ce niveau supérieur aux attentes s'est essentiellement concentré au niveau sous-jacent : les prix de l'énergie ont chuté de 5 % sur le mois grâce à la baisse de 11 % des prix de l'essence, tandis que l'inflation sous-jacente a grimpé à 6,3 % en glissement annuel. La hausse a été principalement tirée par le logement, qui représente environ 40 % du panier sous-jacent et figure parmi les composantes les plus rigides de l'inflation. Compte tenu de la hausse fulgurante des taux hypothécaires et de la détérioration résultante de l'accessibilité à la propriété, les prix des logements vont inévitablement ralentir à un moment donné. Malheureusement, sa persistance est difficile à évaluer, poussant la Réserve fédérale américaine (Fed) à rester sur une trajectoire haussière à court terme. **Au Royaume-Uni**, l'inflation est ressortie tout juste inférieure à 10 % en août, avec de sombres perspectives compte tenu de l'impact très inflationniste des baisses d'impôts massives annoncées à la fin du mois.



LES RISQUES DE RÉCESSION VONT PRENDRE LE PAS SUR LES RISQUES D'INFLATION PLUS TÔT QU'ATTENDU



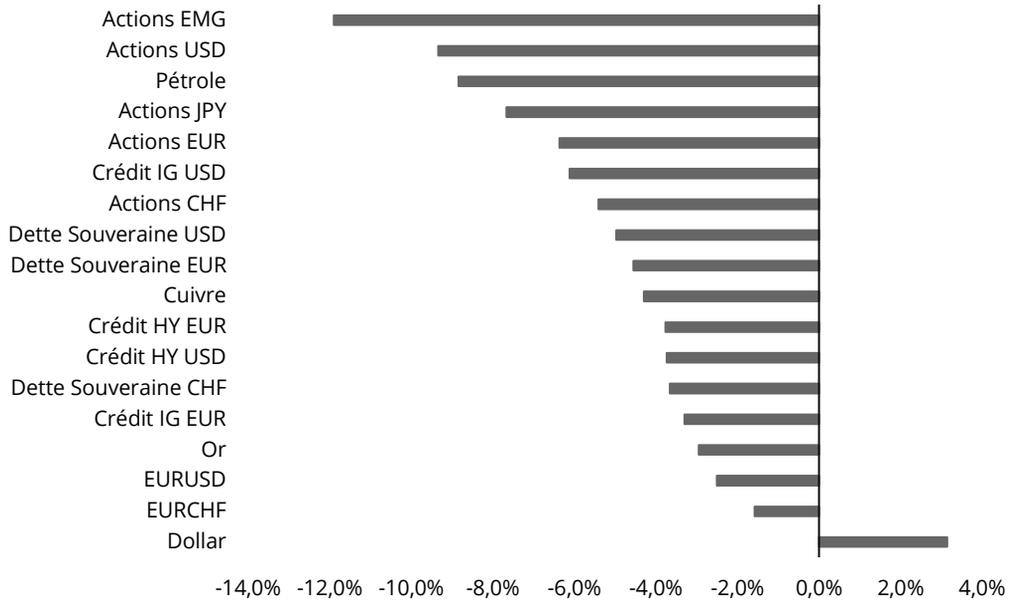
Dès lors, les **banques centrales** sont à l'unisson dans leur lutte globale contre l'inflation. Après une hausse de 75 pb à 3 %-3,25 % en septembre, la **Fed** a laissé entrevoir un taux terminal de 4,6 %, sans baisse avant 2024. La **Banque centrale européenne** a relevé ses taux directeurs de 75 pb pour la première fois depuis plus de 20 ans en septembre, portant le taux de dépôt à 0,75 %, avec d'importantes révisions à la hausse de ses prévisions d'inflation. La **Banque d'Angleterre** a procédé à une deuxième hausse consécutive de 50 pb à 2,25 % et devra redoubler ses efforts compte tenu des politiques budgétaires expansionnistes et de l'effondrement de la livre. La **Banque nationale suisse** (BNS) a relevé son taux directeur de 75 pb, à 0,5 %, déclarant que de nouvelles hausses de taux « ne peuvent être exclues » pour assurer la stabilité des prix à moyen terme. Cela étant, nous constatons que la BNS est bien mieux placée que la plupart des banques centrales à travers le monde, car elle accueille favorablement une devise forte, les pressions inflationnistes restent raisonnables et elle peut enfin sortir des taux d'intérêt négatifs.

Chaque situation est particulière, mais l'inflation est clairement un phénomène mondial en 2022. Nous reconnaissons que la lutte n'est pas terminée, mais sommes convaincus que l'accent sera mis sur les risques de récession plus tôt que ne l'anticipent la plupart des observateurs, et que les banques centrales risquent désormais d'en « faire trop » plutôt que « pas assez ».

PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

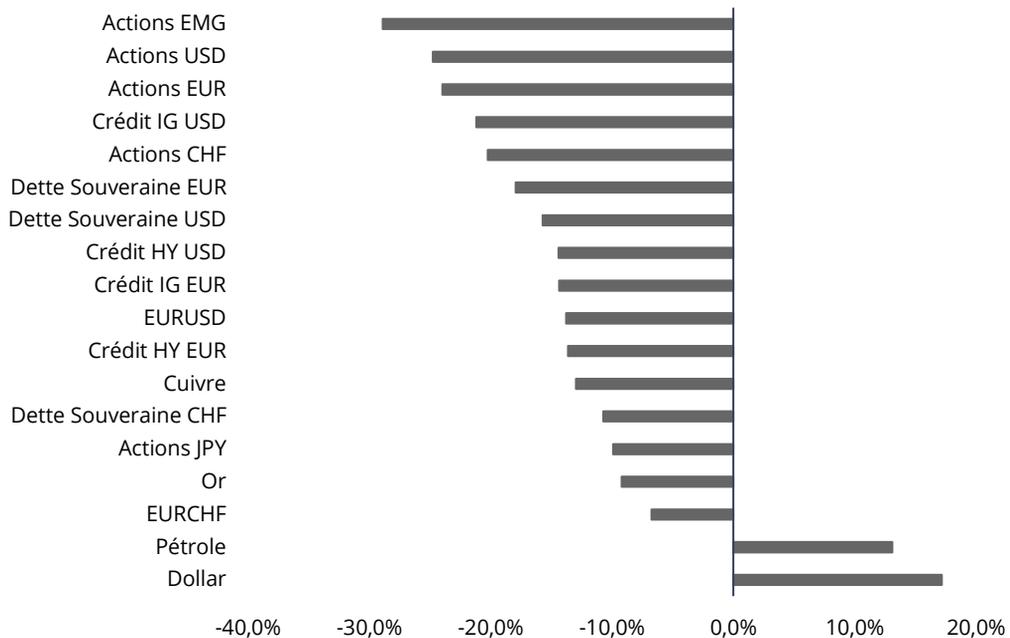
PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, du 31/08/2022 au 30/09/2022

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source : Bloomberg, 30/09/2022

MACROECONOMIE (suite)

Les États-Unis sont l'une des économies les plus résilientes, les indices ISM du mois d'août (indicateurs mensuels de l'activité économique) restant en territoire expansionniste. Toutefois, ce n'est qu'une question de temps avant que la flambée des taux réels ne pénalise l'activité économique avec la hausse du coût du capital frappant aussi bien les entreprises que les consommateurs. En outre, le logement, qui représente près de la moitié du patrimoine de près de 90 % de la population, va bientôt ralentir compte tenu de la flambée des taux hypothécaires. En zone euro, la plupart des indicateurs économiques indiquent déjà une récession à venir, comme les ventes au détail, la confiance des consommateurs et les indices des directeurs d'achats.



Récession
à l'horizon

Nous pensons que les banques centrales resteront agressives à court terme, relevant leurs taux jusqu'au point de rupture, avec un taux terminal probablement compris entre 4 et 5 % aux États-Unis, et entre 1,5 % et 2,5 % en zone euro. Mais nous pensons que les banques centrales vont réduire leurs taux plus tôt qu'elles ne le communiquent, vers le 3e/4e trimestre 2023 aux États-Unis, et probablement plus tôt même dans la zone euro.

L'inflation a marqué l'année 2022 ; il est désormais temps de se positionner en vue d'une récession.

MARCHÉS ACTIONS



Indices actions
susceptibles à
un rebond à
court terme,
mais il est trop
tôt pour ajouter
du risque

Bien que les multiples baissent, ils ne nous semblent pas suffisamment bon marché dans un contexte de banques centrales toujours agressives. Le ratio cours/bénéfices à 12 mois du S&P 500 pourrait passer de 16,7 à 15x à l'heure où nous écrivons compte tenu des anticipations d'inflation et de rendement. Cela ramènerait l'indice à 3 450, et cela n'intègre pas de révision à la baisse des prévisions de BPA du consensus pour 2023.

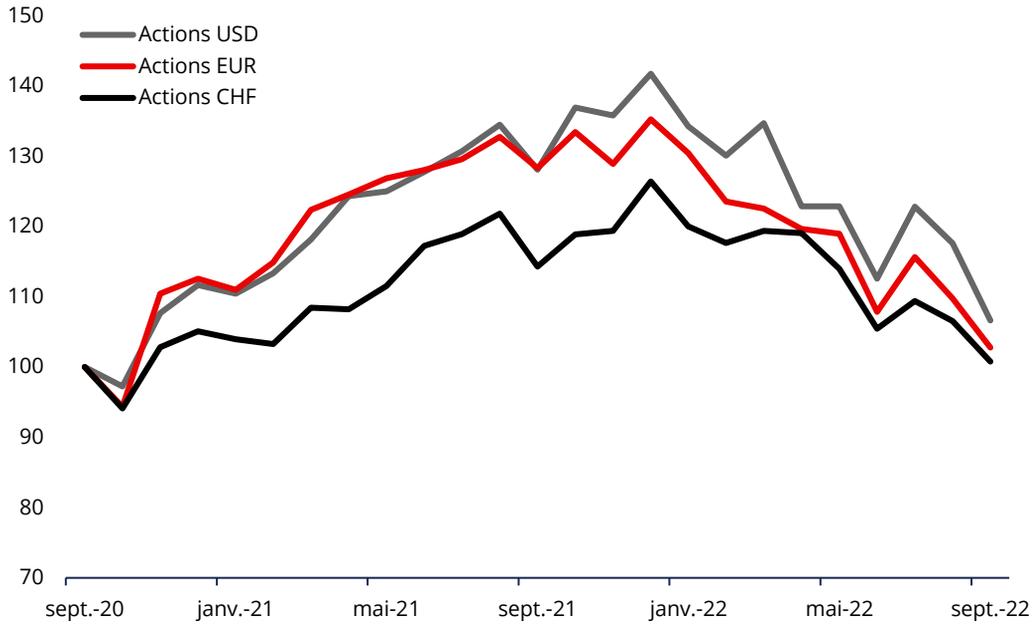
En Europe, nous constatons que le sentiment et le positionnement sont extrêmement négatifs. Toutefois, sans inflexion de la politique monétaire et/ou révision des bénéfices, cela ne peut qu'engendrer un rebond des marchés temporaire.

Il convient de rester patients avant de renforcer la cyclicité. Nous maintenons nos stratégies de faible bêta et de qualité, car elles offrent une visibilité sur les bénéfices et la solidité des bilans dans un contexte de détérioration 3
macroéconomique.

MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF

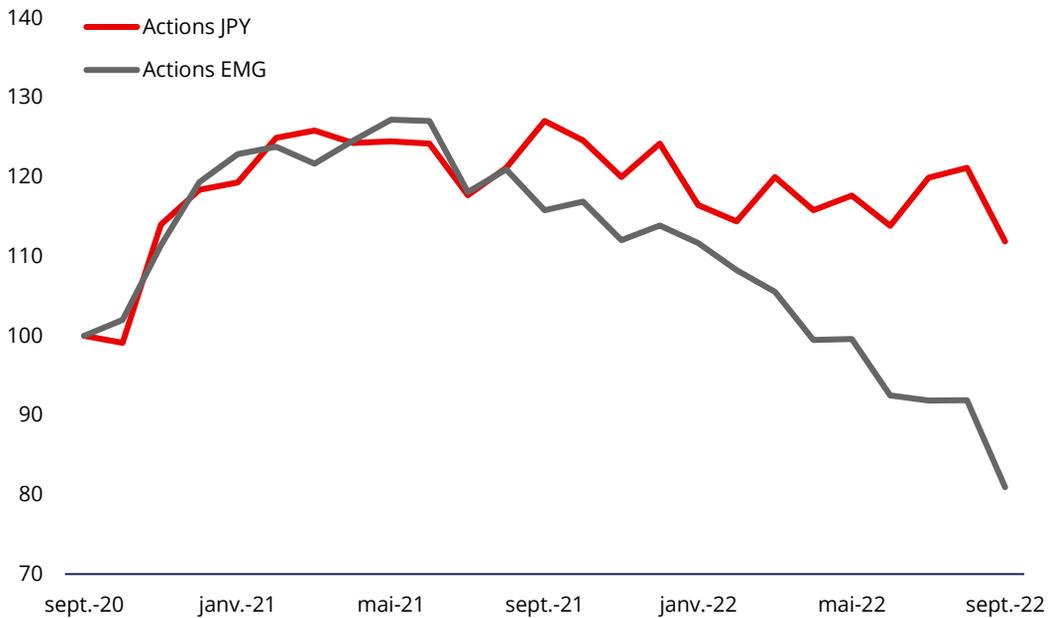
PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2022

MARCHÉS ACTIONS JAPON - PAYS EMERGENTS

PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2022

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Compte tenu de la détérioration des conditions mondiales de liquidité alors que les risques pesant sur les bénéfices et la croissance s'intensifient, une dispersion accrue est à prévoir, ce qui justifie toujours une certaine sélectivité au sein du **crédit**. Nous préférons les titres Investment Grade non cycliques en EUR, les créances d'établissements financiers et les obligations d'organismes supra-souverains. En effet, l'augmentation du coût du capital est très susceptible de pénaliser les entités les plus vulnérables telles que les gouvernements, les entreprises et les ménages surendettés.

Concernant les **emprunts d'État**, les Gilts ont subi des mouvements extrêmes en fin de mois, le mini-budget du nouveau gouvernement se concentrant sur des réductions d'impôts non financées, ce que les marchés obligataires sont peu susceptibles de tolérer. Dans ce contexte, les futures approches budgétaires de la nouvelle coalition italienne devraient être surveillées de près, même si elle manifeste une position constructive vis-à-vis de l'UE jusqu'à présent. Nous continuons de surpondérer les bons du Trésor américain, les emprunts d'État des pays européens « core » et les obligations supranationales.

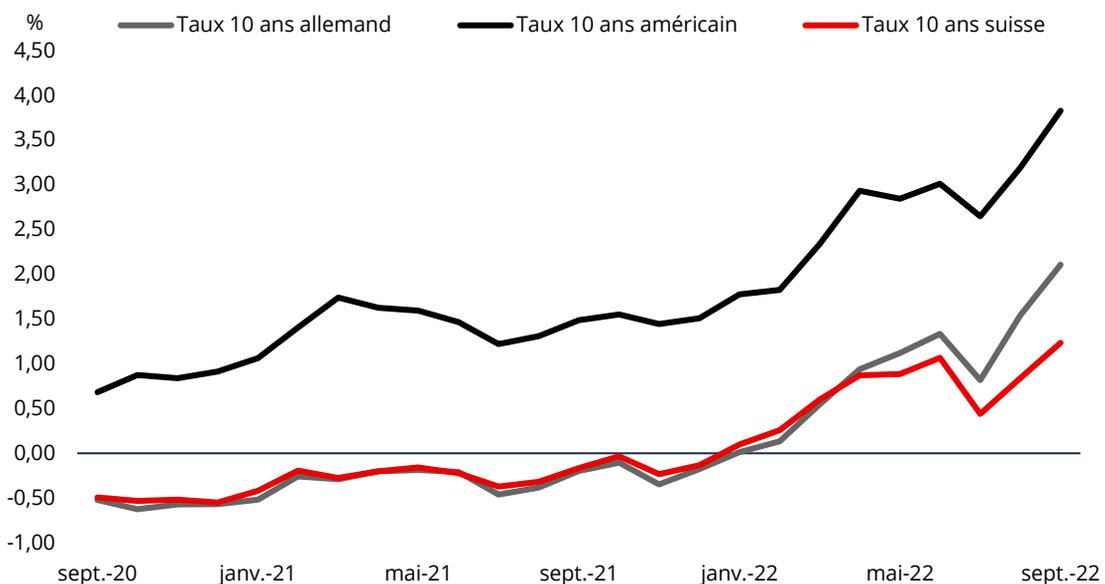
Alors que l'inversion des courbes de taux mondiales atteint des niveaux extrêmes et que les marchés anticipent un pic des taux directeurs, il pourrait être temps de se positionner en vue d'une **pentification « bull » des courbes de taux**.



ACHETER DES OBLIGATIONS DE
HAUTE QUALITÉ



RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2022

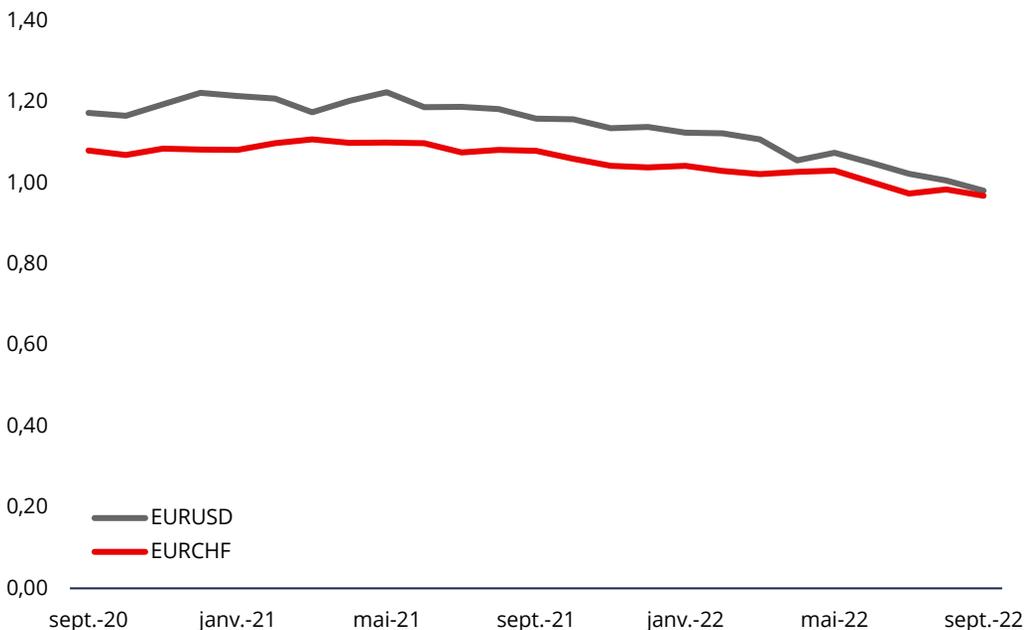
DEVISES

Le **dollar américain** a poursuivi sa hausse en septembre face au ton plus agressif de la Fed et aux vulnérabilités persistantes en dehors des États-Unis. Malgré son niveau historiquement élevé, les conditions ne sont pas encore en place pour adopter une position courte sur l'USD.

Le niveau de l'**EUR** inférieur à la parité intègre déjà beaucoup de mauvaises nouvelles. Des surprises négatives sur la croissance américaine et une résilience plus forte que prévu à la crise énergétique en Europe limiteraient le risque de baisse. En revanche, l'effondrement de la **livre sterling** suite aux politiques budgétaires maladroites est justifié. Une remontée significative de la livre nous semble peu probable à ce stade. Enfin, la situation du **yen japonais** est unique et intimement liée aux pressions inflationnistes exceptionnellement faibles du pays. Alors que le débat sur une éventuelle inflexion de la Fed s'intensifie, le JPY pourrait se renforcer de manière significative par rapport aux niveaux actuels.

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 30/09/2022

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Le pétrole a poursuivi son repli en septembre, le ralentissement de la demande commençant à l'emporter sur l'impact positif de la production limitée sur les prix. Compte tenu des risques accrus de récession, les perspectives à moyen terme restent baissières, même si des pics induits par la situation géopolitique ne peuvent être écartés.

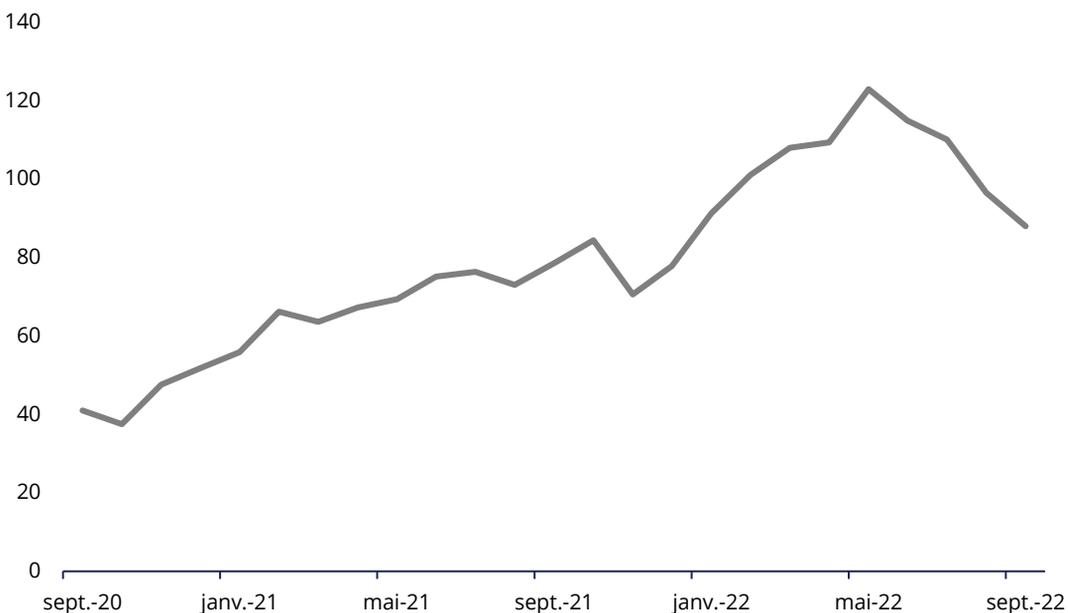
Les livraisons via Nord Stream 1 sont suspendues indéfiniment depuis début septembre, le cours de référence TTF européen ayant brièvement dépassé 300 EUR/MWh. Les prix se sont quelque peu repliés depuis, mais la diminution des flux par gazoducs en Europe imposera une nouvelle destruction de la demande, si bien que les prix du gaz devraient rester élevés ces prochains trimestres.



Le ralentissement prévaut

PÉTROLE

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 30/09/2022

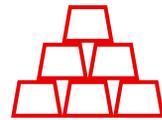
MATIÈRES PREMIÈRES

OR

L'or s'est replié en septembre face à la vigueur du dollar, à la hausse des taux réels et au durcissement du ton de la Fed.

À court terme, la détermination des banques centrales à relever leurs taux de façon musclée fait que le métal jaune pourrait encore souffrir.

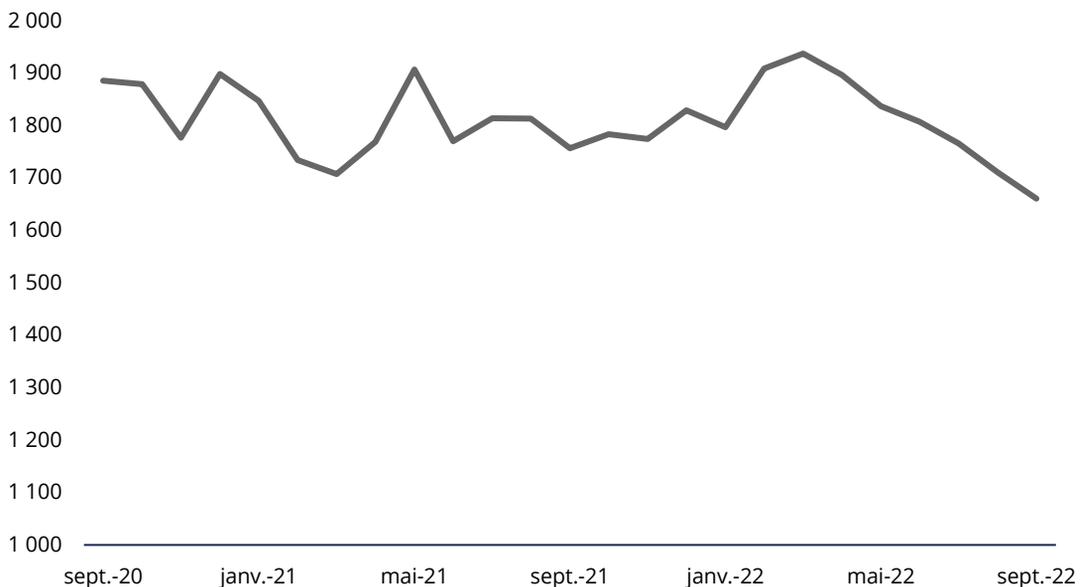
Une baisse des taux réels serait nécessaire pour accroître l'avantage relatif lié à la détention d'or. Ainsi, il nous semble judicieux d'attendre une inflexion de la Fed pour envisager une exposition à l'or.



Plombé par la hausse des taux réels

OR

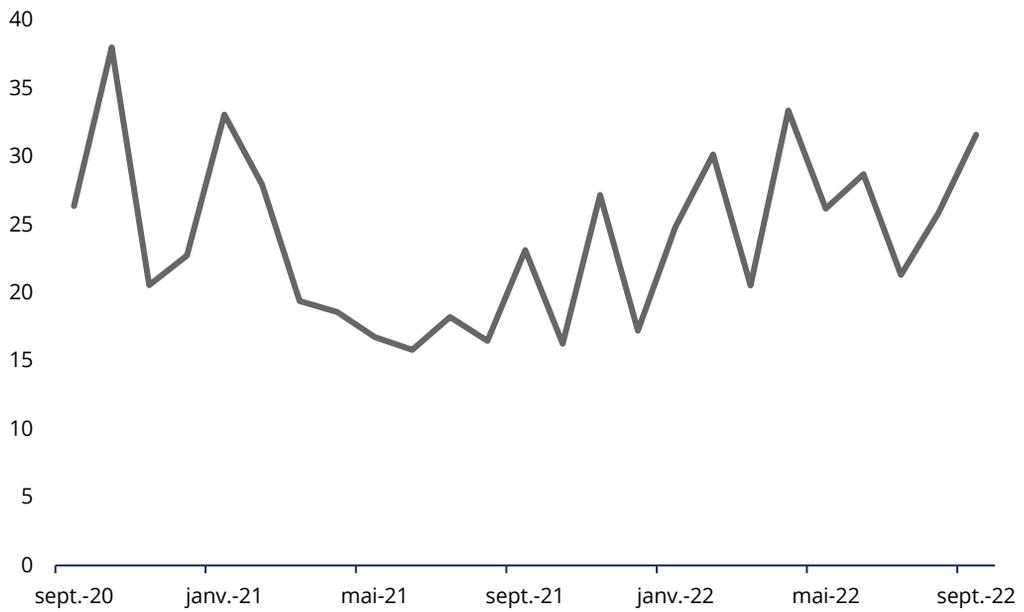
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2022

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ - INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2022

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
3-oct.	Etats-Unis	PMI manufacturier	sept.-22	52,8
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	oct.-22	48,4
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	oct.-22	48,4
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	oct.-22	50,8
	Suisse	PMI manufacturier	oct.-22	57,1
	Suisse	Inflation	oct.-22	3,3
5-oct.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	sept.-22	56,9
	Zone euro	PMI services Markit	oct.-22	48,9
	Royaume Uni	PMI services Markit	oct.-22	49,2
7-oct.	Etats-Unis	Emplois	sept.-22	315,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	sept.-22	3,7
	Allemagne	Production industrielle	août-22	-0,3
	Suisse	Taux de chômage	sept.-22	2,1
11-oct.	Royaume Uni	Taux de chômage	août-22	3,6
12-oct.	Etats-Unis	Minutes de la Fed	mars-23	
	Zone euro	Production industrielle	août-22	-2,3
13-oct.	Etats-Unis	Inflation	sept.-22	8,3
14-oct.	Etats-Unis	Confiance des ménages	oct.-22	58,6
	Chine	Exportations	sept.-22	7,1
	Chine	Inflation	sept.-22	2,5
17-oct.	Japon	Production industrielle	sept.-22	2,7
18-oct.	Etats-Unis	Production industrielle	sept.-22	-0,2
	Chine	Ventes au détail	sept.-22	5,4
	Chine	Croissance du PIB	sept.-22	0,4
	Chine	Production industrielle	sept.-22	3,6
	Royaume Uni	Inflation	sept.-22	9,9
20-oct.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	oct.-22	-9,9
25-oct.	Allemagne	Climat des affaires ifo	oct.-22	88,6
27-oct.	Etats-Unis	Croissance du PIB	sept.-22	-0,6
	Zone euro	Réunion de la BCE	oct.-22	0,8
28-oct.	France	Croissance du PIB	sept.-22	0,5
	Japon	Réunion de la Banque du Japon	oct.-22	-0,1
31-oct.	Zone euro	Inflation	oct.-22	10,0
	Zone euro	Croissance du PIB	sept.-22	0,8
	Allemagne	Croissance du PIB	sept.-22	0,1
	Italie	Croissance du PIB	sept.-22	1,1
	Suisse	Indicateur avancé Kof	oct.-22	93,8



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.