



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Octobre 2023

MACROÉCONOMIE

Aux États-Unis, l'inflation semble progressivement se normaliser. L'indice des prix à la consommation (IPC), très scruté, a certes légèrement dépassé les attentes en août, principalement en raison de l'énergie et des tarifs aériens, mais la tendance désinflationniste reste en place avec un indice sous-jacent en recul de 4,7% à 4,3% en glissement annuel. La baisse en août du déflateur PCE sous-jacent, mesure d'inflation préférée de la Fed, à 3,9% en glissement annuel (comme attendu) est également encourageante. Ainsi, lors de sa première réunion après la pause estivale, la Fed a laissé ses taux inchangés (5,25%-5,5%) dans une décision unanime, comme prévu. Elle a par ailleurs maintenu la porte ouverte à une nouvelle hausse de taux en novembre, même si, à fin septembre, moins de 20% des acteurs du marché parient sur une telle décision.

La normalisation de l'inflation ne doit pas pour autant être considérée comme acquise, dans la mesure où l'économie américaine continue de faire preuve de résilience, l'indice ISM des services ayant grimpé à 54,5, dopé par l'emploi et les nouvelles commandes, et le PMI des services S&P s'inscrivant en légère baisse mais demeurant à 50,2, en territoire expansionniste. Dans le même temps, la croissance de la consommation de biens se profile à un niveau élevé pour le troisième trimestre et le marché de l'emploi reste clairement tendu, avec des nouvelles inscriptions aux allocations chômage toujours faibles et en recul tout au long du mois.

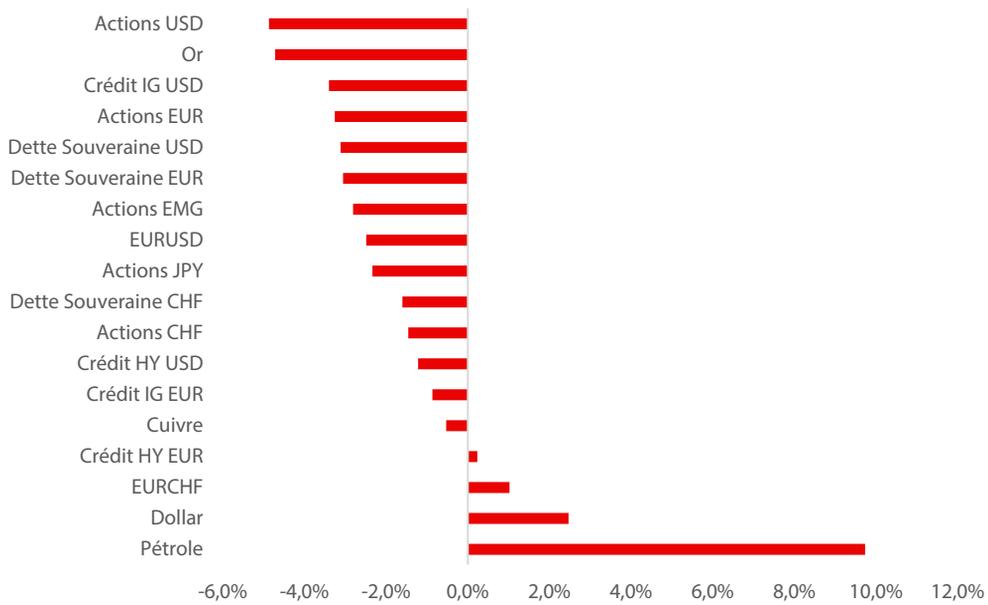


DES PROGRÈS EN MATIÈRE D'INFLATION, LES QUESTIONS PORTENT DÉSORMAIS SUR LA CROISSANCE

La Fed est bien consciente de cette résilience économique et révisé à la hausse ses prévisions de croissance pour 2023 et 2024, signalant ainsi très peu de baisses des taux l'an prochain avec son attente « médiane » du taux directeur pour fin 2024 augmentant de 4,6% à 5,1%. La banque centrale a insisté sur la nécessité de maintenir une pression monétaire suffisante de manière durable : la barre pour un abaissement des taux est placée très haut et nécessitera un affaiblissement conjoncturel conséquent. Jerome Powell a refusé de présenter l'« atterrissage en douceur » comme « scénario central » et a mis en avant une longue liste de risques pour l'économie, tels que les grèves dans l'industrie automobile, la reprise du remboursement des prêts étudiants, les décalages avec lesquels les taux élevés impactent l'économie et la hausse des prix du pétrole.

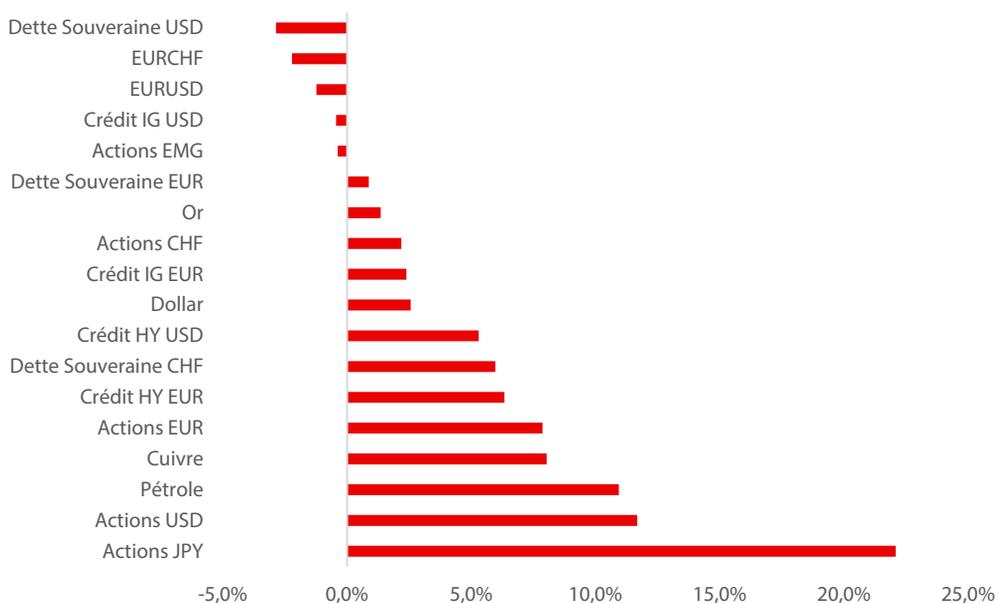
En Europe, l'inflation a ralenti à 4,3% contre 5,2% le mois dernier, l'IPC sous-jacent reculant de 5,3% à 4,5%, soit les plus bas niveaux depuis, respectivement, près de deux ans et un an. La tendance désinflationniste semble bien ancrée et suggère que la politique monétaire déploie ses effets dans l'économie. Le rythme de contraction de la masse monétaire M3 s'est encore accéléré, pour atteindre en août un nouveau record de -1,3% en glissement annuel, la masse monétaire plus étroite (M1) déclinant encore plus fortement (-10,4%). Les données récentes en provenance de la zone euro indiquent donc sans équivoque que la politique monétaire restrictive pèse sur la dynamique économique. Bien que l'indice PMI composite avancé pour septembre dans la zone euro ait surpris à la hausse, il demeure, à 47,1, en territoire de contraction pour le quatrième mois consécutif ; les services ont légèrement rebondi mais restent en contraction (48,4) et l'industrie manufacturière a déçu à 43,4, un niveau de récession.

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 30/09/2023

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



Source : Bloomberg, 30/09/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Dans ce contexte morose, la BCE a choisi de relever ses trois taux directeurs de 25 pb, portant le taux de dépôt à 4%, un niveau historiquement restrictif. Si Christine Lagarde n'a pas voulu explicitement évoquer un pic des taux, elle – et la BCE – préparent les marchés à la fin du cycle de resserrement, les préoccupations se déplaçant progressivement de l'inflation vers la croissance, dont les prévisions ont été revues à la baisse pour 2023, 2024 et 2025.

Bien qu'un relèvement supplémentaire ne puisse être totalement exclu, nous continuons de penser que la BCE a fait plus qu'il n'en faut pour que l'inflation retombe à 2% en temps voulu, alors que les risques de récession augmentent. Il se peut que nous ayons enfin assisté à la dernière hausse du cycle dans la zone euro. Avec des conditions monétaires historiquement restrictives, une politique budgétaire appelée à se resserrer, des prix de l'énergie en hausse, une Chine sous pression et une Allemagne particulièrement fragilisée, nous nous attendons à ce que la BCE s'arrête là et que la croissance économique faiblisse encore.

MARCHÉS ACTIONS

Les marchés actions ont souffert en septembre en réponse à une hausse des rendements des obligations d'État à long terme, symptomatique d'une forte réduction des attentes du marché concernant un atterrissage en douceur de l'économie : les États-Unis et d'autres économies développées sont sur la voie d'une récession. Mais le principal moteur de cette correction a sans doute été la flambée des taux réels qui a exercé une pression sur les valorisations, en particulier sur les titres à durée plus longue, bien détenus et très médiatisés, par exemple dans les secteurs de la technologie et du luxe, qui commencent tous deux à montrer des signes de faiblesse fondamentale.

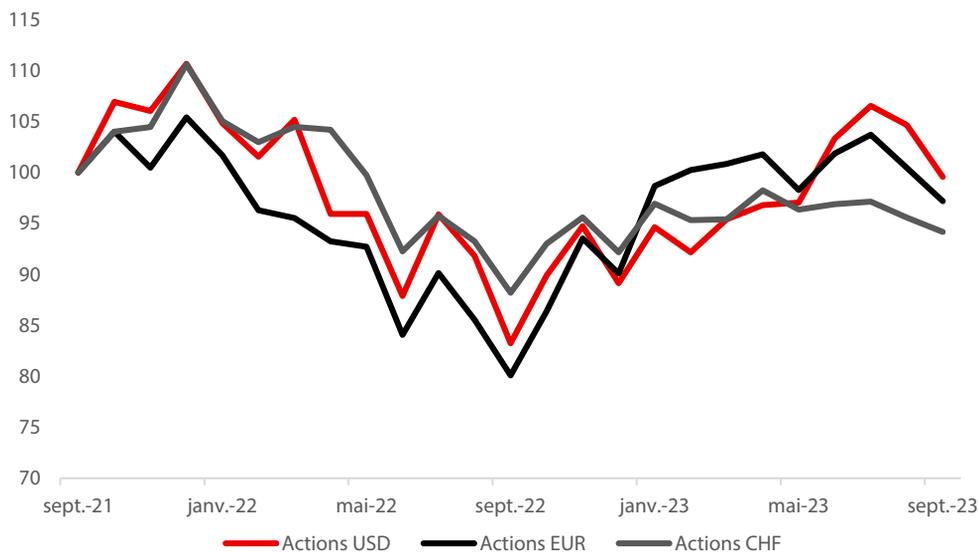
**L'énergie et les
financières ont été
parmi les plus
performantes**

En termes de performances sectorielles, les défensives ont surperformé les cycliques au T3, mais l'énergie et les financières ont été parmi les plus performantes. Les secteurs cycliques ont été confrontés à de nombreux vents contraires, la faiblesse de la Chine ayant pesé sur les matériaux et les produits industriels, tandis que la hausse des rendements réels et la baisse des bénéfices ont pesé sur le secteur technologique. Par ailleurs, les inquiétudes des consommateurs face à la hausse des taux d'intérêt, à la diminution de l'épargne et à l'augmentation des prix du pétrole ont pénalisé le secteur des produits discrétionnaires. En revanche, c'est le secteur de l'énergie qui s'est le mieux comporté, les prix du pétrole ayant fortement augmenté, ce qui a renforcé les attentes en matière de bénéfices pour ce secteur. Les valeurs financières ont également bénéficié de la hausse des taux à long terme. Au sein du secteur défensif, les rendements ont été mitigés, les services de communication et les soins de santé ayant surperformé, tandis que les produits de première nécessité et les services aux collectivités ont été à la traîne.

MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF

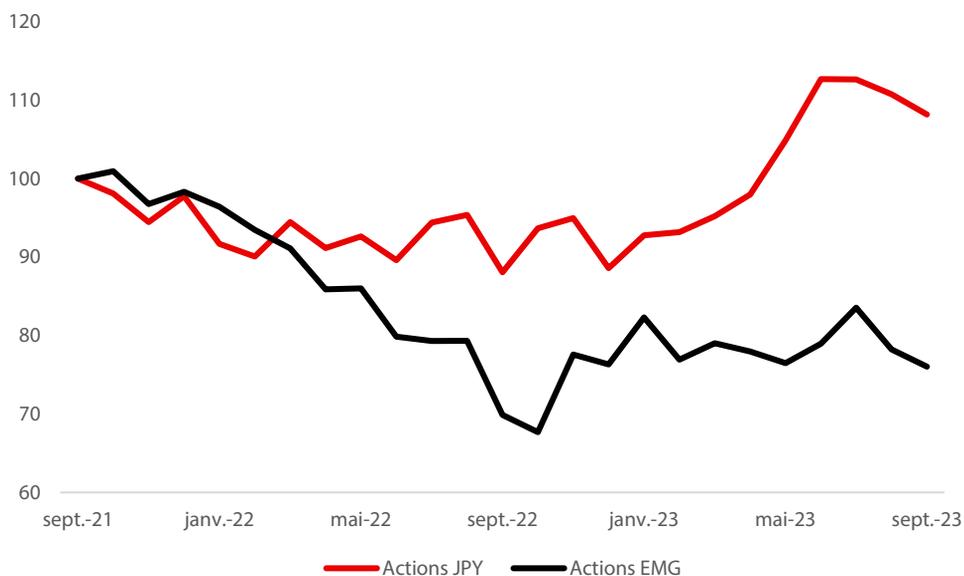
PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2023

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS

PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Le mois de septembre a clôturé sur une tonalité négative pour le marché des taux, après un été déjà chahuté par la remontée des craintes d'inflation. Le rendement du 10 ans US a repris 47bp après +15bp sur août, poursuivant la repentification de la courbe. L'Europe n'échappe pas à la tendance, le rendement du Bund 10 ans se rapprochant des 3% avec une hausse de 37bp.

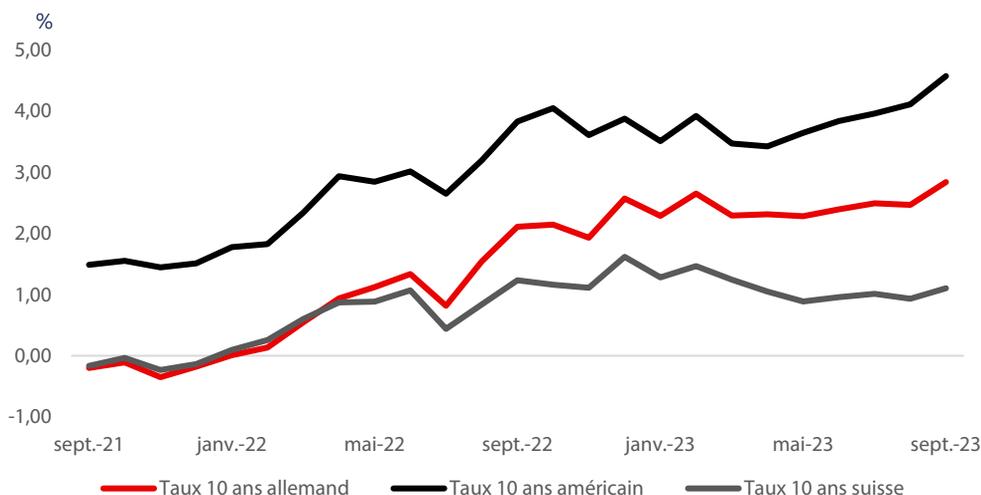
Évidemment, ces hausses de taux ont pesé sur les performances, négatives depuis le début de l'année pour les segments embarquant le plus de duration : Iboxx Treasuries à -2,8% YTD, Iboxx IG US à -2,6%, JPM EMBI à -0,6%. L'impact est moins violent pour l'Europe mais reste toutefois matériel puisque l'Iboxx EUR Souverain baisse désormais de 0,9% YTD.

Heureusement, les corporates IG restent globalement en positif (+2,0% pour l'Iboxx Corporate Overall). Les bonnes nouvelles sont d'ailleurs à rechercher du côté du marché du crédit puisque les spreads ont très bien tenu grâce à des publications semestrielles rassurantes et à la poursuite des efforts de refinancement. Ainsi, la dette High Yield Corporate reste le grand gagnant du segment obligataire, avec une performance à +6,2% sur le High Yield européen depuis le début de l'année contre +4% pour le High Yield US (indices Iboxx).



LES BONNES NOUVELLES SONT À RECHERCHER DU CÔTÉ DU MARCHÉ DU CRÉDIT

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

Depuis la mi-juillet, l'USD s'est renforcé par rapport à toutes les autres principales devises et le mois de septembre a vu cette tendance se poursuivre, le DXY retrouvant ses niveaux de fin 2022.

Dans la zone euro, les craintes concernant la croissance sont désormais omniprésentes, tandis que l'économie américaine s'est montrée résiliente tout au long de l'été. En outre, le ton relativement ferme de la Fed malgré sa pause en septembre lui laisse plus de latitude pour relever encore ses taux que le discours accommodant de la BCE. En conséquence, l'euro a suivi une tendance baissière par rapport au dollar tout au long du mois de septembre : la paire EUR-USD a atteint son point bas depuis début 2023 autour de 1,05, dans la partie inférieure de sa fourchette de cette année (1,05-1,11).

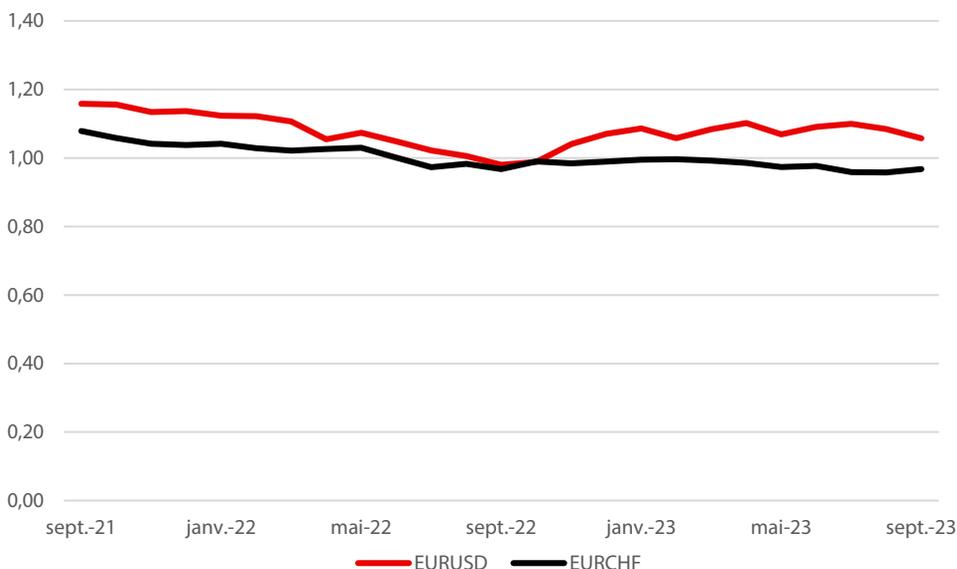
Cela dit, si l'on prend un peu de recul, et de manière plus structurelle, le dollar demeure surévalué sur la base de la parité du pouvoir d'achat (PPA), et la juste valeur de l'EUR-USD est probablement plus proche de 1,15, ce qui limite le risque baissier et devrait empêcher la paire de retester les niveaux historiquement bas de l'an dernier.

La livre sterling est retombée sur ses niveaux de mars, à 1,21 USD. Les effets conjugués d'une faible dynamique conjoncturelle, d'une inflation moindre que prévu et de la pause décidée dans la foulée par la BoE ont pesé sur la livre.

Après la décision inattendue de la BNS de maintenir ses taux à 1,75%, l'USD-CHF a franchi les 0,92. Outre la posture agressive de la Fed, les paris sur la fin du cycle de resserrement de la BNS ont soutenu la paire.

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 30/09/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Fin août, une extension des coupes de production a été orchestrée par l'OPEP+, propulsant les prix du pétrole à des niveaux inégalés depuis près d'un an, le Brent dépassant \$95. Les craintes grandissantes concernant la croissance mondiale, notamment à cause de situation en Chine et en Europe, ont été contrebalancées par les réductions volontaires drastiques de la production de la Russie et de l'Arabie saoudite. Tout cela a alimenté les projections d'un Brent dépassant \$100 d'ici la fin de l'année.

La dynamique est pour l'heure manifestement imposée par les pays producteurs plutôt que par la demande, l'AIE accusant l'OPEP+ de « bloquer les marchés pétroliers mondiaux dans une situation de déficit substantiel ».

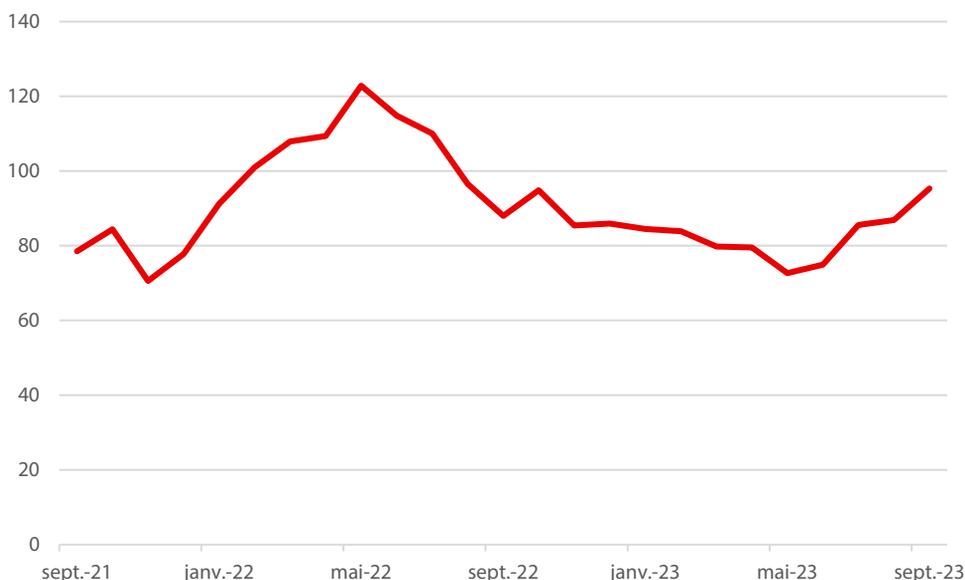
Une telle hausse des prix des matières premières constitue une menace sérieuse pour la croissance des économies développées et pèsera sans nul doute dans la balance lorsque les banquiers centraux se réuniront ces prochains mois.



La dynamique est pour l'heure manifestement imposée par les pays producteurs plutôt que par la demande

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 30/09/2023

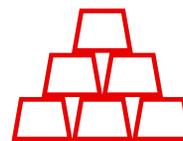
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

La Fed ayant atténué les attentes de fortes baisses des taux d'intérêt l'an prochain, l'or est retombé nettement en dessous du seuil de 1900. Un dollar américain fort, des rendements des bons du Trésor à 10 ans qui ont atteint un niveau record sur 16 ans, et des taux réels en hausse sont de puissants vents contraires pour les prix de l'or.

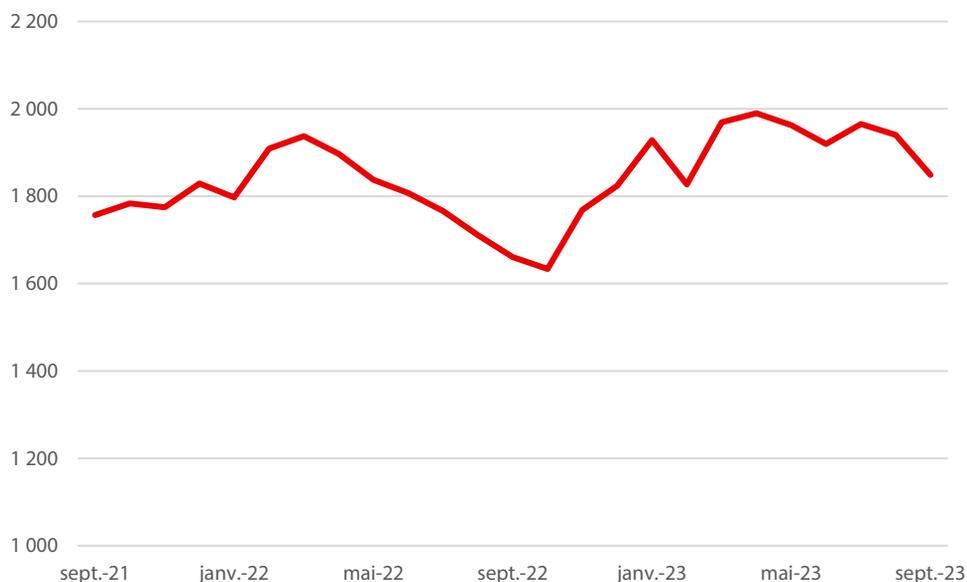
La conjonction de forces structurelles pèse clairement sur l'or, mais une récession conduirait probablement le métal jaune à repasser à nouveau au-dessus de USD 2'000.



Un dollar américain fort, des rendements des bons du Trésor à 10 ans qui ont atteint un niveau record sur 16 ans, et des taux réels en hausse sont de puissants vents contraires pour les prix de l'or

OR

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS

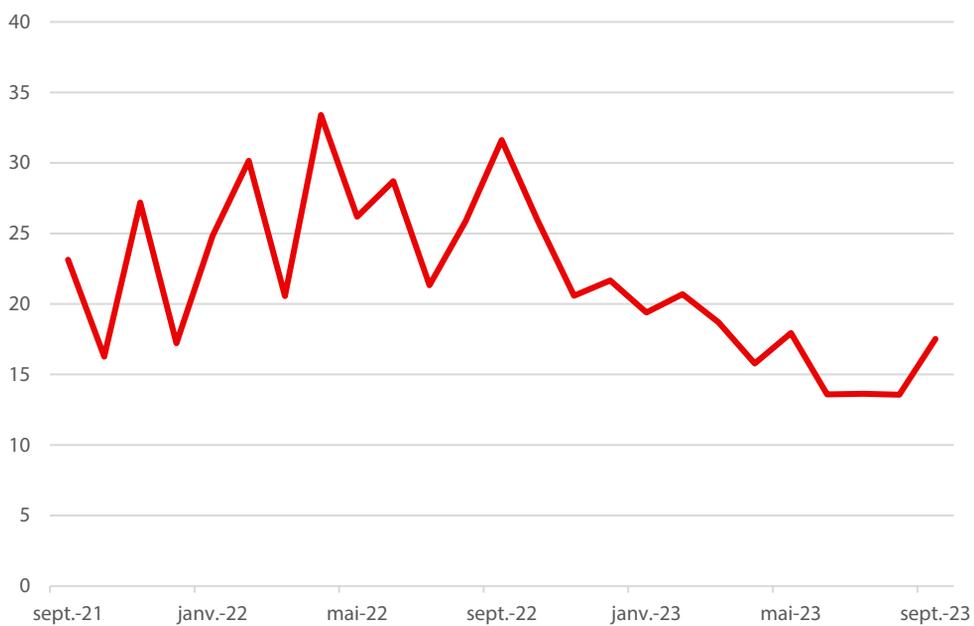


Source : Bloomberg, 30/09/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
2-oct.	Etats-Unis	PMI manufacturier	sept.-23	47,6
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	oct.-23	43,4
	Zone euro	Taux de chômage	août-23	6,4
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	oct.-23	44,2
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	oct.-23	48,5
	Suisse	PMI manufacturier	oct.-23	44,9
3-oct.	Suisse	Inflation	sept.-23	1,6
4-oct.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	sept.-23	54,5
	Zone euro	PMI services Markit	oct.-23	48,4
	Royaume Uni	PMI services Markit	oct.-23	47,2
6-oct.	Etats-Unis	Emplois	sept.-23	187,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	sept.-23	3,8
	Suisse	Taux de chômage	sept.-23	2,1
9-oct.	Allemagne	Production industrielle	août-23	-0,8
11-oct.	Etats-Unis	Minutes de la Fed	mars-24	
12-oct.	Etats-Unis	Inflation	sept.-23	3,7
13-oct.	Etats-Unis	Confiance des ménages	oct.-23	68,1
	Chine	Exportations	sept.-23	-8,8
	Chine	Inflation	sept.-23	0,1
	Zone euro	Production industrielle	août-23	-1,1
16-oct.	Japon	Production industrielle	sept.-23	0,0
17-oct.	Etats-Unis	Production industrielle	sept.-23	0,4
	Royaume Uni	Taux de chômage	août-23	4,3
18-oct.	Chine	Ventes au détail	sept.-23	4,6
	Chine	Croissance du PIB	sept.-23	6,3
	Chine	Production industrielle	sept.-23	3,9
	Royaume Uni	Inflation	sept.-23	6,7
19-oct.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	oct.-23	-13,5
25-oct.	Allemagne	Climat des affaires ifo	oct.-23	85,7
26-oct.	Etats-Unis	Croissance du PIB	sept.-23	2,1
	Zone euro	Réunion de la BCE	oct.-23	4,0
30-oct.	Suisse	Indicateur avancé Kof	oct.-23	95,9
31-oct.	Zone euro	Inflation	oct.-23	4,3
	Zone euro	Croissance du PIB	sept.-23	0,1
	France	Croissance du PIB	sept.-23	0,5
	Allemagne	Croissance du PIB	sept.-23	0,0
	Italie	Croissance du PIB	sept.-23	-0,4
	Japon	Réunion de la Banque du Japon	oct.-23	-0,1



Financière des Victoires
75 Boulevard Haussmann
75008 Paris
is@financieredesvictoires.com
Tel : 01 47 57 00 94
www.financieredesvictoires.com

Document achevé de rédiger le 30 septembre 2023.

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.