



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des
marchés financiers et
perspectives

Septembre 2022

MACROECONOMIE

Le rebond marqué des marchés actions cet été semble avoir atteint un pic mi-Août, les investisseurs se réorientant vers une réalité macroéconomique morose.

Aux États-Unis, l'activité immobilière continue à fléchir, les ventes de logements neufs ayant chuté de 12,6 % en juillet, ce qui, avec l'augmentation de l'offre, laisse présager une baisse des prix en perspective. L'immobilier représentant environ la moitié du patrimoine de 90 % de la population américaine, ce n'est qu'une question de temps avant que le ralentissement du cycle immobilier ne se traduise par une baisse plus généralisée de la demande des ménages. L'indice PMI flash des services du mois d'août qui s'est établi à 44,1, soit son niveau le plus faible depuis mai 2020, confirme assurément cette tendance.

La résilience du marché du travail jusqu'à présent contredit l'idée que les États-Unis pourraient déjà être en récession malgré deux trimestres consécutifs de croissance négative du PIB enregistrés au cours du premier semestre. Mais la probabilité d'une récession légère au cours des 12 prochains mois est élevée, environ 50 %, car il semble difficile pour une inflation si élevée de baisser plus vite que la croissance, obligeant les membres de la Fed à adopter une politique monétaire restrictive. Nous pensons que la Fed relèvera ses taux à 3,5 %-4 % d'ici fin 2022 ou début 2023. Par la suite, des baisses de taux ne devraient pas intervenir avant fin 2023, car une pause prolongée en territoire restrictif sera nécessaire pour ramener l'inflation à l'objectif.



LES ETATS-UNIS POURRAIENT ENTRER EN LÉGÈRE RÉCESSION DANS LES 12 PROCHAINS MOIS, TANDIS QU'UNE RÉCESSION EUROPÉENNE PLUS SÉVÈRE EST À PRÉVOIR DANS UN AVENIR PLUS PROCHE

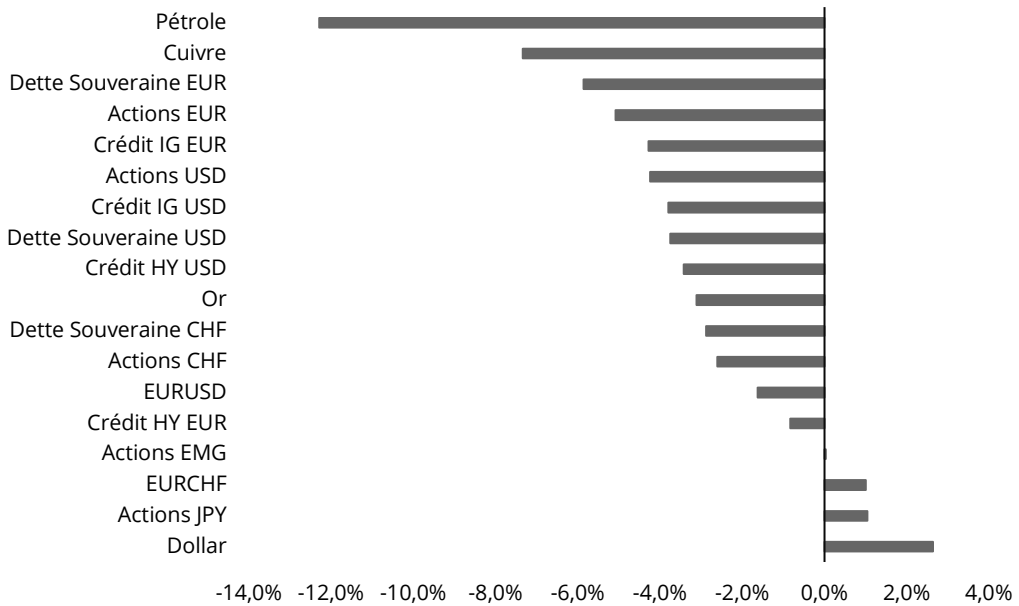


Entre-temps, une récession en Europe est désormais largement considérée comme « le scénario central ». La crise du coût de la vie sera difficile à surmonter en raison de la dépendance énergétique extérieure, une grave sécheresse estivale a entraîné un effondrement des niveaux d'eau et l'Italie est entrée dans un nouveau cycle politique volatil. L'inflation devant culminer au-dessus de 10 % dans la zone euro, la BCE est bien partie pour à nouveau fortement relever ses taux en septembre, avec 75 points de base désormais envisagés. Alors que les marchés tablent sur un pic à environ 2,2 % mi-2023, nous pensons que la BCE sera freinée par une récession, juste au-dessus des 1 %.

Enfin, la Chine contribue largement au ralentissement mondial, car les leviers budgétaires et monétaires habituels pour relancer la croissance sont plus difficiles à exploiter cette fois-ci. Une inflation atone, une faible croissance du crédit, des ventes au détail décevantes et un ralentissement marqué de l'immobilier sont autant d'indices d'un manque évident de demande intérieure, le talon d'Achille de l'économie chinoise.

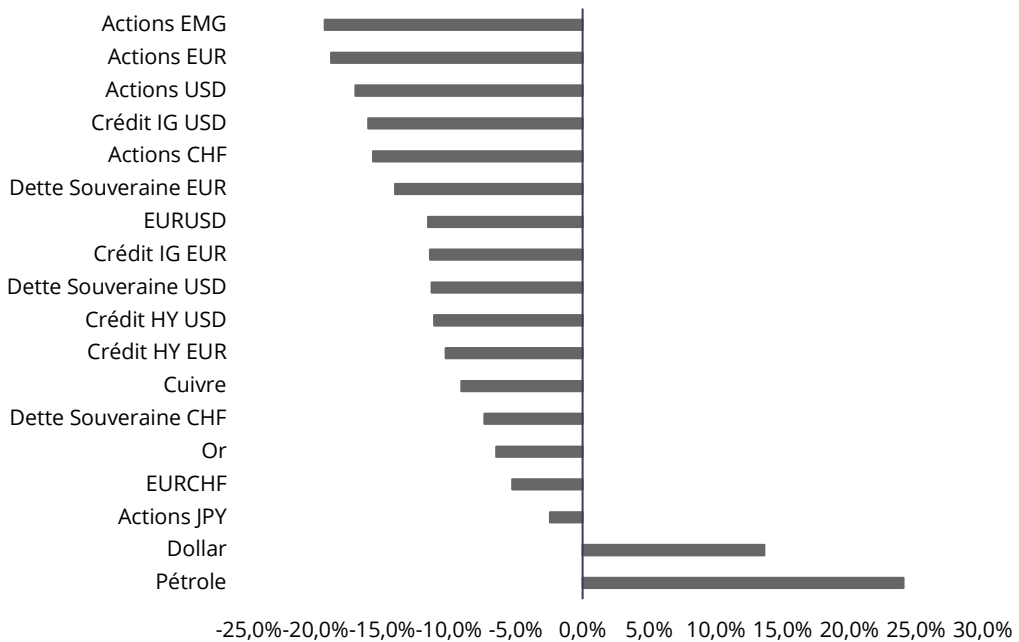
PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, du 29/07/2022 au 31/08/2022

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



Source : Bloomberg, 31/08/2022

MACROECONOMIE (suite)

Bien que la banque centrale chinoise ait surpris les marchés en baissant ses taux directeurs en août, et que le Premier ministre Li Keqiang ait exhorté les provinces à intensifier les mesures de soutien à la croissance, il est peu probable que la demande intérieure rebondisse de manière décisive. La politique zéro Covid devrait au moins perdurer jusqu'au 20e Congrès du Parti en octobre. La croissance chinoise est de nouveau revue à la baisse à environ 3 % en 2022.



Dans l'ensemble, même si l'inflation va fléchir à mesure que la demande se tasse, que l'offre se normalise et que les responsables politiques restent déterminés, éviter des périodes de récession semble particulièrement difficile.

Un consensus sur la récession à venir

MARCHÉS ACTIONS

Même si nous restons prudents vis-à-vis des marchés actions, nous reconnaissons que le positionnement atteint déjà des niveaux extrêmes, en particulier en Europe où l'intérêt vendeur a atteint le 95e centile de l'Estoxx 50 et a dépassé les plus bas de mars 2020 sur le DAX.



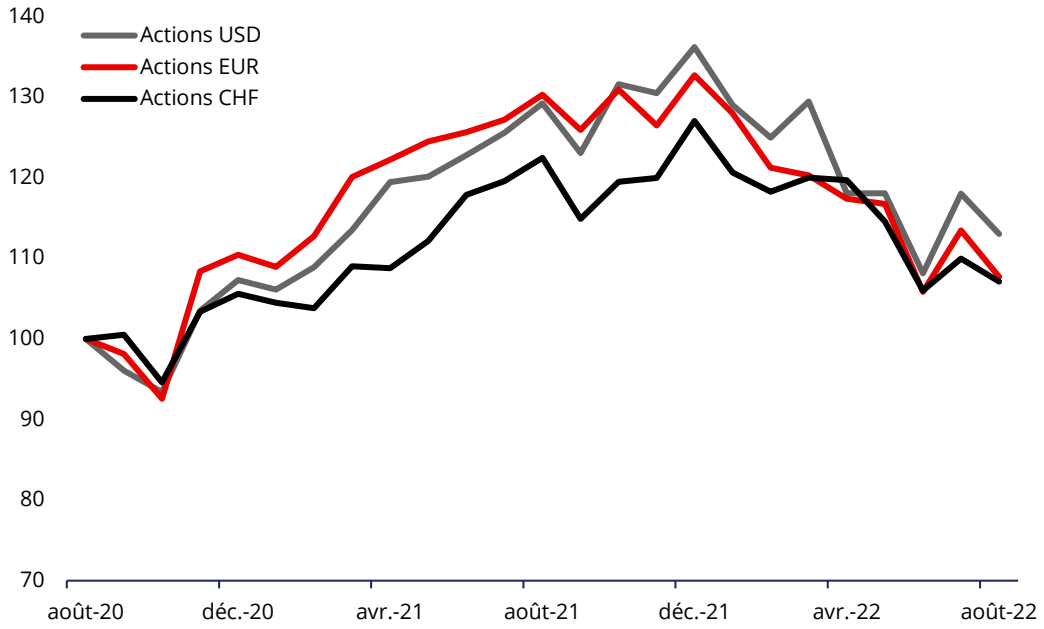
Indices actions exposés à une reprise à court terme, mais il est trop tôt pour ajouter du risque

Par conséquent, les indices actions sont exposés à des reprises à court terme, mais nous pensons qu'il est encore trop tôt pour renforcer le risque, car nous n'avons pas encore observé la véritable capitulation qui a marqué les précédentes récessions.

Nous maintenons donc une approche plus défensive via des stratégies à faible bêta et attendons que les indices PMI aient atteint un plancher pour être plus agressifs vis-à-vis des valeurs cycliques.

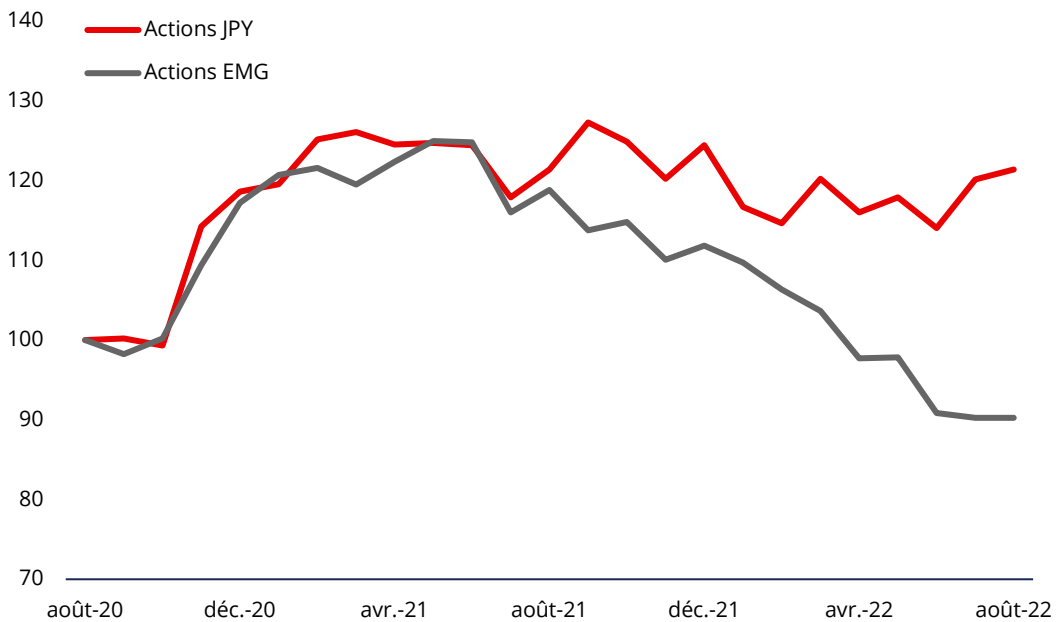
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/08/2022

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/08/2022

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Les rendements des obligations d'État sont repartis à la hausse tandis que le taux terminal a été ramené à l'extrémité supérieure de la fourchette, le ton des banques centrales restant ferme malgré des discussions croissantes concernant un pivotement de la Fed au cours de l'été.

La courbe des bons du Trésor américain 2 à 10 ans a atteint son niveau le plus inversé du cycle, juste sous la barre des -50 points de base, avant de revenir à l'équilibre en fin de mois. Malgré la remontée des rendements, la volatilité des taux d'intérêt ne subit pas le type de pics observé au deuxième trimestre, car les risques liés à la politique monétaire et à l'inflation sont considérés comme étant plus faibles. En effet, les points morts d'inflation continuent à dégringoler, conformément à l'évolution des prix des matières premières et d'autres indicateurs avancés d'inflation. Les taux réels se retrouvent donc à leurs niveaux les plus hauts du cycle alors que la prime de risque d'inflation atteint des niveaux élevés.

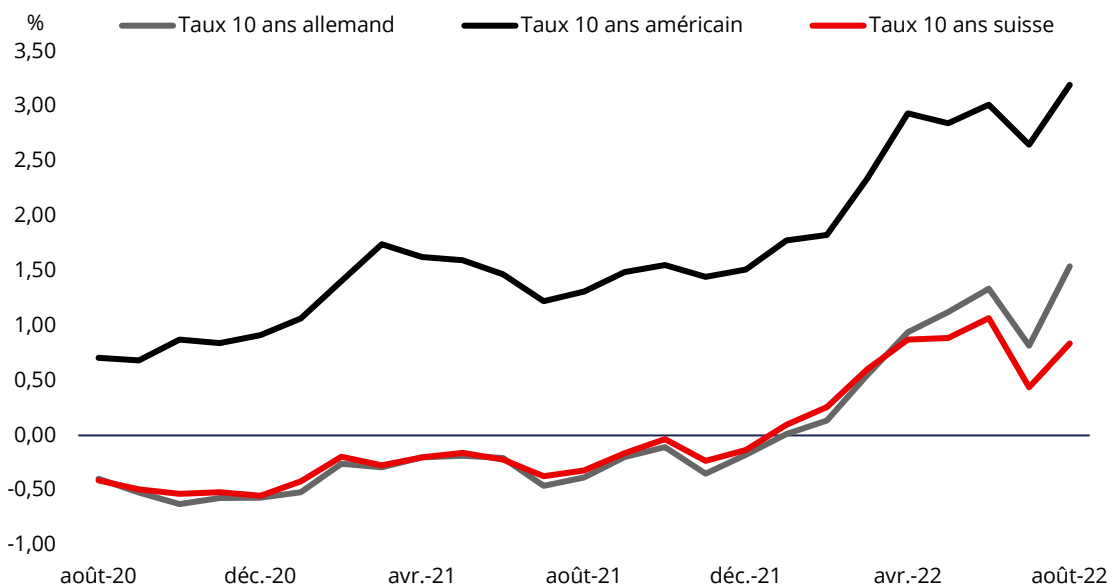
Les spreads de crédit se sont écartés pour retrouver leurs niveaux les plus élevés de l'année en raison de l'affaiblissement de la dynamique des actifs risqués et de la dégradation des perspectives économiques. Alors que le marché primaire du haut rendement reste fermé, le volume d'émissions financières a atteint un niveau record en août, car ce segment reste fondamentalement attrayant pour les investisseurs sur toute la structure du capital. Bien que de tels volumes dans un environnement technique difficile puissent conduire à une indigestion à court terme, le secteur offre l'un des meilleurs profils rendement/risque des marchés mondiaux du crédit.



LES VALEURS FINANCIÈRES OFFRENT L'UN DES MEILLEURS PROFILS RENDEMENT/RISQUE DES MARCHÉS MONDIAUX DU CRÉDIT



RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



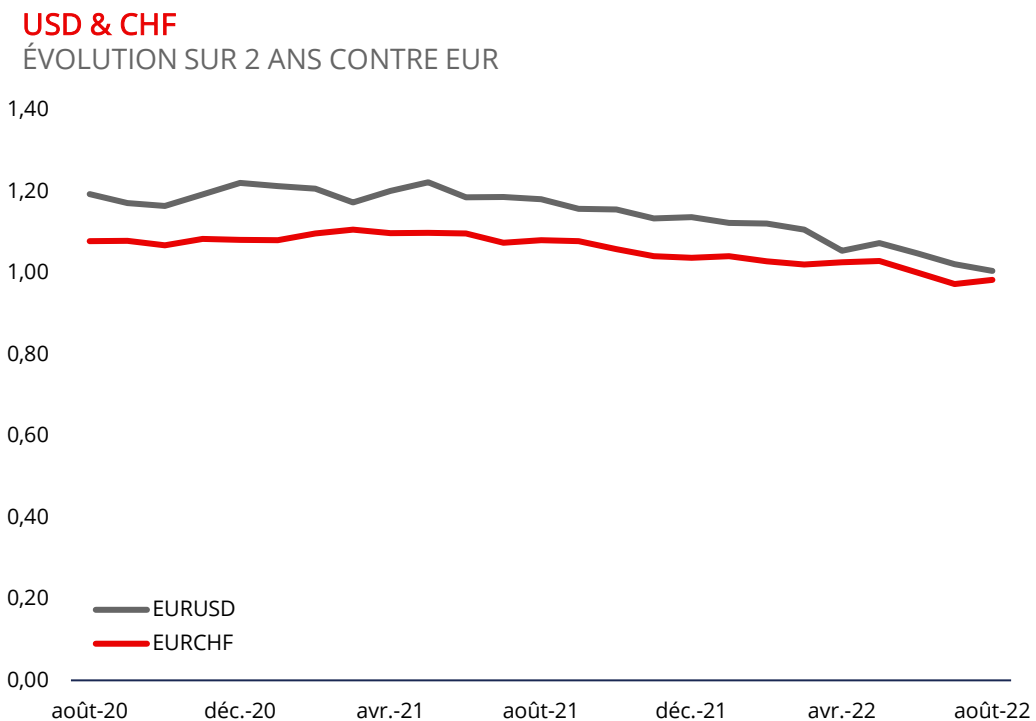
Source : Bloomberg, 31/08/2022

DEVISES

Le dollar américain a repris sa tendance haussière en août, l'indice Bloomberg Dollar Spot atteignant de nouveaux sommets, alors que la Fed lutte vigoureusement contre l'inflation et que la croissance mondiale ralentit inexorablement.

Alors que l'euro sous la parité intègre déjà beaucoup de mauvaises nouvelles, la réduction des flux de gaz et les risques d'une contraction plus profonde et plus longue de l'Europe signifient que le facteur déclencheur d'un rebond décisif est incertain, et n'est vraisemblablement pas en place à court terme.

Le yen est maintenant à son plus bas niveau depuis plus de trois décennies par rapport au dollar américain, alors que la divergence des politiques monétaires et la hausse des prix de l'énergie pèsent sur la devise nippone. Ces facteurs devraient désormais s'estomper. Un pivotement de la Fed et un ralentissement de l'économie mondiale pourraient finir par entraîner une réévaluation du yen.



Source : Bloomberg, 31/08/2022

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Le pétrole est resté volatil, avec une tendance baissière en août : les effets positifs sur les prix d'une production limitée étant concurrencés par l'impact négatif du ralentissement de la croissance du PIB et de la demande. Les perspectives à moyen terme restent baissières.

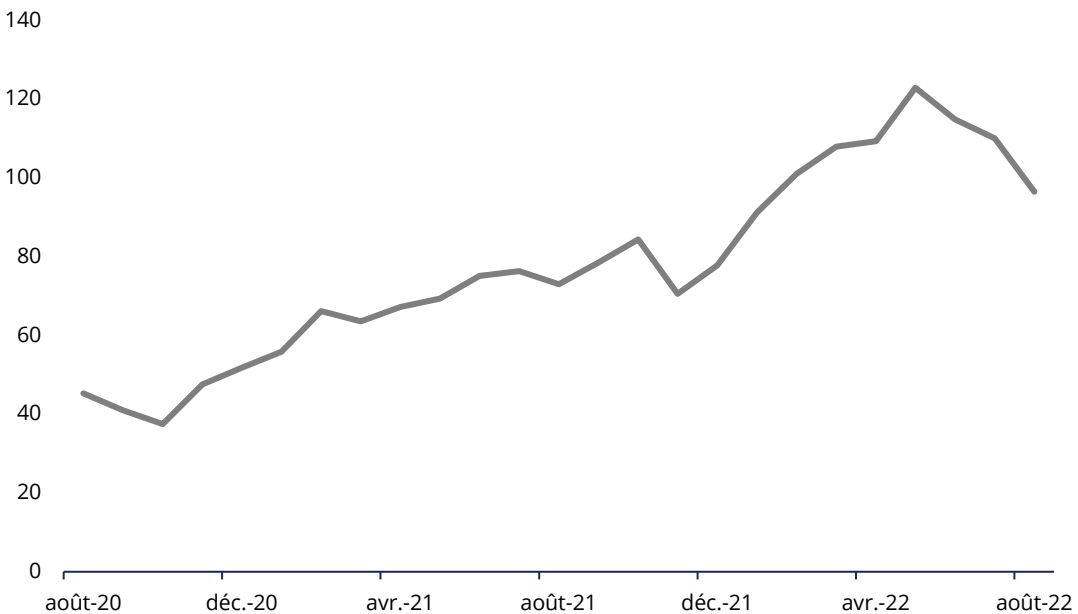
Alors que les prix du gaz en Europe ont baissé par rapport à leurs niveaux les plus hauts du mois d'août grâce à des stocks supérieurs à la moyenne, l'annonce du 2 septembre selon laquelle une fuite contraindrait le gazoduc de Gazprom à rester fermé a généré de nouvelles pressions haussières sur les prix. L'incertitude concernant les approvisionnements en gaz continuera de menacer la croissance européenne, tandis que les gouvernements s'efforcent d'éviter une catastrophe énergétique hivernale.



Contexte concurrentiel

PÉTROLE

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 31/08/2022

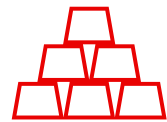
MATIÈRES PREMIÈRES

OR

L'or a enregistré une baisse en août avec la vigueur du dollar, la hausse des taux réels et le durcissement du ton de la Fed.

Même si ces facteurs devraient continuer à jouer à court terme, il est peu probable qu'ils s'intensifient beaucoup à partir de maintenant, laissant la baisse de l'or relativement limitée à ce stade.

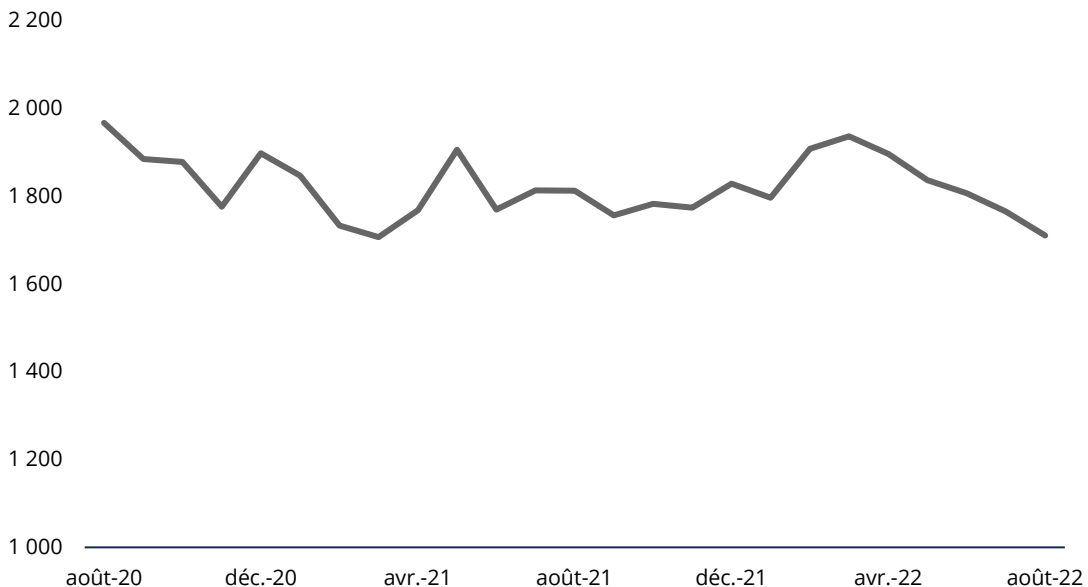
Cela dit, des taux réels plus bas augmenteraient l'avantage relatif à détenir de l'or, et seraient un signal positif pour augmenter l'exposition au métal jaune.



Plage de variation

OR

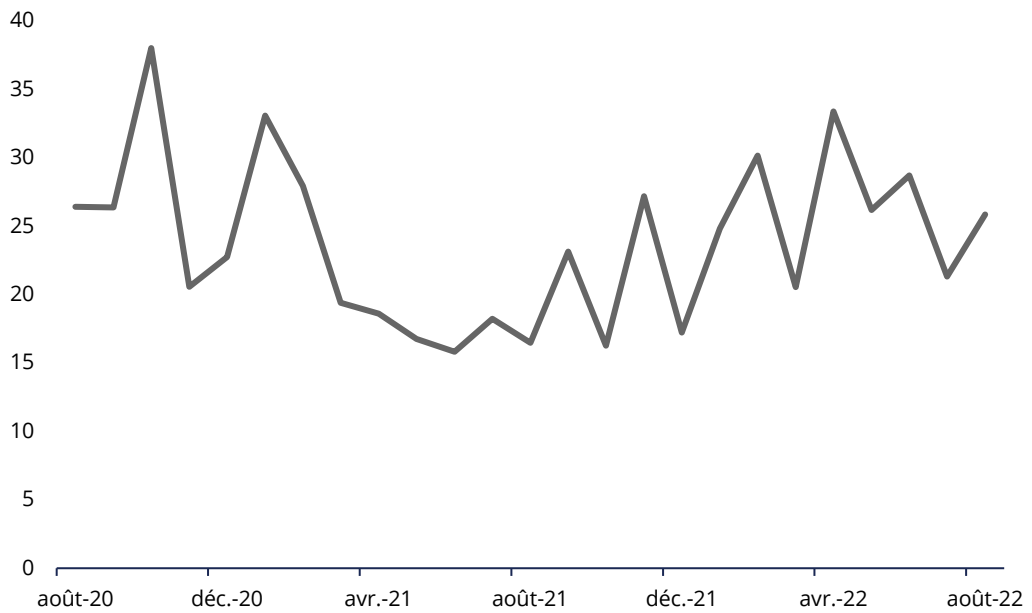
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/08/2022

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ - INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/08/2022

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
2-sept.	Etats-Unis	Emplois	sept.-22	315,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	sept.-22	3,7
5-sept.	Zone euro	PMI services Markit	sept.-22	50,2
	Royaume Uni	PMI services Markit	sept.-22	52,5
	Suisse	Croissance du PIB	juin-22	0,5
6-sept.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	août-22	56,7
7-sept.	Chine	Exportations	août-22	18,0
	Zone euro	Emploi	sept.-22	0,3
	Zone euro	Croissance du PIB	sept.-22	0,6
	Allemagne	Production industrielle	juil.-22	0,4
8-sept.	Zone euro	Réunion de la BCE	août-22	0,0
	Japon	Croissance du PIB	sept.-22	2,2
	Suisse	Taux de chômage	août-22	2,2
9-sept.	Chine	Inflation	août-22	2,7
13-sept.	Etats-Unis	Inflation	août-22	8,5
	Royaume Uni	Taux de chômage	juil.-22	3,8
14-sept.	Zone euro	Production industrielle	juil.-22	0,7
	Royaume Uni	Inflation	août-22	10,1
	Japon	Production industrielle	août-22	1,0
15-sept.	Etats-Unis	Production industrielle	août-22	0,6
	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	sept.-22	6,2
	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	oct.-22	1,8
16-sept.	Etats-Unis	Confiance des ménages	sept.-22	58,2
	Chine	Ventes au détail	août-22	2,7
	Chine	Production industrielle	août-22	3,5
21-sept.	Etats-Unis	Réunion de la Fed	août-22	2,5
22-sept.	Japon	Réunion de la Banque du Japon	août-22	-0,1
	Suisse	Réunion de la Banque Nationale Suisse	juil.-22	-0,3
23-sept.	Zone euro	PMI manufacturier Markit	sept.-22	49,6
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	sept.-22	47,3
26-sept.	Allemagne	Climat des affaires ifo	sept.-22	88,5
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	sept.-22	51,5
29-sept.	Etats-Unis	Croissance du PIB	sept.-22	-0,6
30-sept.	Chine	PMI manufacturier Caixin	sept.-22	49,5
	Zone euro	Inflation	sept.-22	9,1
	Zone euro	Taux de chômage	août-22	6,6
	Royaume Uni	Croissance du PIB	sept.-22	-0,1
	Suisse	Indicateur avancé Kof	sept.-22	86,5



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.