



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Septembre 2023

MACROÉCONOMIE

Le point marquant sur août a été le sommet de Jackson Hole, très attendu par tous, avec un discours de Powell censé donner plus d'indices quant à la manière dont la Fed entend gérer la récente résilience de l'économie américaine.

De fait, la plupart des données publiées au cours du mois écoulé ne semblent toujours pas compatibles avec l'idée d'une récession imminente.

Certes, les données dites « subjectives » pointent toujours vers un affaiblissement. Les indices ISM pour le mois de juillet ont déçu, la composante manufacturière (46,4) s'inscrivant en territoire de contraction et celle des services (52,7) tombant en dessous des attentes. De même, l'indice PMI manufacturier pour le mois d'août a reculé de 49 à 47, tandis que celui des services s'est replié à 51.

Pour l'heure, les données concrètes continuent cependant de conforter les partisans de la thèse d'un « atterrissage en douceur ». Le marché de l'emploi se calme mais résiste : les effectifs non agricoles ont augmenté moins que prévu en juillet, mais toujours de manière robuste, avec 187'000 postes créés, tandis que la progression enregistrée en juin a été revue à la baisse, passant de 209'000 à un chiffre toujours élevé de 185'000. Le fait que les salaires horaires moyens soient restés inchangés à 4,4% en glissement annuel, alors qu'une décélération était attendue, est une moins bonne nouvelle pour la Fed. Cela dit, les chiffres de juillet sur l'inflation ont apporté un certain soulagement sur ce front, avec un IPC global en recul et inférieur aux attentes, à 3,2% en glissement annuel, tandis que le sous-jacent a faibli comme prévu de 4,8% à 4,7%.



LES MEMBRES DE LA FED SE MÉFIENT TANT DES RISQUES DE REPLI DE LA CROISSANCE QUE DES RISQUES DE REMONTÉE DE L'INFLATION.

Dans ce contexte optimiste – mais périlleux – la Fed a adopté un ton prudent. La publication du compte rendu de la réunion du FOMC en juillet a indiqué que les membres de la Fed se méfient tant des risques de repli de la croissance que des risques de remontée de l'inflation.

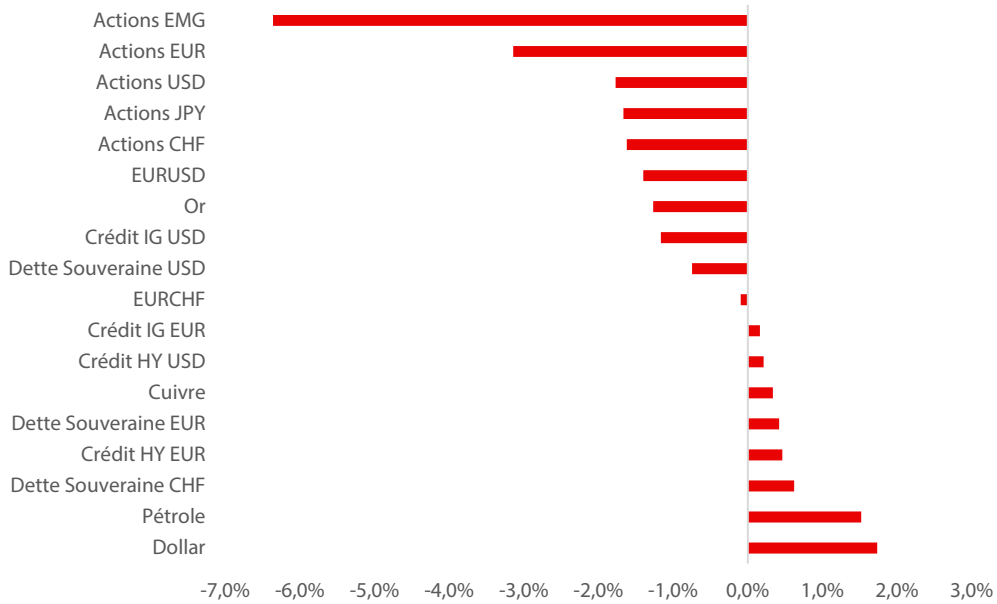
Sur le front de la croissance, les délais de transmission avec lesquels les conditions restrictives impactent l'économie restent très incertains : « Les participants ont noté un degré élevé d'incertitude concernant les effets cumulatifs sur l'économie des resserrements monétaires passés ».

S'agissant de l'inflation, « les participants ont cité des risques haussiers sur l'inflation, y compris ceux associés à des scénarios dans lesquels les récentes améliorations des chaînes d'approvisionnement et les tendances favorables des prix des matières premières ne se poursuivraient pas ou dans lesquels la demande globale ne ralentirait pas dans une mesure suffisante pour rétablir la stabilité des prix au fil du temps ».

À Jackson Hole, Jerome Powell s'est exprimé de manière équilibrée, mais a soulevé des préoccupations potentielles quant à la reprise de la croissance et les tensions sur le marché de l'emploi. Il a évité de prendre parti sur le niveau du taux d'intérêt neutre R^* mais, ce faisant, n'a pas exclu la possibilité que celui-ci soit plus élevé que par le passé. Cela impliquerait des taux durablement plus élevés que ce qui est actuellement attendu par les marchés, lesquels prévoient des baisses de taux dès le premier semestre 2024.

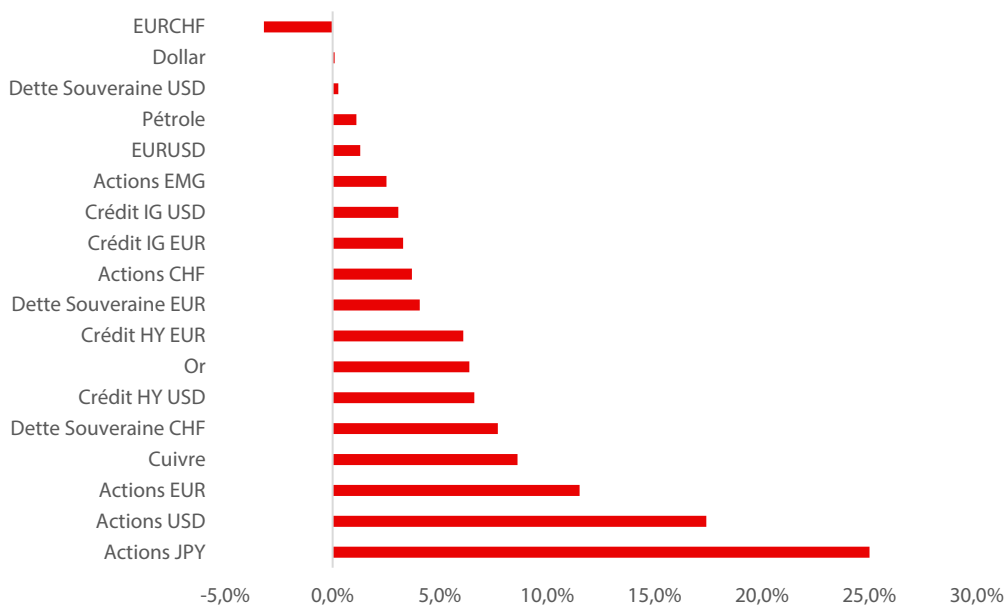
PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 31/08/2023

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



Source : Bloomberg, 31/08/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Dans le même temps, la dynamique de croissance de la zone euro reste extrêmement médiocre. Les indices PMI préliminaires pour le mois d'août ont été globalement faibles, celui du secteur manufacturier progressant d'un point pour atteindre un niveau toujours très bas de 43,7, tandis que celui des services s'est fortement contracté pour la première fois de cette année, passant de 50,9 à 48,3, ce malgré la résilience du tourisme dans les pays périphériques qui continue de doper l'activité.

Comme prévu, l'inflation sous-jacente a faibli en août de 5,5% à 5,3% en glissement annuel, un niveau qui reste bien trop élevé pour la BCE, mais les indicateurs avancés continuent d'augurer d'une désinflation marquée à venir, avec notamment une croissance annuelle de la masse monétaire M3 en territoire négatif pour la première fois depuis décembre 2009.

Dans ce contexte, et compte tenu de l'incertitude autour des délais de transmission de la politique monétaire, la possibilité que la BCE ait déjà trop serré la vis n'est pas si négligeable.

MARCHÉS ACTIONS

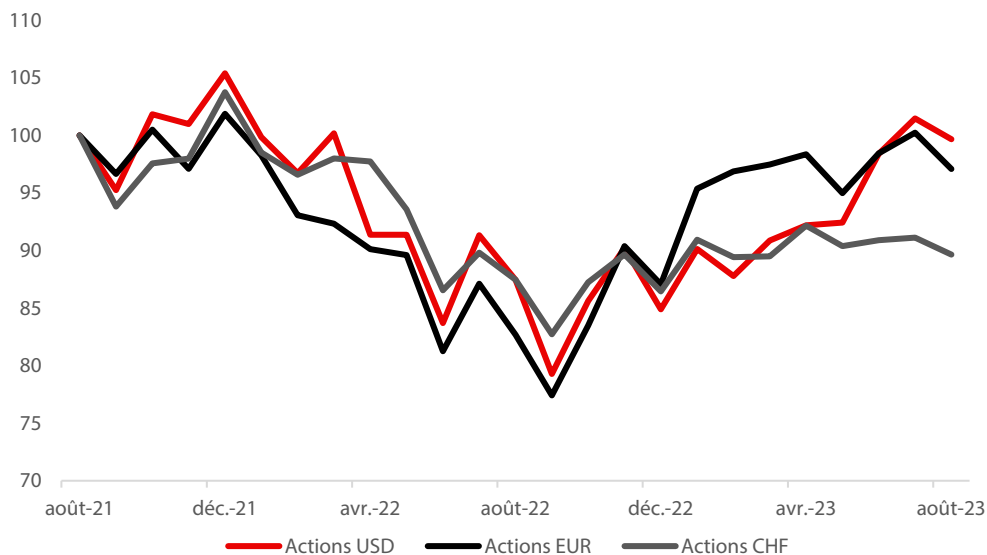
Le mois d'août s'est avéré être un mois « risk off », les actions et les obligations ayant toutes deux chuté et le portefeuille 60:40 ayant connu sa plus forte baisse depuis février. Les inquiétudes concernant les largesses budgétaires dans un contexte de croissance plus forte que prévu aux États-Unis ont poussé les rendements réels vers des sommets cycliques, ce qui a nui aux actions et à l'espace technologique. Dans le même temps, les actions du reste du monde ont connu une situation plus difficile en raison de la détérioration du flux de données en Europe et en Chine. Le crédit a également enregistré des pertes, mais s'est mieux comporté que les actions, et les spreads ne se sont pas beaucoup écartés. Des données américaines plus solides et des rendements plus élevés par rapport aux inquiétudes concernant la croissance dans le reste du monde ont stimulé le dollar, mais cela n'a pas empêché les matières premières d'enregistrer des rendements positifs. Le calme est revenu à la fin du mois, la baisse des données américaines ayant contribué à stabiliser le marché des taux et la Chine ayant intensifié ses mesures de relance, les actions ont réussi à limiter leurs pertes.

Le mois d'août s'est avéré être un mois « risk off »

Le leadership sectoriel a été largement orienté vers les défensives, avec des secteurs tels que la santé et les services de communication qui se sont bien comportés. La faiblesse des données sur l'activité en dehors des États-Unis et les inquiétudes concernant la demande chinoise ont entraîné une sous-performance des secteurs de l'industrie et des matériaux. Malgré une nouvelle bonne série de chiffres de Nvidia, qui a soutenu le thème de l'intelligence artificielle, l'espace technologique dans son ensemble a sous-performé en raison de la hausse des taux réels et des niveaux de positionnement élevés. Les valeurs financières ont été affectées par les gros titres sur la taxe bancaire italienne et les dégradations de notation des banques américaines, mais ont réussi à se comporter comme l'ensemble du marché en Europe. Dans le même temps, la résistance des prix du pétrole a permis à l'énergie d'enregistrer la plus forte surperformance.

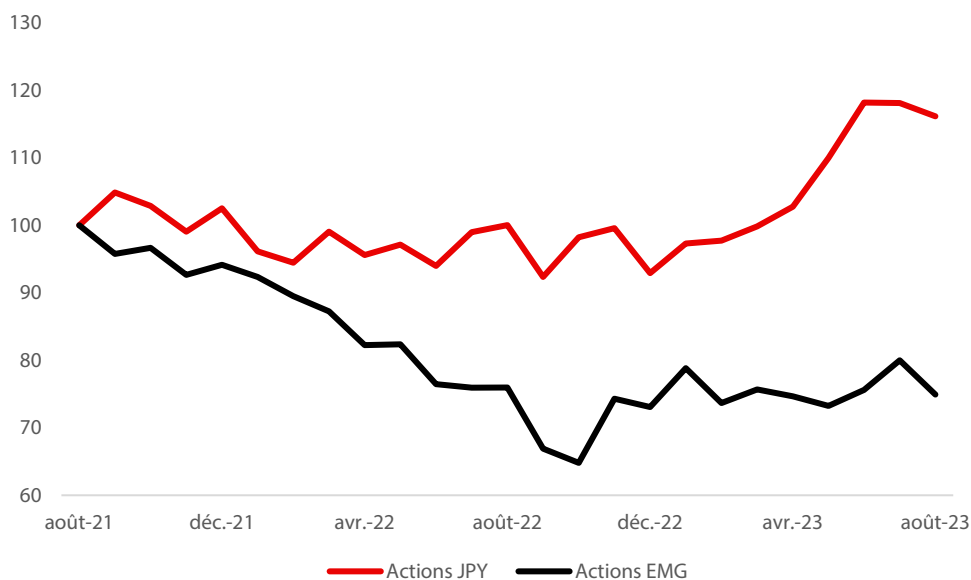
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/08/2023

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/08/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Cette année, le sommet de Jackson Hole s'est avéré moins intéressant que les précédents, car les banquiers centraux ont mis l'accent sur la dépendance aux données, maintenant que la politique monétaire a atteint des niveaux restrictifs. Il n'y a logiquement pas eu de révisions à la hausse du taux d'intérêt neutre ou de l'objectif d'inflation.

Les indicateurs avancés continuent de signaler un ralentissement plus significatif des dépenses de consommation et de l'emploi dans les mois à venir, fournissant le contexte fondamental d'une probable pentification et baisse des rendements obligataires souverains.

Les spreads de crédit se sont écartés modérément avant l'augmentation des volumes d'émission en septembre et dans le contexte macroéconomique plus faible.

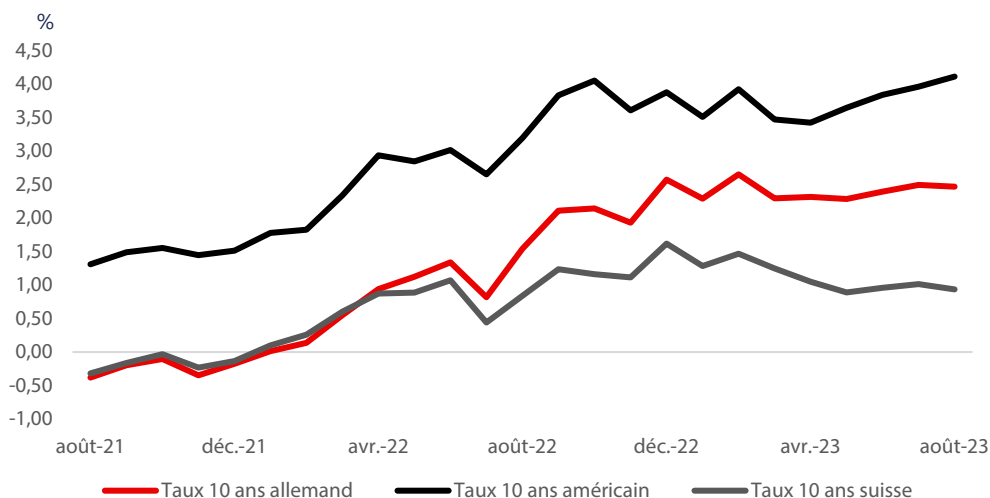
Les courbes de rendements des obligations d'État se sont pentifiées en août, les bons du Trésor américain sous-performant les obligations d'État européennes en raison de la divergence des performances économiques, les données américaines étant restées plus résilientes que prévu au cours de l'été.

L'essentiel du refinancement TLTRO étant terminé avec un préfinancement important au premier semestre, les volumes d'émission devraient diminuer au second semestre pour la partie senior de la structure du capital. Les émissions d'AT1 devraient reprendre après le ralentissement consécutif à la dépréciation de l'AT1 de Crédit Suisse à 0.



LES COURBES DE RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT SE SONT PENTIFIÉES EN AOÛT.

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/08/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

Depuis le début de l'année, la paire EUR-USD oscille autour de 1,08, dans une plage de 1,05 à 1,11.

À court terme, des forces contradictoires font qu'il est difficile de parier sur une forte directionnalité pour la paire EUR-USD.

Le fait que les marchés repoussent dans le temps leurs anticipations de baisses des taux américains soutient le dollar par rapport à l'euro, d'autant que la posture agressive de la BCE est déjà intégrée dans les cours et que la dynamique de croissance se détériore dans la zone euro. En outre, le dollar a tendance à surperformer en période de récession.

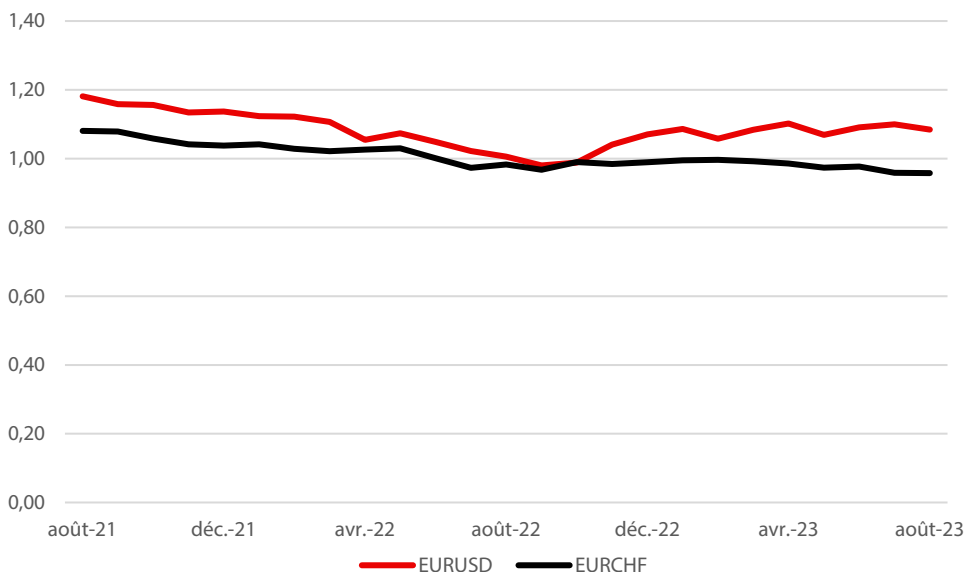
Cela dit, si l'on prend un peu de recul, et de manière plus structurelle, le dollar demeure surévalué sur la base de la parité du pouvoir d'achat (PPA), et la juste valeur de l'EUR-USD est probablement plus proche de 1,15, ce qui limite le risque baissier et devrait empêcher la paire de retomber aux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

Malgré la saga du Crédit Suisse, le CHF s'est renforcé contre l'EUR depuis le début de l'année grâce aux signaux agressifs de la BNS, qui « vise » implicitement une monnaie plus forte lorsqu'il s'agit de lutter contre l'inflation importée, principalement en vendant des réserves de change. En outre, le statut de valeur refuge du CHF devrait continuer à soutenir la paire. Ceci étant, la paire EUR-CHF frôle son plus bas niveau depuis plus de 20 ans, limitant vraisemblablement le potentiel de hausse du CHF par rapport à l'EUR.

Enfin, à un horizon de 12 à 18 mois, le JPY présente probablement un important potentiel d'appréciation. Le recul du yen depuis début 2022 est entièrement imputable à la divergence des politiques monétaires entre le Japon et le reste du monde, laquelle finira par s'estomper. Le yen tend aussi à surperformer en période de ralentissement mondial.

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 31/08/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Les cours du pétrole restent tiraillés entre les forces concurrentes d'une offre limitée et d'une croissance mondiale ralentie.

Du côté de l'offre, les actions de l'OPEP, notamment l'annonce début avril d'une réduction inattendue de la production, devraient mettre un plancher sous les prix du pétrole, probablement autour de 70\$.

Du côté de la demande, il est désormais clair que la Chine ne portera pas les prix de l'énergie vers de nouveaux sommets, tandis que les risques de ralentissement conjoncturel mondial plus prolongé déclencheront probablement des pressions à la vente dès lors que les prix du pétrole dépasseront trop durablement les 90\$.

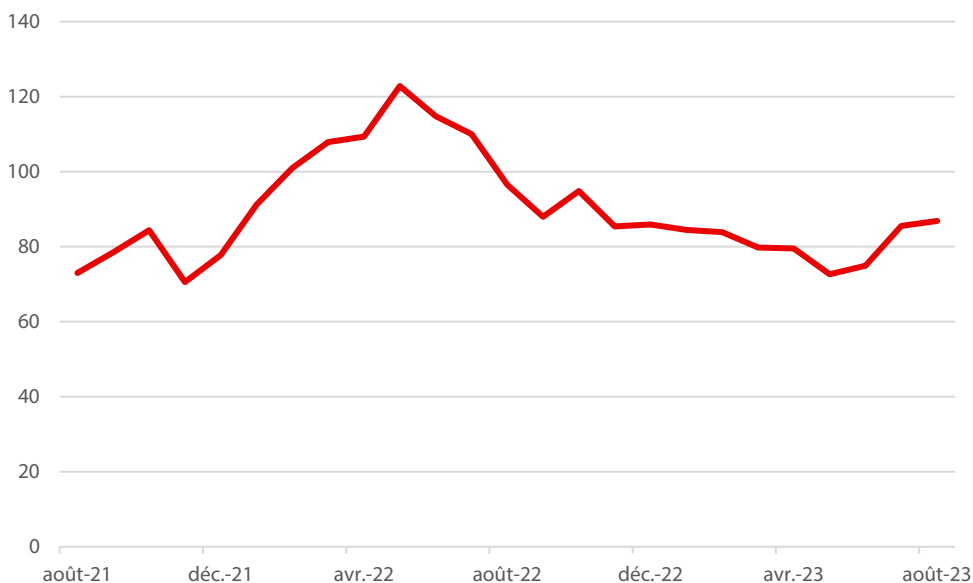
Ainsi, nous nous attendons à ce que les prix du pétrole évoluent dans une fourchette d'environ 70\$ à 90\$ au cours des prochains trimestres.



Nous nous attendons à ce que les prix du pétrole évoluent dans une fourchette d'environ 70\$ à 90\$ au cours des prochains trimestres.

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 31/08/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

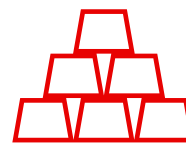
MATIÈRES PREMIÈRES

OR

L'or a été volatil depuis le début de l'année, hésitant entre l'anticipation d'une récession avec son éventuel cortège de baisses des taux, et l'anticipation de pressions monétaires persistantes de la part des banques centrales face à une économie toujours résiliente.

L'or a déjà effacé une grande partie de son mouvement haussier entre janvier et mai, qui l'avait vu passer d'un peu plus de 1'820\$ à environ 2'050\$, et se négocie aujourd'hui autour de 1'940\$.

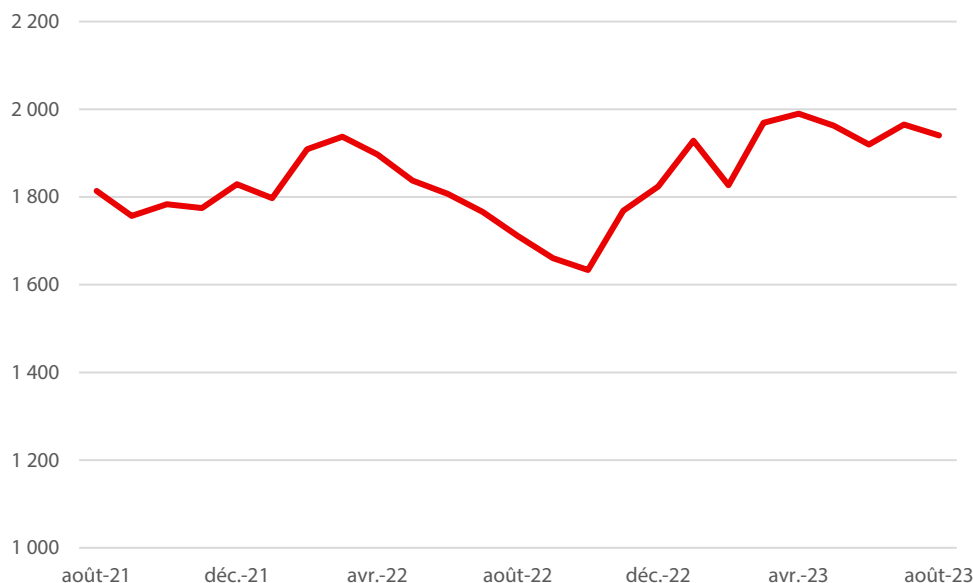
Il paraît encore cher par rapport aux taux réels, et il est difficile d'envisager un rallye significatif dans un contexte d'économie résiliente et de taux d'intérêt durablement plus élevés, mais une récession amènerait probablement le métal jaune à se négocier à nouveau au-dessus de 2'000\$.



Il est difficile d'envisager un rallye significatif dans un contexte de taux d'intérêt durablement plus élevés, mais une récession amènerait probablement l'or à se négocier à nouveau au-dessus de 2'000 \$.

OR

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS

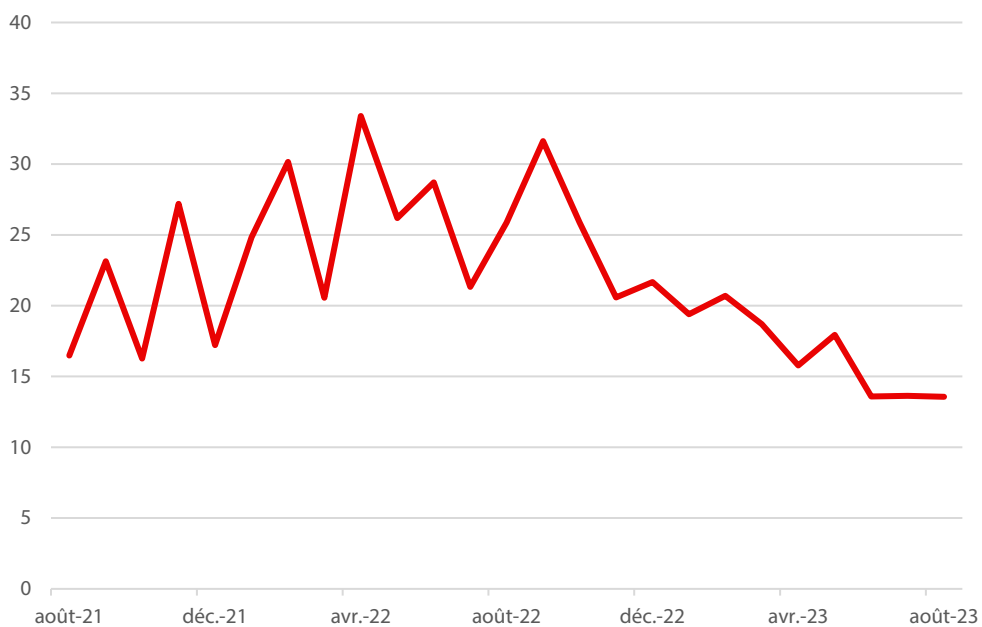


Source : Bloomberg, 31/08/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/08/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
5-sept.	Zone euro	PMI services Markit	sept.-23	47,9
	Royaume Uni	PMI services Markit	sept.-23	49,5
6-sept.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	août-23	52,7
7-sept.	Chine	Exportations	août-23	-14,5
	Zone euro	Emploi	sept.-23	0,2
	Zone euro	Croissance du PIB	sept.-23	0,3
	Allemagne	Production industrielle	juil.-23	-1,5
	Suisse	Taux de chômage	août-23	2,1
8-sept.	Japon	Croissance du PIB	sept.-23	6,0
9-sept.	Chine	Inflation	août-23	-0,3
12-sept.	Royaume Uni	Taux de chômage	juil.-23	4,2
13-sept.	Etats-Unis	Inflation	août-23	3,2
	Zone euro	Production industrielle	juil.-23	0,5
14-sept.	Zone euro	Réunion de la BCE	août-23	3,8
	Japon	Production industrielle	août-23	-2,0
15-sept.	Etats-Unis	Confiance des ménages	sept.-23	69,5
	Etats-Unis	Production industrielle	août-23	1,0
	Chine	Ventes au détail	août-23	2,5
	Chine	Production industrielle	août-23	3,8
	20-sept.	Etats-Unis	Réunion de la Fed	août-23
21-sept.	Royaume Uni	Inflation	août-23	6,8
	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	sept.-23	12,0
	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	oct.-23	5,3
22-sept.	Zone euro	PMI manufacturier Markit	sept.-23	43,5
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	sept.-23	43,0
	Japon	Réunion de la Banque du Japon	août-23	-0,1
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	sept.-23	49,6
25-sept.	Allemagne	Climat des affaires ifo	sept.-23	85,7
28-sept.	Etats-Unis	Croissance du PIB	sept.-23	2,1
29-sept.	Chine	PMI manufacturier Caixin	sept.-23	51,0
	Zone euro	Inflation	sept.-23	5,3
	Royaume Uni	Croissance du PIB	sept.-23	0,2
	Suisse	Indicateur avancé Kof	sept.-23	91,1



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 31 août 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.