



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Novembre 2023

MACROÉCONOMIE

D'un point de vue humain, et c'est évidemment par là qu'il faut commencer, les attaques surprises du Hamas contre Israël le 7 octobre et leurs conséquences sont sidérantes. Ces événements vont bien au-delà du conflit israélo-palestinien qui dure depuis trois quarts de siècle compte tenu de leurs terribles implications pour les civils, quel que soit le côté de la frontière où ils se trouvent. D'un point de vue économique, la question clé porte sur la possibilité d'un élargissement du conflit avec une implication potentielle de l'Iran, ce qui poserait des risques plus importants pour l'économie mondiale.

La remarquable résilience de l'économie américaine cette année s'est confirmée ce mois. Les indices PMI pour le mois d'octobre ont surpris à la hausse, s'inscrivant tous en expansion pour la première fois en 6 mois, alors que le pire du déclin manufacturier semble derrière (indice de retour à 50). Au 3ème trimestre, le PIB a affiché une très forte croissance de 4,9% en glissement trimestriel (annualisé). La consommation a été le principal moteur, contribuant à hauteur de 2,7%, avec une vigueur tant dans les biens que les services. Les commandes de biens durables ont progressé de 4,7% en glissement mensuel en septembre, et de 0,5% hors transports, ce qui renforce la thèse d'une demande de biens croissante. Plus important encore, le marché de l'emploi reste très tendu. Les chiffres de l'emploi pour septembre se sont avérés bien plus solides que prévu, avec 336'000 postes créés le mois dernier, tandis que les créations d'emplois de juillet et d'août ont été révisées à la hausse de 119'000 au total. Le taux de chômage est resté stable, à un niveau toujours bas de 3,8%, et les salaires ont légèrement fléchi, passant de 4,3% à 4,2% en glissement annuel.



LA REMARQUABLE RÉSISTANCE DE L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE S'EST CONFIRMÉE CE MOIS

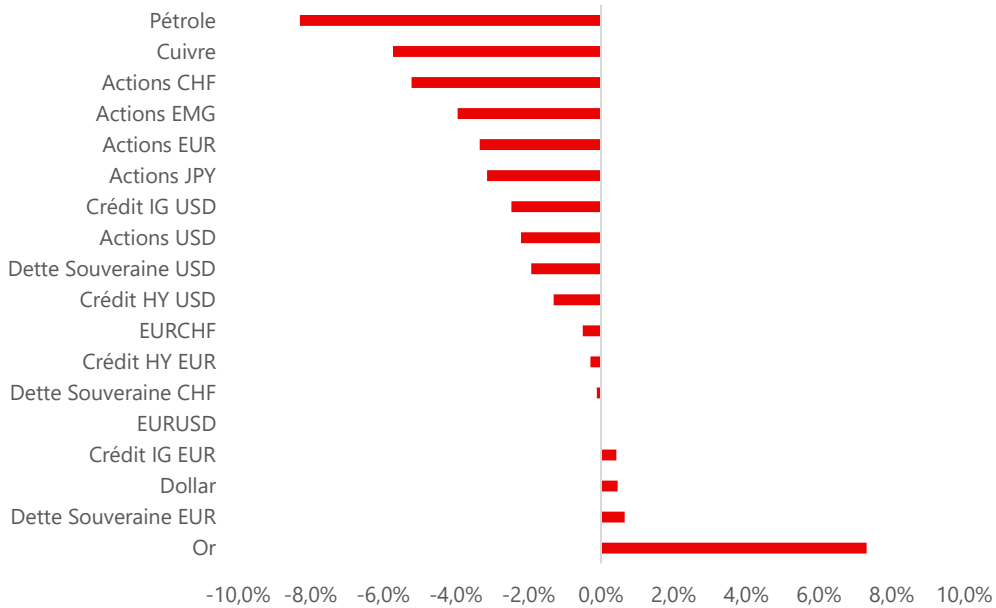
Dans le même temps, l'indice PCE sous-jacent, la mesure d'inflation préférée de la Fed, a été conforme aux attentes de 3,7 % (en glissement annuel) pour le mois de septembre, ainsi qu'aux prévisions de la Fed pour la fin de l'année. L'IPC global est resté stable à 3,7% en septembre, tandis que le sous-jacent a reculé à 4,1%, contre 4,3% en août.

Dans ce contexte, J. Powell a confirmé à l'Economic Club de New York que la Fed est désormais confrontée à un difficile exercice d'équilibriste consistant à ne pas resserrer davantage les conditions financières à partir de niveaux très restrictifs, ni à les laisser s'assouplir trop rapidement sur fond de résilience du consommateur et des tensions sur le marché de l'emploi.

Dans la zone euro, les indices PMI ont repris leur tendance baissière en octobre, faisant état de risques croissants de récession. L'indice composite (46,5) a plus qu'effacé sa progression de septembre, la contraction de l'industrie manufacturière s'est accentuée (43) et les services ont plongé (47,8). L'enquête de la BCE sur les prêts bancaires pour le 3ème trimestre a pour sa part été décevante, avec une poursuite du resserrement des conditions de crédit et une baisse de la demande nette de prêts. Le rapport final de l'IPCH de la zone euro pour le mois de septembre a confirmé que l'inflation globale est revenue à son plus bas niveau sur 2 ans, soit 4,3% en glissement annuel, grâce à des effets de base dans les secteurs de l'énergie et de l'alimentation, mais aussi à une progression mensuelle particulièrement faible de l'IPC sous-jacent (0,1% seulement), ce qui porte son rythme annuel à son plus bas niveau depuis 14 mois (4,5%).

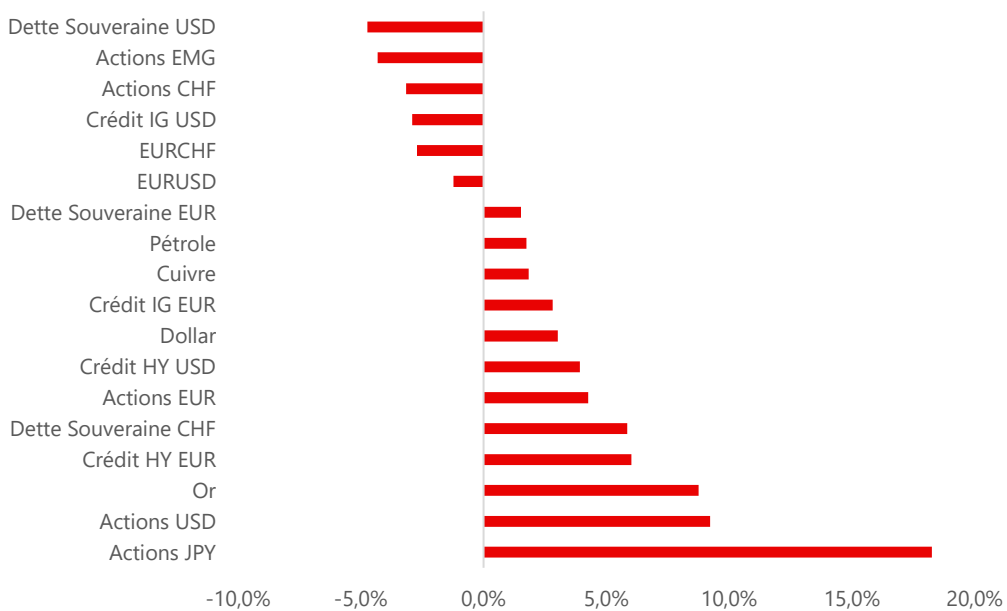
PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 31/10/2023

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



Source : Bloomberg, 31/10/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Dans ce contexte, la semaine dernière a vu la BCE maintenir ses taux directeurs inchangés, comme prévu, pour la première fois en 10 hausses et 15 mois. C. Lagarde s'est montrée globalement accommodante, les inquiétudes s'étant désormais clairement déplacées de l'inflation vers la croissance. Elle a noté le recul marqué de l'inflation le mois dernier et a insisté sur la transmission manifeste du resserrement monétaire vers l'économie réelle, avec encore bien des effets à venir dans les prochains trimestres.

La BCE en a très probablement terminé avec les hausses de taux et C. Lagarde a tenu par ses propos à éviter que les marchés n'anticipent des baisses de taux de manière prématurée. Cela dit, un premier abaissement d'ici juin de l'année prochaine semble de plus en plus envisageable selon les marchés.

MARCHÉS ACTIONS

Les marchés boursiers ont subi une correction généralisée en octobre. La hausse des rendements à long terme, conjuguée aux tensions géopolitiques, a accentué la fuite vers la sécurité et la volatilité entre classes d'actifs.

Les actions ont baissé pour le troisième mois consécutif et les États-Unis ont légèrement surpassé l'Europe dans le domaine des actions (sécurité & meilleure saison des bénéfiques). Les couvertures relativement sûres comme l'or, le dollar et les matières premières ont toutes augmenté le mois dernier. Le pétrole a rebondi après l'attaque en Israël. Le Nasdaq a sous-performé le S&P 500 en raison de la pression exercée par des rendements réels plus élevés et des bénéfiques mitigés dans le secteur technologique, tandis que le Dow Jones Industrial Average a enregistré les meilleures performances. En Europe, la dispersion entre les principaux indices est restée contenue.

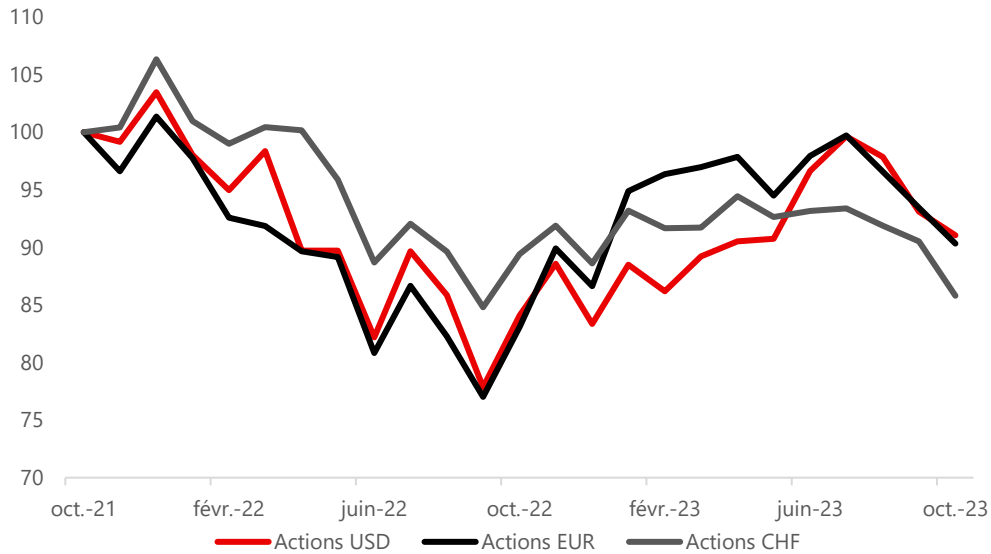
Les actions ont baissé pour le troisième mois consécutif

Concernant les facteurs, c'est sans surprise que les valeurs Défensives ont brillé, avec une faible volatilité et une surperformance des titres de Qualité. La Croissance a également réussi à se démarquer, malgré la forte hausse des rendements réels (bénéfiques et sécurité). Les titres de Valeur ont sous-performé.

Les valeurs Défensives ont été en tête avec les services publics et les produits de base qui ont signé un bon mois. Le secteur de la santé est resté à la traîne (quelques avertissements sur résultats). Les valeurs Cycliques ont été confrontées à des vents contraires en raison du sentiment général d'aversion au risque : Les valeurs financières ont sous-performé. Les valeurs technologiques ont été volatiles au moment de la publication des résultats, mais ont réussi à surperformer. L'énergie et les matériaux ont bénéficié de la dynamique positive des matières premières.

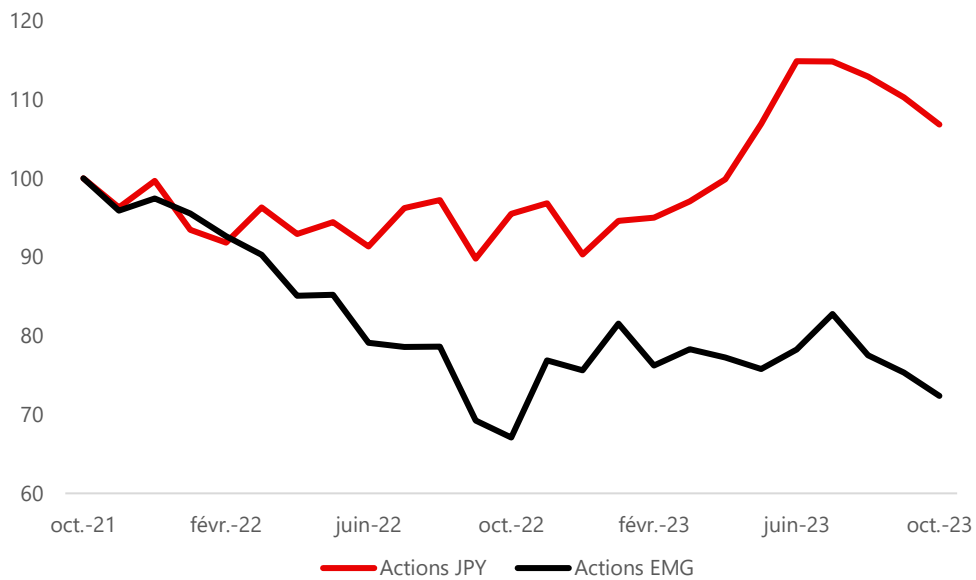
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2023

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Les mois se ressemblent pour les marchés obligataires. La poussée de fièvre sur les rendements à long terme s'est en effet poursuivie en octobre aux USA avec +35bp pour le 10 ans Treasury, et même si le Bund a logiquement mieux résisté (rendement stable, découplage de croissance en vue). On s'achemine donc vers une troisième année négative pour les emprunts d'Etat US, le cash faisant la course en tête sur les 10 premiers mois de l'année.

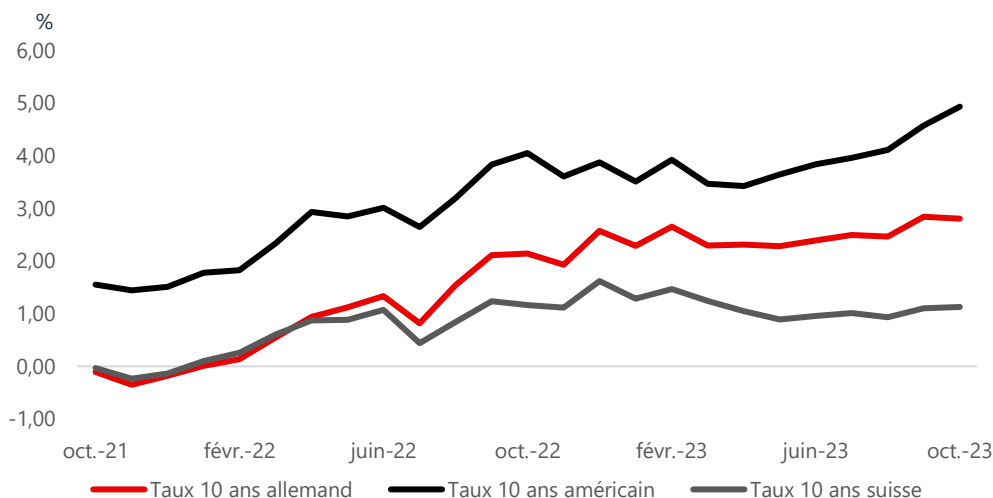
Néanmoins, nous nous attendons à ce que le 5% de rendement représente un cap pour les emprunts d'Etat US à 10 ans, l'appétit des investisseurs étant croissant sur ces niveaux de valorisation (risque asymétrique, moins de shorts sur le marché, proche de la fair value selon les modèles économétriques, ralentissement US attendu pour le Q4, recherche d'actifs défensifs dans un monde de plus en plus risqué).

Au contraire des taux, le crédit a été beaucoup moins volatile avec des spreads qui restent dans leur fourchette récente, tant pour le HY que pour l'IG. La saison des résultats a d'ailleurs beaucoup moins secoué les valorisations crédit que les impacts directs de publication observés sur le marché equity. Le marché primaire s'est largement calmé sur octobre, black-out period oblige, mais devrait offrir quelques opportunités intéressantes sur novembre, la dernière ligne droite de l'année.



ON S'ACHEMINE VERS UNE TROISIÈME ANNÉE NÉGATIVE POUR LES EMPRUNTS D'ETAT US

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

Après s'être considérablement renforcé entre juillet et septembre, le DXY s'est stabilisé autour de 106 en octobre, un niveau solide d'un point de vue historique.

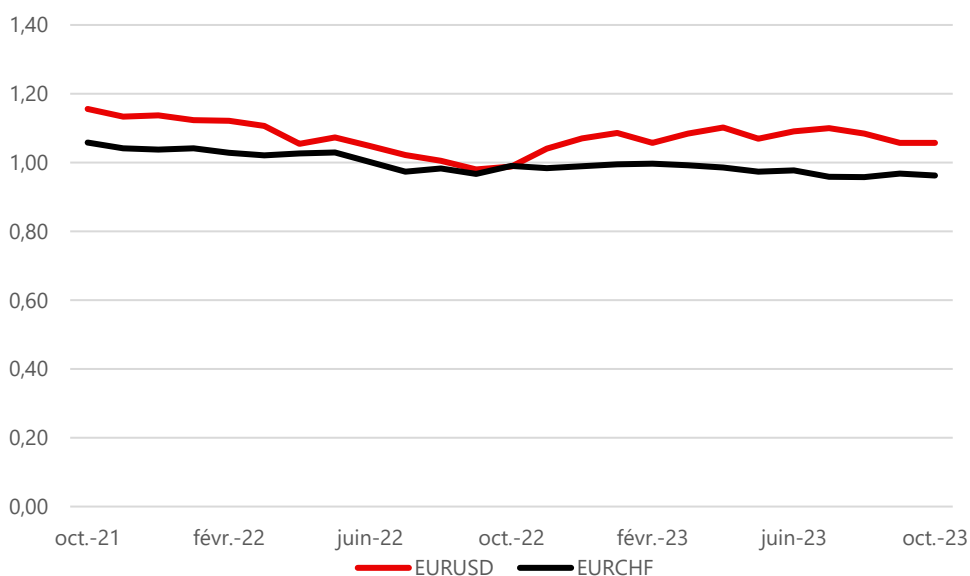
Début octobre, l'EUR-USD a atteint son point bas depuis décembre 2022 (1,047). Depuis, la paire est restée bloquée dans le bas de sa fourchette de 1,05-1,11 en 2023, stoppant ainsi l'hémorragie débutée en juillet. Les effets conjugués d'une croissance nettement plus faible qu'aux États-Unis et de la fin du cycle de resserrement de la BCE ne sont toutefois pas de bon augure pour l'EUR à court terme. Cela dit, si l'on prend un peu de recul, et de manière plus structurelle, l'USD 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 chute du GBP par rapport à l'USD a également pris fin, la paire se stabilisant juste au-dessus de 1,21. Les chiffres de l'inflation britannique ont légèrement dépassé les attentes du consensus, mais les indices PMI dépeignent une économie en ralentissement, ce qui devrait conduire la BoE à faire preuve de prudence dans les semaines à venir.

Après avoir perdu près de 7% entre son pic de juillet et son point bas de septembre, en raison de la divergence entre les politiques monétaires suisse et américaine, le CHF s'est renforcé contre l'USD en octobre, passant d'un point bas d'environ 1,08 fin septembre à un niveau légèrement supérieur à 1,10, les investisseurs misant sur le statut de valeur refuge de la monnaie suisse dans le contexte des turbulences géopolitiques au Moyen-Orient. Par ailleurs, la BNS a réduit ses réserves de devises à leur plus bas niveau depuis six ans, afin de soutenir le franc et d'endiguer l'inflation importée.

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 31/10/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Après avoir frôlé les \$100 fin septembre, le Brent est tombé à \$83 à la veille de l'attaque du Hamas contre Israël. Et quand bien même les craintes d'une flambée du prix du baril au-delà de \$150 ont dans un premier temps été vives, le Brent s'est négocié autour de \$90 sur le mois d'octobre. Plus précisément, selon l'AIE, les attaques surprises du Hamas contre Israël ont incité les marchés à intégrer une prime de risque de \$3-4 par baril. Mais tant que l'Iran n'est pas directement impliqué dans le conflit, les facteurs géopolitiques ne devraient pas entraîner une flambée des prix.

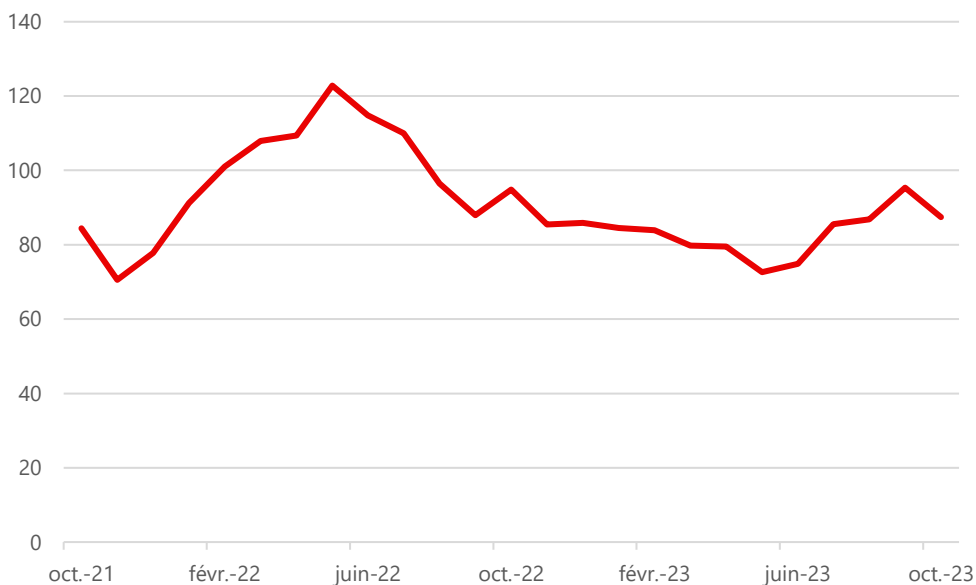
Dans le même temps, la Russie et l'Arabie Saoudite ont maintenu leur politique de gestion de l'offre en renouvelant leurs coupes volontaires de production. Le ralentissement européen, conjugué à une croissance décevante (mais sans effondrement) en Chine, exerce une force opposée sur les prix.



Tant que l'Iran n'est pas directement impliqué dans le conflit, les facteurs géopolitiques ne devraient pas entraîner une flambée des prix

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 31/10/2023

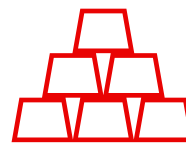
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

Malgré de forts vents contraires (taux réels à un niveau record, espoirs d'un abaissement prochain des taux par la Fed douchés, résilience de la croissance américaine), le métal jaune a bénéficié des répercussions de l'incertitude géopolitique grandissante. Capitalisant sur sa réputation de valeur refuge, l'or a bondi de près de 10% en octobre, atteignant le cap des \$2'000.

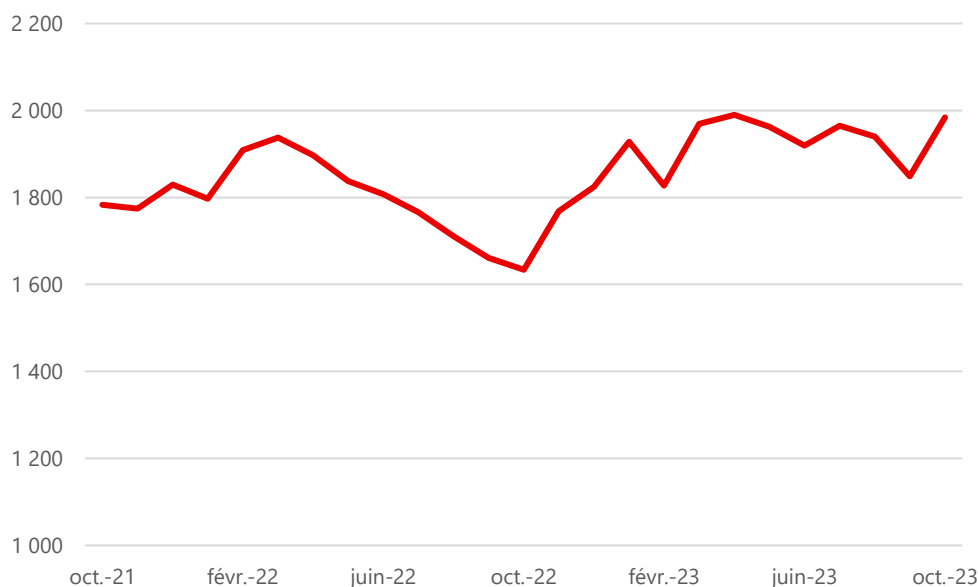
L'embrasement du Moyen-Orient (à court terme) et le risque de récession (à moyen terme) constituent des vents porteurs importants pour l'or.



L'embrasement du Moyen-Orient (à court terme) et le risque de récession (à moyen terme) constituent des vents porteurs importants pour l'or

OR

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS

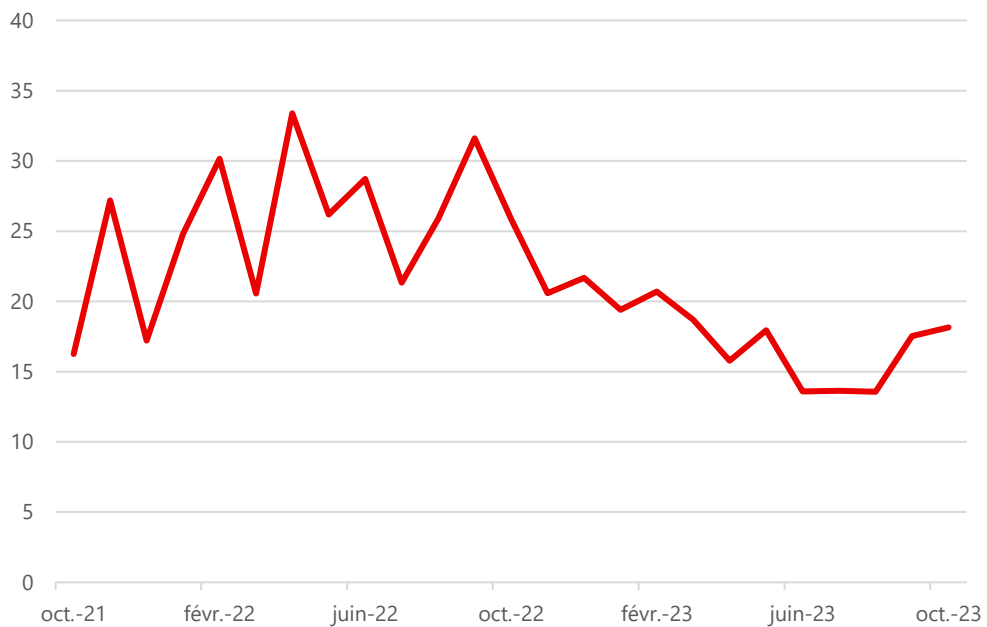


Source : Bloomberg, 31/10/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
7-nov.	Allemagne	Production industrielle	oct.-23	-1,4
	Suisse	Taux de chômage	nov.-23	2,1
9-nov.	Chine	Inflation	oct.-23	0,0
10-nov.	Etats-Unis	Confiance des ménages	nov.-23	63,8
	Royaume Uni	Croissance du PIB	sept.-23	0,2
14-nov.	Etats-Unis	Inflation	oct.-23	3,7
	Zone euro	Emploi	sept.-23	0,1
	Zone euro	Croissance du PIB	déc.-23	-0,1
15-nov.	Chine	Ventes au détail	oct.-23	5,5
	Chine	Production industrielle	oct.-23	4,0
	Zone euro	Production industrielle	sept.-23	0,6
	France	Taux de chômage	sept.-23	7,2
	Royaume Uni	Inflation	oct.-23	6,7
	Japon	Production industrielle	oct.-23	0,2
	Japon	Croissance du PIB	sept.-23	4,8
	16-nov.	Etats-Unis	Production industrielle	oct.-23
	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	nov.-23	-9,0
21-nov.	Etats-Unis	Minutes de la Fed	mars-24	
23-nov.	Zone euro	PMI manufacturier Markit	nov.-23	43,1
	Zone euro	PMI services Markit	nov.-23	47,8
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	nov.-23	44,8
	Royaume Uni	PMI services Markit	nov.-23	49,5
24-nov.	Allemagne	Climat des affaires ifo	nov.-23	86,9
	Allemagne	Croissance du PIB	déc.-23	-0,1
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	nov.-23	48,7
29-nov.	Etats-Unis	Croissance du PIB	déc.-23	4,9
30-nov.	Zone euro	Inflation	nov.-23	2,9
	Zone euro	Taux de chômage	oct.-23	6,5
	France	Croissance du PIB	déc.-23	0,1
	Suisse	Indicateur avancé Kof	nov.-23	95,8



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 octobre 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.