



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Décembre 2023

MACROÉCONOMIE

Le mois de novembre a débuté par une réunion du FOMC au cours de laquelle la Fed a unanimement maintenu ses taux directeurs à 5,25%-5,5% pour la deuxième fois consécutive. Lors de cette réunion, la Fed a adopté un ton accommodant, soulignant que les risques d'en faire trop plutôt que pas assez devenaient plus équilibrés. Mais elle se réservait la possibilité de relever encore les taux si nécessaire.

Depuis, la plupart des données et des propos des membres de la Fed ont renforcé l'idée qu'elle a terminé son cycle de hausse des taux.

L'IPC d'octobre a surpris à la baisse avec des taux annuels de 3,2% et 4,0% pour l'indice global et le sous-jacent respectivement, contre 3,3% et 4,1% attendus. Il devient de plus en plus évident que l'inflation des biens n'est plus un problème, que les prix du logement continueront à se replier avec les décalages habituels (liés au fait que les loyers demandés prennent du temps à se répercuter) et que les services de base hors logement, à savoir le « supercore », resteront orientés à la baisse à mesure que le marché de l'emploi continuera à se détendre. Ces bonnes nouvelles sur le front de la désinflation ont été confirmées par le PCE sous-jacent, **l'indicateur d'inflation préféré de la Fed, qui est tombé à 3,5% en octobre.**

Un élément mérite toutefois d'être relevé et surveillé sur le front de l'inflation : l'enquête de novembre de l'Université du Michigan a montré que **les anticipations d'inflation à long terme se situent à un pic sur 12 ans** (3,2%), tandis que celles à horizon d'une année sont à un niveau élevé de 4,5%. Cela devrait rappeler à la Fed que les risques de « dés-ancrage » des anticipations d'inflation ne sont jamais très éloignés, surtout au vu de l'épisode d'inflation que nous venons de traverser.



LA PLUPART DES DONNÉES ET DES PROPOS DES MEMBRES DE LA FED EN NOVEMBRE ONT RENFORCÉ L'IDÉE QU'ELLE A TERMINÉ SON CYCLE DE HAUSSE DES TAUX.

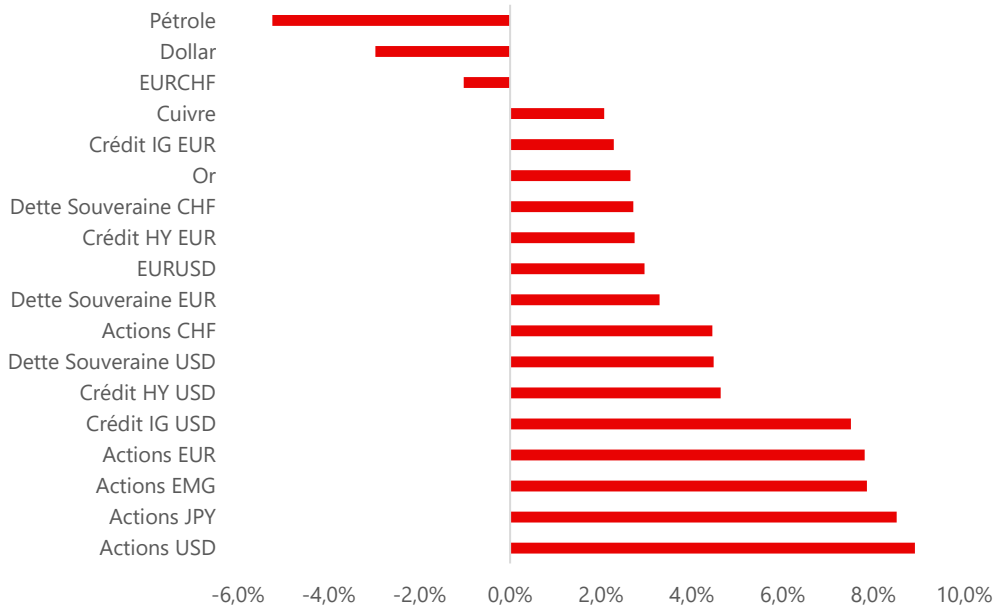
Dans le même temps, le mois de novembre a apporté de nouvelles indications de croissance très forte aux États-Unis jusqu'à fin septembre, avec un PIB pour le 3ème trimestre révisé à la hausse en deuxième estimation, pour s'inscrire au niveau impressionnant de 5,2% en termes annualisés.

D'autres indicateurs signalent cependant que la vigueur du troisième trimestre pourrait ne pas se répéter au T4. L'enquête du Conference Board sur la confiance des consommateurs a grimpé à 102 en novembre, mais à partir d'un niveau qui avait été revu à la baisse (99,1). En outre, l'indice prospectif en-deçà de 80 est compatible avec une récession l'an prochain, et l'indice portant sur les conditions actuelles est au plus bas depuis 31 mois. Nous notons également que si la composante services des PMI de novembre a surpris à la hausse, à un niveau toujours assez résilient de 50,8, celle pour le secteur manufacturier est ressortie en dessous des attentes, en territoire de contraction (49,4).

Quant aux chiffres de l'emploi, **les nouvelles inscriptions au chômage restent faibles à ce stade, mais les demandes récurrentes commencent à augmenter de manière plus significative**, avec les données pour la semaine se terminant le 18 novembre surprenant fortement à la hausse (1,93M contre 1,87M attendu). Il ne s'agit pas d'accorder trop d'importance à une seule publication, mais les chiffres de l'emploi joueront un rôle crucial au cours des prochaines semaines.

PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 30/11/2023

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



Source : Bloomberg, 30/11/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Pour qui aurait encore eu besoin de s'en convaincre, le fort recul de l'inflation de la zone euro en novembre, de 2,9% à 2,4% pour l'indice global et de 4,2 % à 3,6 % pour le sous-jacent, témoigne de l'impact de la politique monétaire sur l'économie, comme le signale depuis des mois la contraction de la masse monétaire. Cela a été confirmé par la deuxième estimation du PIB pour le 3ème trimestre, en contraction trimestrielle de 0,1%.

Ainsi, comme l'a indiqué le ton de la dernière réunion de la BCE, l'accent sera mis à l'avenir sur le soutien à la croissance plutôt que la lutte contre l'inflation. À cet égard, le fait que les marchés tablent sur une première baisse des taux au T2 2024 semble pertinent.

Si la fonction de réaction de la BCE est suffisamment accommodante, l'activité économique pourrait être proche d'un creux et une reprise se profilerait plus tard en 2024. En effet, l'indice prospectif ZEW de novembre laisse espérer qu'une reprise pourrait se matérialiser plus tard en 2024, les attentes pour la zone euro ayant fortement rebondi pour atteindre leur plus haut niveau en 9 mois.

En revanche, une fonction de réaction trop ferme, avec des baisses de taux tardives, pourrait précipiter une récession plus profonde. Bien que les indices PMI de la zone euro se soient redressés, signe encourageant d'une économie proche de son point bas, ils restent tous en territoire de contraction et à des niveaux récessifs, avec un indice manufacturier à 43,8 et la composante des services à 48,2, ce qui laisse la porte ouverte à un nouveau recul du PIB au cours du 4ème trimestre 2023.

MARCHÉS ACTIONS

LES
INVESTISSEURS SE
SONT RALLIÉS
AUX
ANTICIPATIONS
DE BAISSÉ DES
TAUX ET ONT
RÉDUIT DE
MANIÈRE
SIGNIFICATIVE.

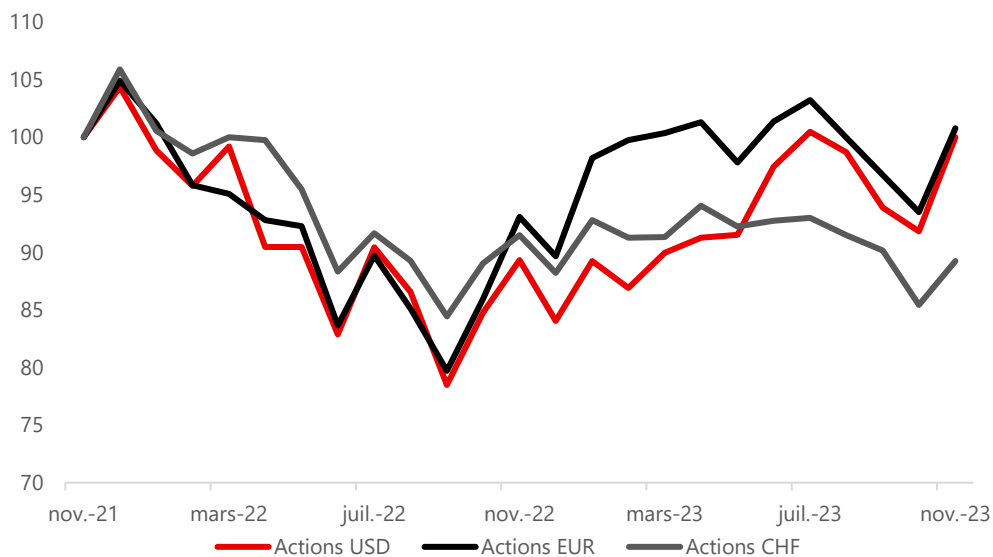
La baisse des taux d'intérêt a entraîné une reprise des marchés en novembre, les actions et les obligations mondiales affichant leurs meilleurs rendements depuis novembre 2020 et décembre 2008 respectivement. En conséquence, le portefeuille Global 60:40 a enregistré ses meilleurs rendements depuis trois ans, la volatilité ayant fortement baissé après la flambée d'octobre. L'inflation continuant de surprendre à la baisse dans les pays occidentaux, les investisseurs se sont ralliés aux anticipations de baisse des taux et ont réduit de manière significative les positions courtes sur les marchés à durée longue peu appréciés pour leur sensibilité aux taux, tels que les petites capitalisations, l'immobilier, etc. Le dollar, les matières premières et le pétrole ont baissé, offrant les pires rendements parmi les principales classes d'actifs le mois dernier.

Plus précisément, les actions se sont redressées après trois mois de baisse, les pays développés surperformant largement les pays émergents. Les États-Unis ont surperformé l'Europe, le Nasdaq, à forte composante technologique, ayant enregistré de meilleures performances que le S&P 500, suivi par le DJIA. Au sein de l'Europe, la dispersion des rendements a été élevée, la Suède, l'Allemagne et l'Espagne étant les plus performantes compte tenu de leur orientation cyclique et de leur durée. En revanche, le Royaume-Uni a nettement sous-performé en raison de sa sous-exposition au secteur de la technologie et de son orientation vers les matières premières. Les actions des pays émergents sont restées à la traîne, notamment en raison de la sous-performance de la Chine, les investisseurs n'étant toujours pas impressionnés par la série de mesures prises par les autorités pour stimuler la croissance.

MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF

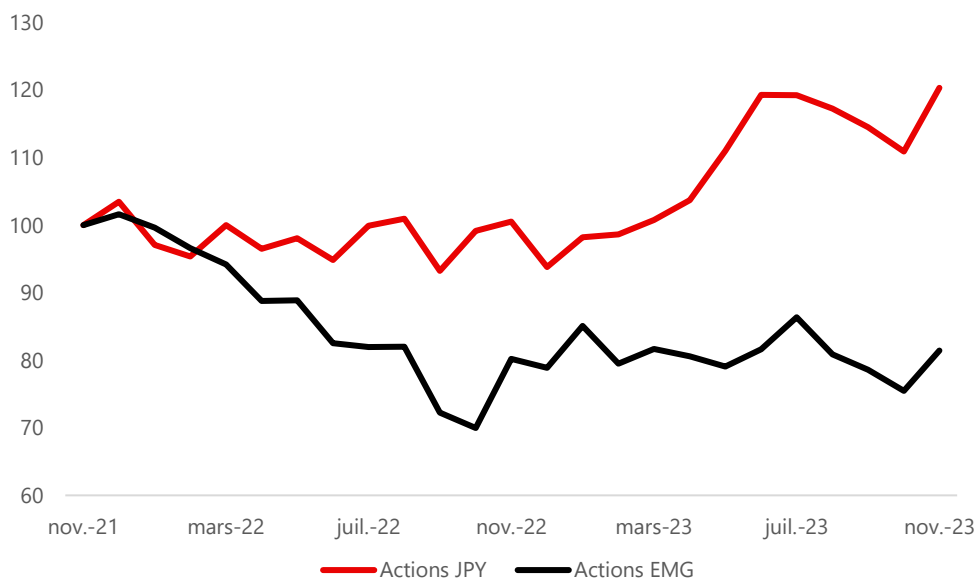
PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2023

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS

PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Les marchés ont vécu en novembre un spectaculaire rallye de fin d'année, alimenté en premier lieu par la détente sur les taux longs aux US et en Europe. À la suite du pic de taux atteint fin octobre sur le 10 ans, les investisseurs ont vu une opportunité historique d'augmenter leurs positions obligataires et d'allonger la durée moyenne de leur portefeuille, le risque étant de plus en plus asymétrique. C'est ainsi que le 10 ans US a perdu 60bp sur novembre et que le rendement du Bund a décliné de 35bps.

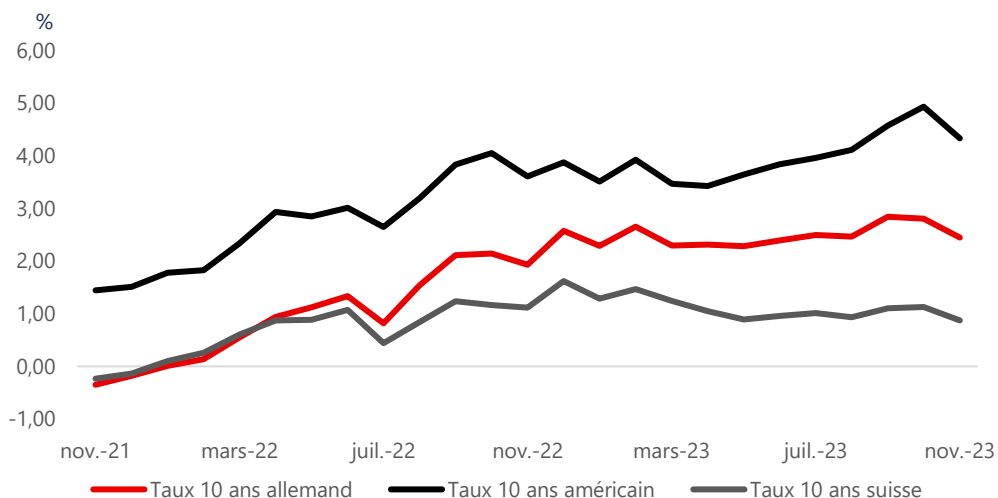
Le marché du crédit a évidemment profité de ce mouvement sur l'ensemble de son spectre, même si les mouvements les plus spectaculaires ont été observés sur l'IG US (le plus long en durée), la dette émergente en \$ (historiquement très corrélée à l'obligataire US de qualité), et les financières subordonnées européennes (les portages les plus élevés en dehors du HY).

Le mouvement haussier de novembre permet finalement à 2023 de s'inscrire comme une bonne année pour les performances obligataires, avec un réservoir de performance intact pour 2024 dans le sillage de la baisse attendue des taux directeurs au niveau mondial (combat contre l'inflation en voie d'être gagné) et de la recherche d'actifs défensifs au regard du ralentissement des économies. Des gains entre 5% et 10% selon le risque choisi sont de bonnes hypothèses de base pour l'année prochaine.



LE MOUVEMENT HAUSSIER DE NOVEMBRE PERMET FINALEMENT À 2023 DE S'INSCRIRE COMME UNE BONNE ANNÉE POUR LES PERFORMANCES OBLIGATAIRES, AVEC UN RÉSERVOIR DE PERFORMANCE INTACT POUR 2024.

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

Sur fond de paris que la Fed a fini de relever ses taux, le **DX** est passé sous la barre des 103, son plus bas niveau depuis août dernier. Ce mouvement a été alimenté par l'évolution du consensus général sur la trajectoire de l'économie américaine, passant de « taux durablement plus élevés » à « atterrissage en douceur », et par la baisse des rendements des obligations américaines de référence à 10 ans (de 5% à moins de 4,3%). Au cours des prochaines semaines, les différentiels de taux avec d'autres économies clés pourraient jouer un rôle important dans la trajectoire de l'USD. Alors que l'économie américaine ralentit et que la Fed se prépare à abaisser ses taux en 2024, d'autres grands blocs, tels que la zone euro, feront probablement de même, ce qui pourrait limiter les pressions baissières sur le billet vert.

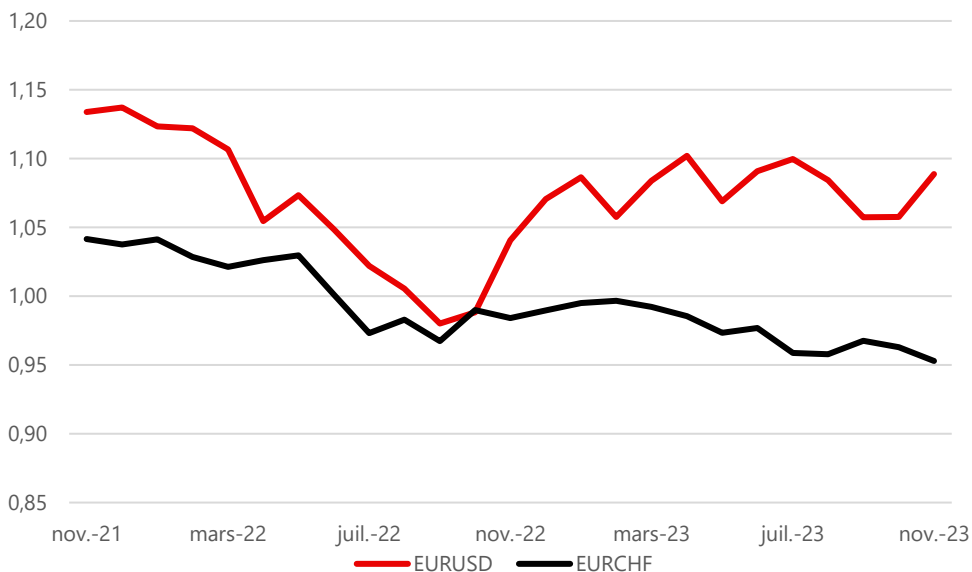
L'**EUR** a profité du repli relatif du **USD** pour se hisser dans la partie haute de sa fourchette de 1,05-1,11 en place jusqu'ici cette année. Partie de 1,05, la monnaie unique a terminé le mois en testant le niveau de 1,10. Outre un certain affaiblissement de la conjoncture américaine, la progression de novembre n'est pas étrangère aux commentaires prudents de la BCE, estimant que la « dernière ligne droite » de la désinflation pourrait être difficile à parcourir. Par ailleurs, la zone euro a peut-être déjà atteint son point bas, ce qui a aidé l'**EUR** à remonter vers des niveaux plus conformes à sa valeur fondamentale de 1,15, sur base de la parité du pouvoir d'achat (PPA).

Une Banque d'Angleterre (BoE) très ferme, conjuguée à des indices PMI résilients (composite à 50,1 en novembre), a permis à la **GBP** de retrouver des couleurs. La banque centrale devrait procéder à des baisses de taux moins importantes que ses homologues européenne et américaine en 2024, ce qui a poussé la paire **GBP-USD** au-dessus de 1,26.

Le **CHF** a encore grimpé contre l'**USD**, la paire **CHF-USD** clôturant le mois de novembre à un niveau très proche de 1,15, alors qu'elle se situait à moins de 1,10 en début de mois. Il est vrai que la BNS n'avait guère besoin de relever ses taux au-delà de 1,75% et que l'apaisement des inquiétudes géopolitiques a limité la demande pour la monnaie refuge suisse. Cependant, le franc a bénéficié d'un dollar plus faible et de l'effort prolongé de la banque centrale pour freiner l'inflation importée en puisant dans ses réserves de change.

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 30/11/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Le **Brent** s'est négocié à près de \$80 durant les derniers jours de novembre, bien en dessous de son pic de septembre dépassant les \$90.

Du côté de l'offre, les divergences entre producteurs de l'OPEP expliquent pourquoi l'AIE estime que **les marchés pétroliers mondiaux devraient s'inscrire en léger excédent au T1 2024**, malgré la prolongation potentielle des réductions de production de l'OPEP+ jusqu'en 2024. En effet, certains membres du cartel ne peuvent pas se permettre d'abaisser leur production au vu des pertes substantielles de capacités et de recettes subies ces dernières années. Mais dans l'ensemble, les flux d'approvisionnement en pétrole n'ont pas subi d'impact matériel du fait de la guerre entre Israël et le Hamas.

La demande est robuste, voire plus élevée que prévu, la Chine comptant pour 1,8 Mb/j dans l'augmentation totale de 2,4 Mb/j, qui a porté la demande à 102 Mb/j en 2023. Cela étant, **la courbe des futures du Brent a glissé dans une fourchette de négociation inférieure**, en raison de la détérioration du sentiment macroéconomique mondial.



La courbe des futures sur le Brent a glissé dans une fourchette de négociation inférieure, en raison de la détérioration du sentiment macroéconomique mondial.

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 30/11/2023

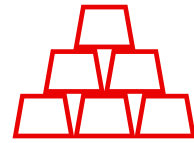
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

Après avoir flambé lors du déclenchement en octobre de la guerre entre Israël et le Hamas, l'or s'est replié durant la première moitié du mois de novembre. Mais cet actif sans rendement a ensuite fortement rebondi sur fond d'espoirs de voir la Fed abaisser ses taux plus tôt qu'initialement prévu, ce qui a entraîné une baisse des rendements des bons du Trésor et une dépréciation du dollar.

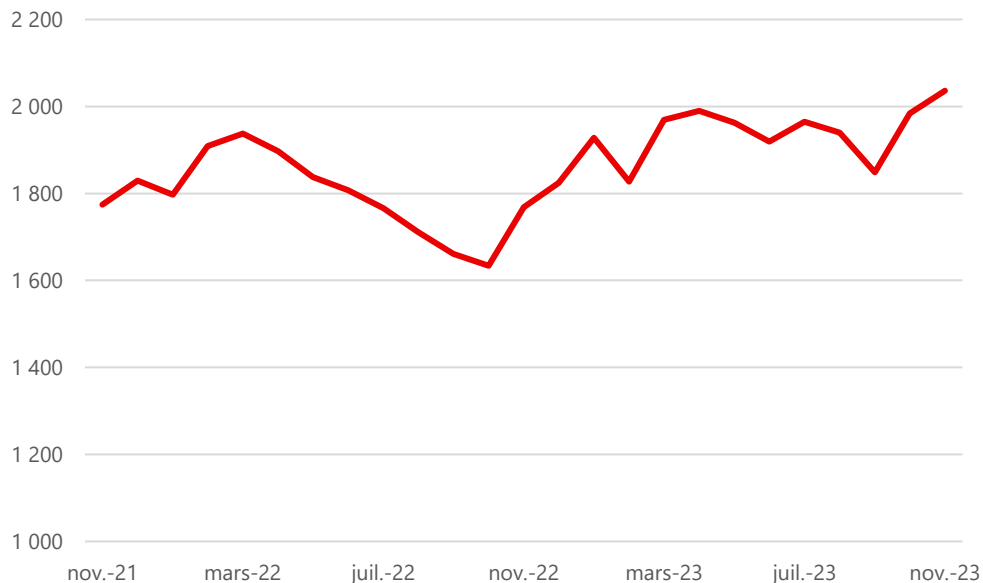
Avec le ralentissement conjoncturel américain et le repli des taux réels, les vents porteurs se renforcent, ramenant le métal jaune à ses points hauts de mi-2023, autour de \$2040.



Avec le ralentissement conjoncturel américain et le repli des taux réels, les vents porteurs se renforcent, ramenant le métal jaune à ses points hauts de mi-2023, autour de \$2040.

OR

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
7-déc.	Chine	Exportations	nov.-23	-6,4
	Zone euro	Emploi	déc.-23	0,3
	Zone euro	Croissance du PIB	déc.-23	-0,1
	Allemagne	Production industrielle	oct.-23	-1,4
	Suisse	Taux de chômage	nov.-23	2,1
8-déc.	Etats-Unis	Confiance des ménages	déc.-23	61,3
	Etats-Unis	Emplois	nov.-23	150,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	nov.-23	3,9
	Japon	Croissance du PIB	déc.-23	-2,1
9-déc.	Chine	Inflation	nov.-23	-0,2
12-déc.	Etats-Unis	Inflation	nov.-23	3,2
13-déc.	Etats-Unis	Réunion de la Fed	déc.-23	5,5
	Zone euro	Production industrielle	oct.-23	-1,1
14-déc.	Zone euro	Réunion de la BCE	nov.-23	4,0
	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	janv.-24	5,3
	Japon	Production industrielle	nov.-23	1,0
15-déc.	Etats-Unis	Production industrielle	nov.-23	-0,6
	Chine	Ventes au détail	nov.-23	7,6
	Chine	Production industrielle	nov.-23	4,1
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	déc.-23	44,2
	Zone euro	PMI services Markit	déc.-23	48,7
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	déc.-23	47,2
	Royaume Uni	PMI services Markit	déc.-23	50,9
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	déc.-23	48,3
18-déc.	Allemagne	Climat des affaires ifo	déc.-23	87,3
19-déc.	Japon	Réunion de la Banque du Japon	nov.-23	-0,1
20-déc.	Royaume Uni	Inflation	nov.-23	4,6
21-déc.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	déc.-23	-5,9
	Etats-Unis	Croissance du PIB	déc.-23	5,2
22-déc.	Royaume Uni	Croissance du PIB	déc.-23	0,0
29-déc.	Suisse	Indicateur avancé Kof	déc.-23	96,7



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 novembre 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.