



LA FRANÇAISE
INVESTING TOGETHER

Le point macro

NOV. 2023

Correction, puis rebond.

Par François RIMEU

Stratégiste La Française Asset Management

Rédigé le 05/11/2023

Un mois d'octobre tumultueux.

La hausse des taux s'est poursuivie en octobre de manière violente, spécialement aux Etats-Unis et dans les pays anglo-saxons, avec des parties longues de courbe qui ont beaucoup souffert et une « désinversion » des courbes importante. Ces mouvements s'expliquent en partie par une économie américaine toujours bien orientée avec une croissance annualisée de 4,9% au 3ème trimestre, bien au-delà des prévisions des économistes et un marché de l'emploi qui ne montre que peu de signes d'essoufflement. Les autres raisons de cette correction obligataire sont les mêmes qu'au mois de septembre : des montants d'émissions importants à digérer, des primes de terme toujours faibles et des programmes de « quantitative tightening » qui se poursuivent.

Les actifs risqués ont logiquement réagi négativement à la poursuite de la hausse des taux réels avec des marchés actions qui perdent entre 2 et 5% sur le mois et des actifs crédit qui se comportent de manière similaire. Comme illustré sur le graphique, le début du mois de novembre sera bien différent.

Ces mouvements n'ont pas été sans conséquences. Les banques centrales ont notamment été très vocales concernant la hausse des taux longs, indiquant que cela participait à durcir les conditions financières et donc faisait baisser la nécessité pour elles de poursuivre leur cycle de hausse des taux. Ce constat est vrai aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe, hormis des surprises significatives à la hausse sur l'inflation dans les mois qui viennent.

Le mois d'octobre a aussi évidemment été marqué par le conflit au Moyen Orient dont une issue à court terme paraît très improbable. Pour le moment, aucune conséquence pour les marchés et cela sera probablement le cas tant que le conflit ne s'étendra pas. L'histoire nous apprend en effet que les conséquences de ce type d'évènements sont, dans la majorité des cas extrêmement faibles, sauf en cas d'impact significatif sur les matières premières. Avec une guerre toujours en cours entre l'Ukraine et la Russie, c'est un deuxième conflit armé d'envergure qui s'ouvre ici, et là encore, dans une zone potentiellement déstabilisatrice pour les matières premières énergétiques.

Le mois d'octobre à peine terminé, une série d'évènements a ensuite provoqué un rebond obligataire d'une violence rare, entraînant l'ensemble des classes d'actifs :

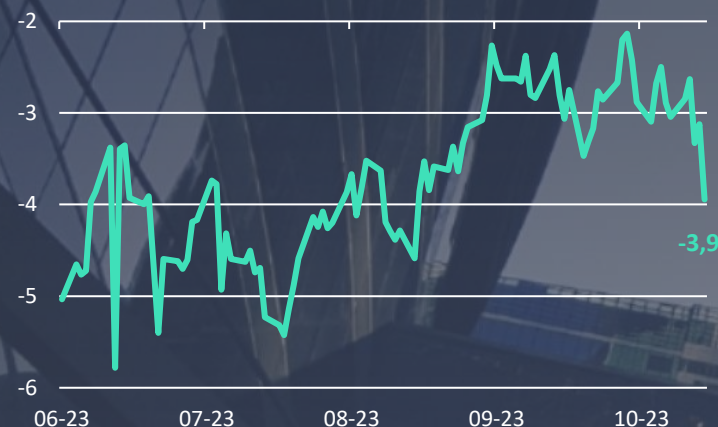
- Annonce le 01/11 de la composition du programme d'émissions du trésor américain (« QRA ») avec globalement des émissions moins fortes que ce qu'estimait le marché.
- ISM Manufacturing très décevant à 46,7.
- FOMC qui n'apprend pas grand-chose, mais qui est vu comme rassurant par le marché.
- Chiffres de création d'emploi en dessous des attentes (mais potentiellement difficile à lire en raison des fortes grèves du mois d'octobre).

Taux Réels 10 Y US vs. SPX Index



Sources : Bloomberg, données au 03/11/2023

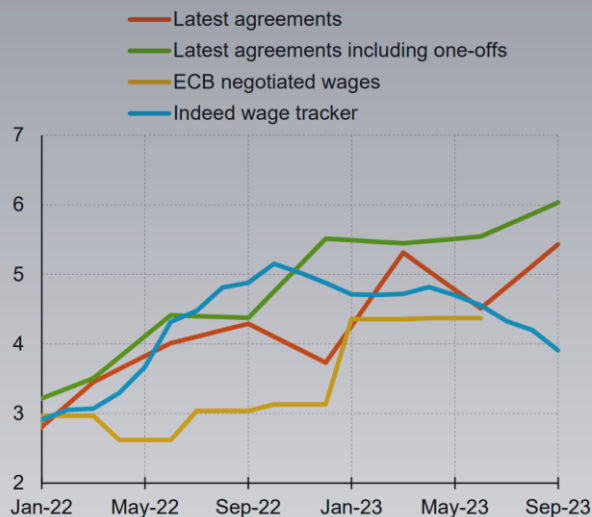
Anticipations de marché du nombre de baisses de taux de la FED en 2024



Sources : Bloomberg, données au 03/11/2023

Wage trackers

(annual percentage change)



Sources: Calculated based on micro data on wage agreements provided by Deutsche Bundesbank, Banco de España, the Dutch employer association (AWVN), Oesterreichische Nationalbank, Bank of Greece, Banca d'Italia and Banque de France.

Notes: Indicator of latest wage agreements shows the wage growth implied by agreements reached in a quarter for 12 months ahead. Indeed tracker measures wage growth in online job ads, computed by the Central Bank of Ireland.

Latest observations: September 2023 for Indeed Wage Tracker; Q3 2023 for indicators of latest agreements, Q2 2023 for ECB negotiated wages.

7

Un rebond bienvenu, mais une situation macro-économique toujours incertaine.

Que le marché ait besoin de respirer après la très forte hausse des taux, c'est logique, et que cela entraîne l'ensemble des autres marchés, c'est là aussi logique. Mais l'ampleur et la rapidité du mouvement laissent perplexes. Le scénario du marché semble être revenu à un « soft landing » idéal, où l'inflation revient sans heurts proche de la cible des banques centrales et ce avec une croissance faible mais sans récession. Pas impossible bien sûr, mais selon nous, pas le scénario le plus probable.

Le plus probable, c'est une inflation persistante, autour des 3-4%, tant que l'inflation salariale demeure aussi forte. Les chiffres de NFP décevants de début novembre ne doivent pas masquer les autres chiffres d'emploi qui continuent de dépeindre une situation globalement rassurante (claims, Jolts, Challenger..). Même en zone Euro où la situation macro reste moribonde, la persistance des pressions salariales est toujours au cœur des préoccupations de la BCE. Isabelle Schnabel l'a rappelé début novembre avec des négociations salariales qui aboutissent encore à des hausses substantielles de salaires.

Tout cela devrait forcer les banques centrales à maintenir des taux élevés plus longtemps que ce que le marché estime aujourd'hui et ce tant que le marché de l'emploi ne « casse »

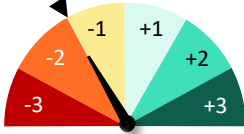
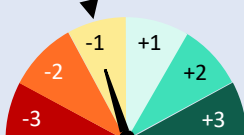
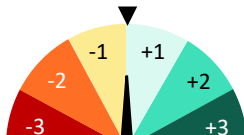
pas, ce qui ne semble pas être pour tout de suite. Et au risque de nous répéter, les dynamiques budgétaires des états auront un impact important sur la résistance de l'économie et du marché de l'emploi aux hausses de taux. Sur ce dernier point, le mois d'octobre a vu la Chine (140 mds de \$), le Japon (113 mds de \$) ou encore les Etats-Unis (100 mds de \$, pas encore voté, en lien avec les différents conflits) poursuivre des stratégies de relance qui ne feront que prolonger le cycle.

La prudence reste donc de mise, surtout après le très violent rebond de début novembre, les risques géopolitiques (et donc sur pétrole et Gaz) et une saison d'annonces de résultats pour le moment assez peu rassurante, que ça soit en termes de chiffre d'affaires ou en termes de « guidance ».

“

Le plus probable selon nous, c'est une inflation persistante, autour des 3-4%, tant que l'inflation salariale demeure aussi forte.

”

Actifs	Perspectives LFAM	Vision Stratégique
Actions		Nous restons toujours prudents sur les actions avec une préférence pour les actions US. La saison des résultats n'est pas de très bonne facture jusqu'ici selon nous, avec un risque de révisions à la baisse important pour les trimestres qui viennent.
Crédit		Les bilans des entreprises restent sains et les montants de dette à refinancer sont malgré tout assez faibles à court terme. Préférence marquée pour les parties courtes de courbe.
Taux		Une neutralité globale qui masque là aussi une forte préférence pour les parties courtes de courbe, ainsi que pour les obligations indexées vs nominales. nous favorisons la dette européenne relativement à la zone américaine.

Perspectives pour les mois de octobre et novembre

Nous maintenons des enveloppes de risques prudentes malgré une saisonnalité historiquement positive. La volatilité des parties longues de courbe de taux reste très élevée, avec des courbes toujours inversées malgré le mouvement récent, ce qui nous amène à conserver une préférence pour les parties courtes de courbe. Les marchés actions ne nous semblent pas encore refléter les politiques monétaires restrictives des banques centrales et les risques pesant sur les marges et donc les bénéfiques dans les trimestres qui viennent.

La Française Asset Management, société de gestion agréée par l'AMF (www.amf-france.org) sous le n°GP 97-076 le 1er juillet 1997. La Française AM Finance Services, entreprise d'investissement agréée par l'ACPR sous le n°18673 (www.acpr.banque-france.fr) et enregistrée à l'ORIAS (www.oriass.fr) sous le n°13007808 le 4 novembre 2016.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et ne constituent pas un engagement contractuel du Groupe La Française. Ces appréciations sont susceptibles d'évoluer sans préavis dans les limites du prospectus qui seul fait foi. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française.

Coordonnées internet des autorités de tutelle : Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) www.acpr.banque-france.fr, Autorité des Marchés Financiers (AMF) www.amf-france.org.

AGENDA

Novembre
Suite saison
résultats

14
novembre
Inflation US

15
novembre
Inflation UK

26
novembre
OPEC

30
novembre
Inflation
Euro

