

# REVUE MENSUELLE

## MACRO

### LE PÈRE NOËL ARRIVE MAIS LA RÉCESSION LE SUIT DE PRÈS

Les marchés veulent un rallye de fin d'année, nous avons donc un troisième bear market rally cette année particulièrement puissant (+13% en Europe, +16% sur le Dow Jones +9% sur le SMI depuis mi-octobre).

Motif : la publication de chiffres d'inflation aux Etats-Unis. Moins élevés que prévu, ces chiffres ont fait renaître l'espoir d'un relèvement moins marqué des taux. Face à la décrue de l'inflation, les investisseurs ont cru que la banque centrale américaine allait se réjouir des premiers signes de détente sur le front de l'inflation. Mais la Fed préfère s'assurer que tout est sous contrôle avant de conforter les marchés financiers.

La banque centrale va donc pouvoir devenir neutre et attendre les données passivement. Mais d'une part neutre ne veut pas dire pivot (parler d'une baisse des taux) ni remettre des liquidités dans le marché car l'inflation ne disparaît jamais du jour au lendemain (en moyenne il faut 16 mois pour un retour sous les 2%).

## PERSPECTIVES

### 2023 RÉCESSION, STAGFLATION, PIVOT, CHINE, UKRAINE ?

Nous ne nous laissons pas emporter par le rallye de fin d'année, nous pensons toujours que les marchés ne prennent pas en compte plusieurs choses :

- Les indicateurs macroéconomiques pointent vers une récession aux États-Unis et un ralentissement en Europe de manière plus dispersée.
- Les analystes ne prennent pas assez en compte encore la baisse des résultats attendus.
- Les banques centrales retirent massivement de la liquidité (Quantitative tightening) sur les marchés (qui était le principal moteur de la hausse).
- La banque centrale américaine ne bougera pas en 2023 sauf miracle (plusieurs représentants ont encore rappelé hier que les taux pouvaient évoluer entre 5 et 7% !). Le pivot semble improbable en 2023
- La BCE restera hawkish aussi avec l'inflation qui est encore plus importante à cause des prix d'énergie
- La Chine rouvrira un jour ! Quel effet sur les matières premières et donc sur l'inflation mondiale ?
- La guerre en Ukraine restera malheureusement d'actualité

Nous sommes convaincus que des niveaux intéressants seront trouvés pour les actions durant l'année à venir !



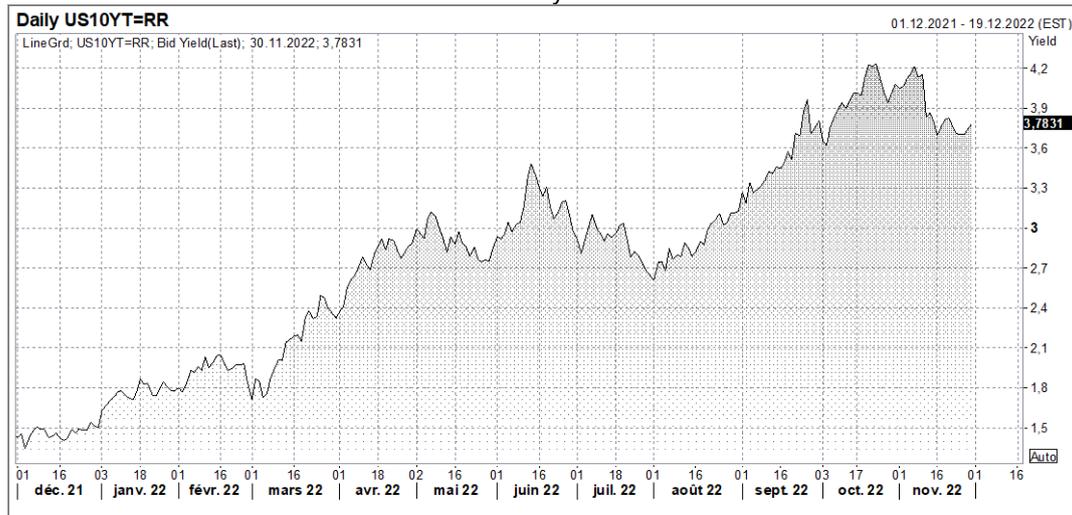


## MARCHÉ OBLIGATAIRE

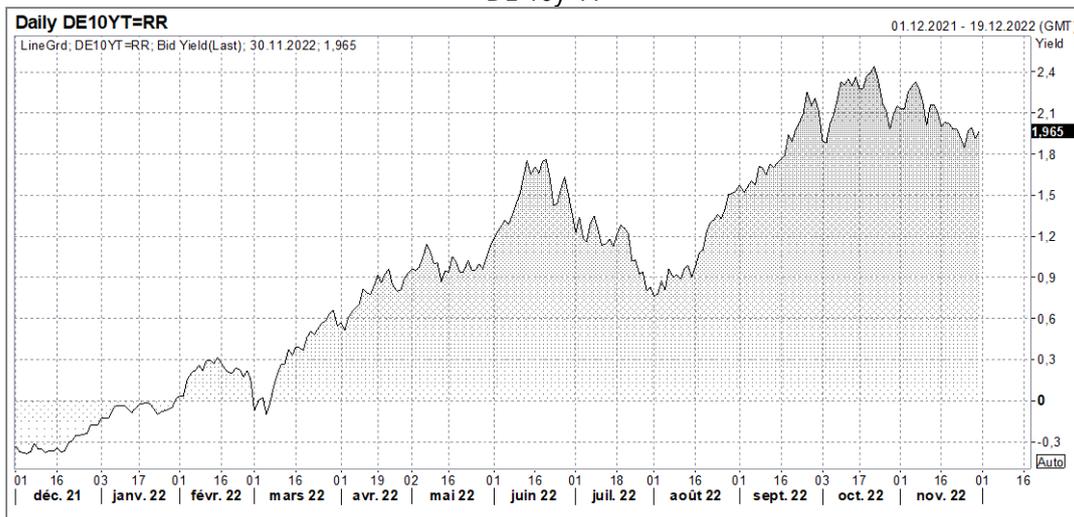
Après l'accalmie de l'inflation en octobre, les taux se sont contractés sur la plupart des obligations, européenne comme américaine. Nous nous attendons à ce que les bons du Trésor américain à 10 ans et les Bunds allemands culminent à 4,5 % et 2,75 % respectivement au premier semestre. Bien que nous soyons au sommet de l'aplatissement de la courbe des taux en Europe et États-Unis, une pentification importante est loin devant nous. Les prix de l'inflation semblent trop optimistes quant à la normalisation de l'inflation en Europe et aux États-Unis.

Des hausses plus modestes des taux d'intérêt sont en effet préférables et permettent d'atténuer la volatilité du marché obligataire. Il s'agit toujours d'un resserrement plus important alors que nous attendons l'impact de quatre hausses de 75 points de base d'affilée et que le marché passe progressivement de l'évaluation de l'inflation à celle de la récession.

US 10y 1Y



DE 10y 1Y



## MATIÈRES PREMIÈRES

L'or a été volatil en 2022. Il s'est redressé au premier trimestre lorsque des inquiétudes concernant la guerre en Ukraine et l'inflation sont apparues et que l'on ne savait pas encore comment les banques centrales allaient y répondre. Lorsqu'il est apparu clairement que les banques centrales avaient décidé de donner la priorité à la lutte contre l'inflation plutôt qu'au soutien de la croissance, l'or a chuté parallèlement à la reprise du dollar et à la hausse des taux réels américains.

À l'horizon 2023, nous pensons que l'or offre un gain asymétrique. Il continuera probablement à être sous pression en cas de nouvelles surprises de la Fed ou d'un atterrissage en douceur des États-Unis, mais l'ampleur de cette baisse serait limitée en raison du positionnement déjà déprimé des investisseurs pour le métal jaune. En revanche, si une récession américaine conduit la Fed à réduire ses taux, nous pensons que l'or pourrait se redresser.



Au cours des dernières semaines, les prix du pétrole ont de nouveau succombé aux inquiétudes croissantes concernant la croissance et les fondamentaux à venir, en raison de la hausse significative des cas de Covid en Chine. Alors qu'un dollar fort et des prévisions de demande en baisse resteront des vents contraires puissants pour les prix, la configuration structurelle haussière de l'offre de pétrole - due au manque d'investissement, à la faible capacité de réserve et aux stocks - n'a fait que se renforcer, selon nous, nécessitant inévitablement des prix plus élevés. Cependant, dans les mois à venir, nous nous attendons à ce que la demande augmente de manière saisonnière pour atteindre le pic de la demande de chauffage en hiver.

En conséquence, à partir du niveau actuel de positionnement et de prix déprimés, nous avons une vision haussière des prix et prévoyons que le prix du pétrole Brent atteindra 100 \$/b en 2023. Selon les hypothèses actualisées, il faudrait un atterrissage brutal de l'économie américaine pour justifier une baisse durable des prix.

