



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Avril 2023

MACROÉCONOMIE

Le mois de mars 2023 restera certainement dans les annales, marqué par la faillite de plusieurs banques américaines de taille moyenne ainsi que les déboires de Crédit Suisse (CS), déclenchés par les propos de l'un de ses principaux actionnaires, la Saudi National Bank, excluant tout nouvel investissement.

Ces événements ont donné lieu à des réactions rapides des autorités.

Aux États-Unis, la Fed, la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) et le Trésor ont annoncé la mise en place d'un solide filet de sécurité pour les banques (facilité de prêt) afin d'éviter des ruées plus importantes sur les dépôts. Et s'agissant de CS, la FINMA (autorité de surveillance des marchés financiers suisses) et la Banque nationale suisse ont réagi rapidement, ce qui a finalement conduit à une fusion arrangée, et historique, avec UBS.

Dans ce contexte incertain, la BCE s'en est tenue le 16 mars à la hausse préalablement annoncée de 50 pb, de 2,5% à 3% pour le taux de dépôt, rassurant les marchés sur le fait qu'il n'y avait pas de raison de paniquer, tout en confirmant sa détermination à lutter contre l'inflation. Elle a également abandonné toute orientation prospective, liant ses décisions futures aux données économiques et à la transmission de la politique monétaire.



LES PROPOS DE JEROME POWELL (PRÉSIDENT DE LA FED) LORS DE LA CONFÉRENCE DE PRESSE ONT ÉTÉ ACCOMMODANTS, RESSEMBLANT AU FAMEUX « PIVOT » QUE LES MARCHÉS ATTENDAIENT DEPUIS SI LONGTEMPS

En ne s'engageant pas à l'avance sur des relèvements futurs, elle dispose désormais d'une totale liberté d'action au cas où des risques extrêmes se matérialiseraient. Sa déclaration ferme – et légitime – sur la solidité du système financier en Europe et sur les outils de réaction dont dispose la BCE visait à préserver la confiance et à permettre une poursuite des hausses de taux jusqu'à ce que l'inflation recule davantage.

La Fed s'est réunie une semaine plus tard et a procédé à un relèvement de 25 pb, comme largement attendu. Cela dit, les propos de Jerome Powell lors de la conférence de presse ont été accommodants, ressemblant au fameux « pivot » que les marchés attendaient depuis si longtemps, avec trois principaux messages.

Tout d'abord, les récents événements changent la donne pour la Fed, car ils resserrent les conditions monétaires dans une mesure « difficile à évaluer » et devraient être considérés comme substituts à des hausses de taux. L'estimation médiane de la Fed pour 2023 étant toujours de 5,1%, cette hausse constituait probablement la dernière ou l'avant-dernière.

PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 31/03/2023

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



Source : Bloomberg, 31/03/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Un atterrissage en douceur est officiellement devenu une perspective extrêmement improbable, Jerome Powell reconnaissant que l'impact des turbulences bancaires sur le resserrement du crédit est susceptible d'être « tout à fait réel », tout en déclarant qu'il est trop tôt pour dire si un atterrissage en douceur peut encore être réalisé. Il tentera probablement désormais de calibrer la politique pour limiter l'ampleur de la récession.

La fin du cycle de resserrement est proche. La question porte aujourd'hui sur le calendrier de la première baisse des taux. Un large fossé s'est creusé entre les marchés, qui s'attendent à un abaissement dès cet été, et la Fed, qui insiste sur le fait que tel n'est pas son scénario de base. La réalité dépendra probablement des données, une récession et/ou instabilité financière déclenchant la première baisse.

Entre-temps, les indices PMI de mars ont, à la surprise générale, largement dépassé les attentes, le composite atteignant 53,3, en territoire nettement expansionniste. La progression est toutefois inégale, principalement due aux services. La légère hausse du côté manufacturier (qui demeure en contraction) est principalement due à l'amélioration des chaînes d'approvisionnement, mais les nouvelles commandes, le meilleur indicateur avancé, accusent six mois consécutifs de baisse.

Au final, nous continuons de penser que ce cycle inflationniste se terminera par une récession, comme tous les cycles économiques traditionnels de type « boom-bust ».

MARCHÉS ACTIONS

En mars, les rendements des actions mondiales ont été légèrement positifs...

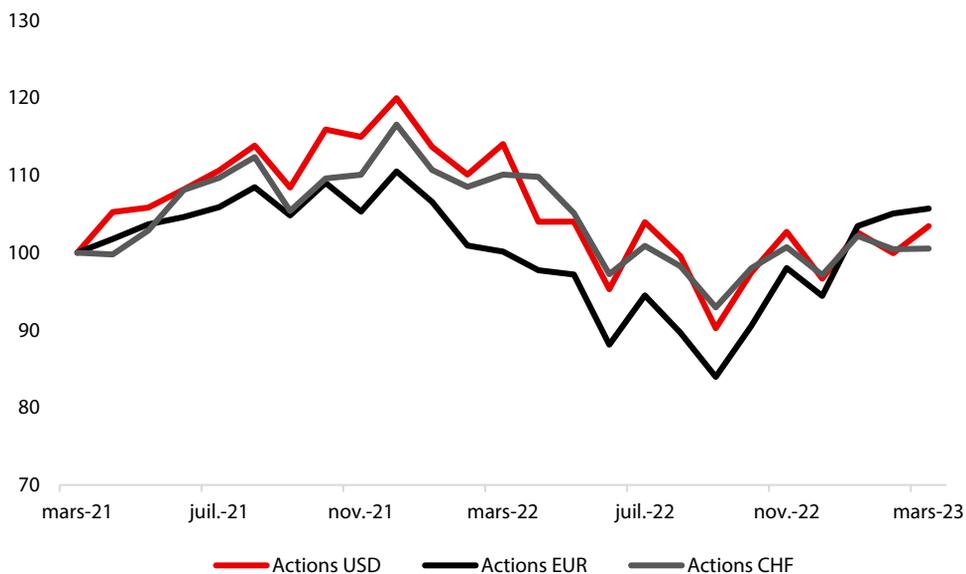
La dynamique cross assets s'est brusquement inversée en mars, d'abord avec l'effondrement de SVB aux États-Unis et les incidents qui ont suivi avec Crédit Suisse en Europe. Les actions, en particulier en Europe, en ont souffert le plus. Néanmoins, les actifs risqués se sont à nouveau retournés vers la fin du trimestre, la crise étant maîtrisée.

En mars, les rendements des actions mondiales ont été légèrement positifs, les marchés émergents parvenant tout juste à surpasser les marchés développés. Les actions américaines à durée longue ont été les plus performantes, les prévisions de taux ayant considérablement baissé. L'Europe, en particulier les marchés périphériques à forte composante financière, a subi des baisses, les problèmes des banques ayant dominé le discours du marché. La durée et les positions défensives se sont mieux comportées en mars lorsque les actifs risqués ont été ébranlés, ce qui a permis aux valeurs technologiques et aux valeurs de consommation de se classer en tête. Les valeurs financières, l'immobilier et l'énergie ont été les plus touchées, en raison de leur forte dépendance au crédit et à l'économie réelle. Les profils de rendement en mars ont été quelque peu différents, les valeurs de rendement ayant souffert de la sous-performance des banques et de l'énergie et des craintes de récession. Les titres à faible volatilité et de qualité ont été très demandés, de même que les titres de croissance, les préoccupations en matière de sécurité étant au premier plan dans un contexte de baisse des taux. Les petites capitalisations à bêta élevé ont fortement baissé, tandis que le momentum a continué de sous-performer.

MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF

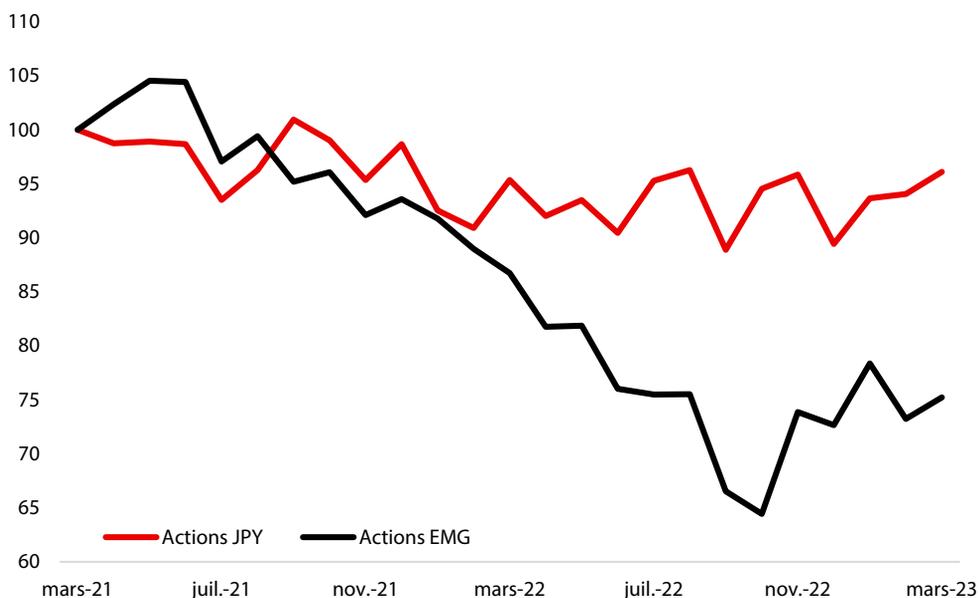
PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/03/2023

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS

PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/03/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉS OBLIGATAIRE

Les courbes des rendements des obligations souveraines ont baissé, avec une surperformance matérielle de la partie courte, notamment car les inquiétudes concernant l'impact durable des tensions bancaires régionales américaines sur les conditions financières impliquent un taux terminal plus bas. Il est important de noter que la corrélation entre les obligations d'État cœur et les actifs risqués a diminué de manière significative, et nous nous attendons à ce que ce changement de régime perdure.

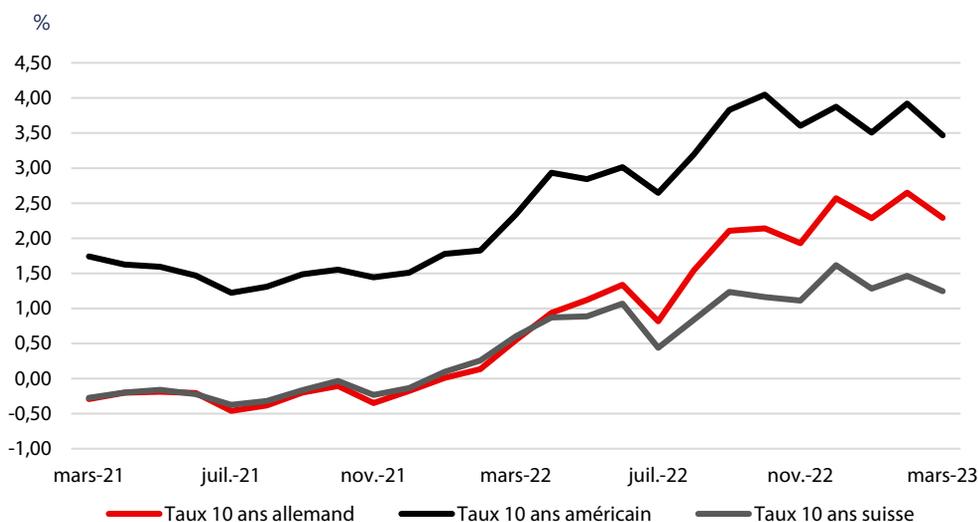
Le risque bancaire a dominé le narratif des marchés financiers en mars, et les événements récents ont rappelé au marché l'importance de la structure du passif d'une banque et de sa rentabilité. Il s'agissait d'une crise de confiance et de liquidité et il est très peu probable qu'elle se transforme en une nouvelle crise financière de grande ampleur.

Le crédit bancaire a logiquement sous-performé, les AT1s affichant une volatilité accrue à la suite de l'amortissement complet de la valeur nominale des AT1s Crédit Suisse. Au-delà de la perte associée aux AT1 de Crédit Suisse, la hiérarchie des créances n'a pas été respectée, une ordonnance d'urgence fournissant la base juridique. Cette situation a amplifié les baisses de prix, avec des décollectes importantes des principaux fonds et des ventes forcées, compensées par une forte demande de la part des fonds spéculatifs, des fonds "distressed" et des fonds d'obligations flexibles. Les banques régionales américaines et Crédit Suisse étant considérés comme des problèmes spécifiques et non systémiques, et les fondamentaux des banques européennes étant aussi bons qu'on puisse s'en souvenir, cela a créé l'une des opportunités d'achat les plus convaincantes depuis très longtemps.



AVEC UNE POLITIQUE MONÉTAIRE À DES NIVEAUX TRÈS RESTRICTIFS, LA CORRÉLATION ENTRE LES OBLIGATIONS D'ÉTAT ET LES ACTIFS RISQUÉS A CHUTÉ DE MANIÈRE SIGNIFICATIVE

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/03/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

L'USD s'est affaibli en mars, les turbulences bancaires ayant amené les marchés à revoir sensiblement à la baisse le taux terminal attendu pour la Fed. Mais même si le taux terminal pourrait effectivement être atteint prochainement, leurs anticipations de baisses de taux déjà cet été semblent quelque peu prématurées. Un recul dans le temps de ces attentes pourrait soutenir le dollar à court terme, bien que de nouvelles instabilités bancaires auraient l'effet inverse, entraînant potentiellement de la volatilité et un manque de direction pour la devise.

À moyen terme, nous pensons que le pic du dollar observé en 2022 ne sera pas atteint, tout en reconnaissant également son caractère de valeur refuge, qui pourrait apporter un soutien lorsque la récession frappera véritablement.

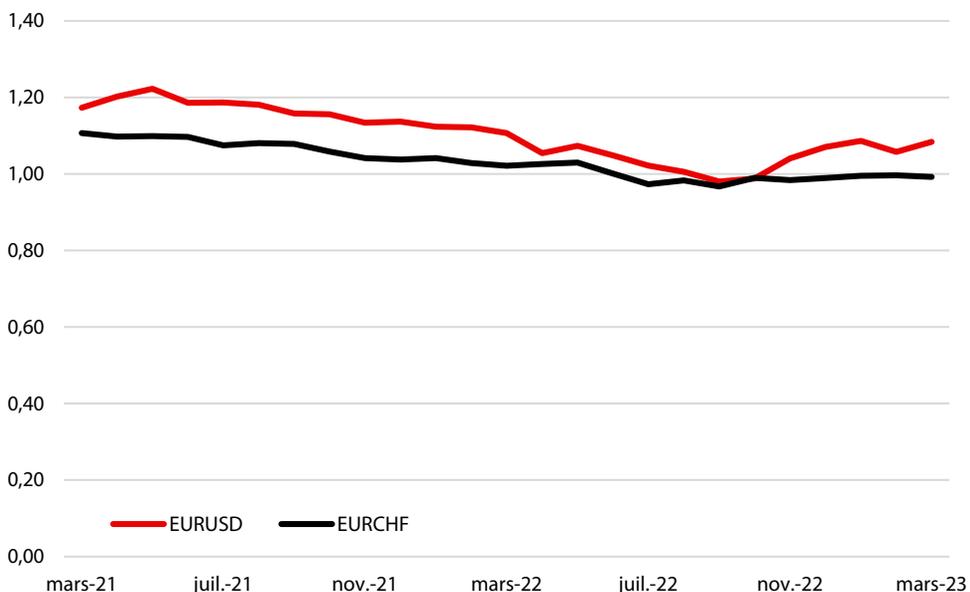
Nous estimons que la juste valeur de l'EUR-USD se situe autour de 1,10-1,15. Si la BCE se montre, comme elle l'a indiqué, relativement agressive, l'euro pourrait rester soutenu par rapport au dollar. Une récession pèserait toutefois probablement sur la paire.

La paire EUR-CHF pourrait continuer d'évoluer dans une fourchette, l'impact des récents déboires de Crédit Suisse sur la confiance n'étant pas encore clair. D'un autre côté, le fait que l'inflation globale en Suisse soit proche d'un plus haut sur 30 ans a conduit à un message agressif de la part de la BNS, lequel pourrait soutenir le CHF. En outre, le CHF tend à surperformer en période de ralentissement conjoncturel mondial.

La paire JPY-USD offre également un potentiel haussier considérable. Le recul du yen en 2022 est entièrement imputable à la divergence de politique monétaire entre le Japon et les États-Unis, qui finira par s'estomper. Le yen bénéficierait également de tout nouvel ajustement des paramètres de la politique de la Banque du Japon, et il tend à surperformer en période de ralentissement mondial.

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 31/03/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Le marché pétrolier reste coincé entre les forces concurrentes d'une offre limitée et d'une croissance mondiale ralentie.

Bien que la réouverture rapide de la Chine puisse accroître la demande, cela ne devrait pas suffire à porter les prix de l'énergie à de nouveaux sommets.

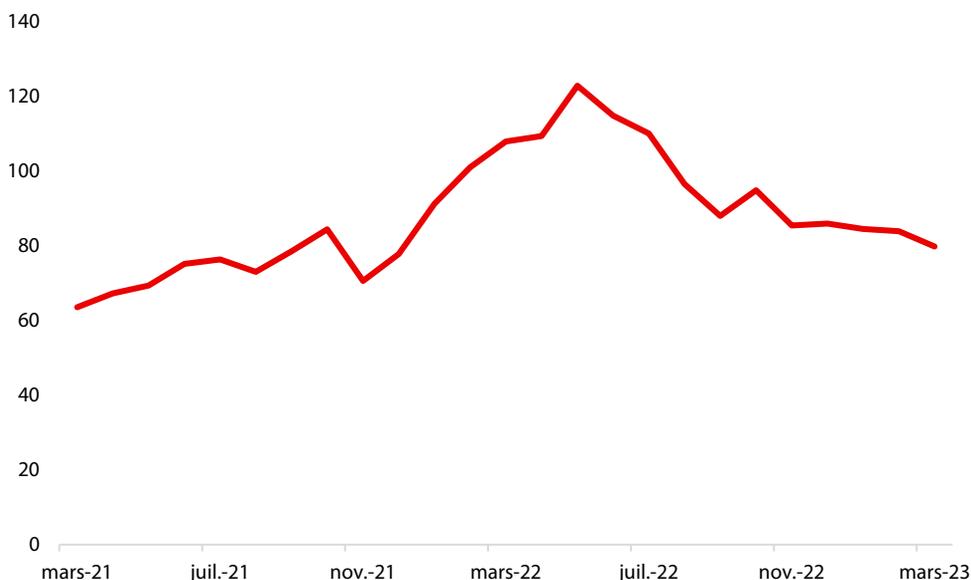
Nous continuons de penser qu'un ralentissement économique marqué dans la dernière partie de l'année limitera le potentiel de hausse des prix de l'énergie.



Nous continuons de penser qu'un ralentissement économique marqué dans la dernière partie de l'année limitera le potentiel de hausse des prix de l'énergie

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 31/03/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

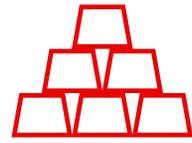
MATIÈRES PREMIÈRES

OR

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

Nous pourrions assister à une stabilisation des problèmes bancaires à court terme, ce qui entraînerait un recul de l'or depuis le niveau actuel de 2000, qui semble laisser très peu de potentiel haussier.

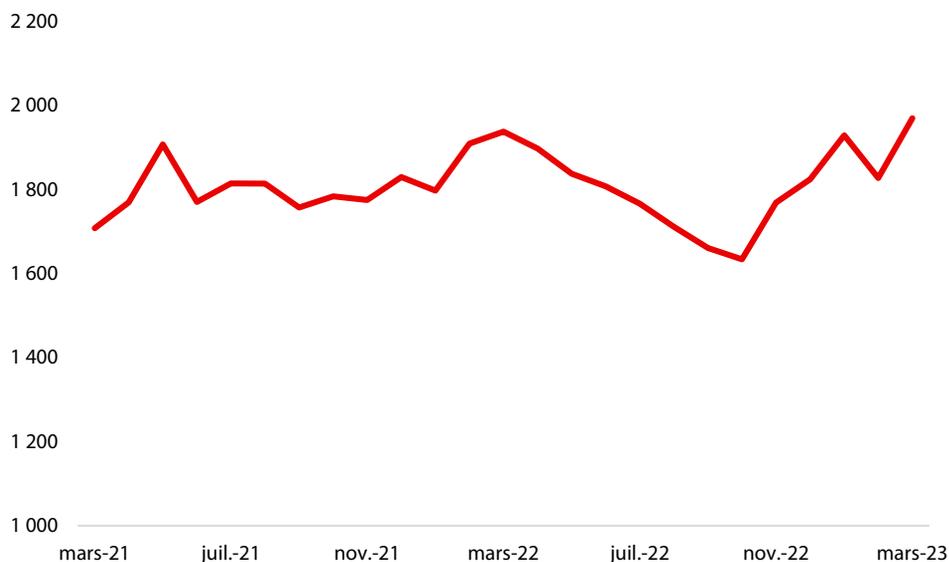
Un contexte plus favorable pour renforcer l'exposition à l'or pourrait survenir dans les prochains mois, à des niveaux de prix moindres et des taux d'intérêt des banques centrales au plus haut.



Un contexte plus favorable pour renforcer l'exposition à l'or pourrait survenir dans les prochains mois

OR

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS

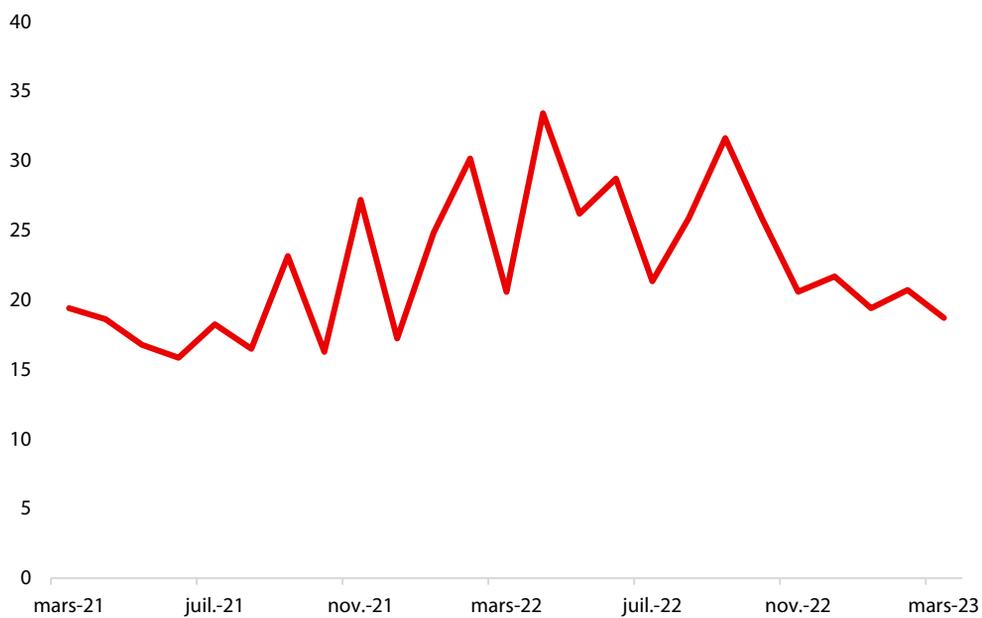


Source : Bloomberg, 31/03/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/03/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
5-avr.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	mars-23	55,1
	Zone euro	PMI services Markit	avr.-23	55,0
	Royaume Uni	PMI services Markit	avr.-23	52,9
6-avr.	Allemagne	Production industrielle	févr.-23	3,5
	Suisse	Taux de chômage	mars-23	1,9
7-avr.	Etats-Unis	Emplois	mars-23	311,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	mars-23	3,6
11-avr.	Chine	Inflation	mars-23	1,0
12-avr.	Etats-Unis	Inflation	mars-23	6,0
	Etats-Unis	Minutes de la Fed	mars-24	
13-avr.	Chine	Exportations	mars-23	-1,3
	Zone euro	Production industrielle	févr.-23	0,7
14-avr.	Etats-Unis	Confiance des ménages	avr.-23	62,0
	Etats-Unis	Production industrielle	mars-23	0,0
18-avr.	Chine	Ventes au détail	janv.-23	-1,8
	Chine	Croissance du PIB	mars-23	2,9
	Chine	Production industrielle	mars-23	2,4
	Royaume Uni	Taux de chômage	févr.-23	3,7
19-avr.	Royaume Uni	Inflation	mars-23	10,4
	Japon	Production industrielle	mars-23	4,5
20-avr.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	avr.-23	-23,2
21-avr.	Zone euro	PMI manufacturier Markit	avr.-23	47,3
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	avr.-23	47,9
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	avr.-23	49,2
24-avr.	Allemagne	Climat des affaires ifo	avr.-23	93,3
27-avr.	Etats-Unis	Croissance du PIB	mars-23	2,6
28-avr.	Zone euro	Croissance du PIB	mars-23	0,0
	France	Croissance du PIB	mars-23	0,1
	Allemagne	Croissance du PIB	mars-23	-0,4
	Italie	Croissance du PIB	mars-23	-0,1
	Japon	Réunion de la Banque du Japon	avr.-23	-0,1
	Suisse	Indicateur avancé Kof	avr.-23	98,2



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 mars 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.