



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des
marchés financiers et
perspectives

Février 2023

MACROECONOMIE

Le passage de 2022 à 2023 s'est fait sur fond de ralentissement toujours attendu de la croissance américaine, tandis que les prévisions de fin d'année dernière particulièrement sombres pour la zone euro se sont nettement améliorées grâce à l'effondrement des prix du gaz et la réouverture de la Chine.

Aux États-Unis, la plupart des indicateurs avancés publiés en janvier ont continué à présager d'un contexte récessionniste plus tard dans l'année ; l'indice Empire Manufacturing a chuté à des niveaux jamais vus depuis la crise financière, hors période Covid, et les indices PMI sont toujours clairement en territoire de contraction. Les données concrètes commencent également à montrer des signes de ralentissement, avec des ventes au détail et une production industrielle qui ont fortement reculé en décembre. Dans le même temps, le rapport sur l'emploi de décembre a témoigné d'une situation qui reste tendue, avec tout de même un ralentissement progressif. Le rythme mensuel de créations d'emplois (223'000) a atteint son plus faible niveau depuis décembre 2020 et la croissance des salaires est tombée à 4,6% en glissement annuel. Le taux de chômage reste stable autour de ses plus bas historiques (3,5%), ce qui est cohérent avec le fait qu'il s'agit de l'indicateur économique réel le plus retardé. Il devrait s'inscrire à la hausse dans la dernière partie de l'année.



LE PASSAGE DE 2022 À 2023 S'EST FAIT SUR FOND DE RALENTISSEMENT TOUJOURS ATTENDU DE LA CROISSANCE AMÉRICAINE, TANDIS QUE LES PRÉVISIONS DE FIN D'ANNÉE DERNIÈRE PARTICULIÈREMENT SOMBRES POUR LA ZONE EURO SE SONT NETTEMENT AMÉLIORÉES



L'inflation suit désormais une tendance baissière bien établie, le pic ayant été confirmé en décembre. La composante « logement », persistante et avec un effet retard, est la seule à encore pénaliser les chiffres mensuels d'inflation sous-jacente et devrait se normaliser dans le courant de l'année, selon l'indicateur prospectif NAHB de l'activité et du sentiment en matière de logement aux États-Unis.

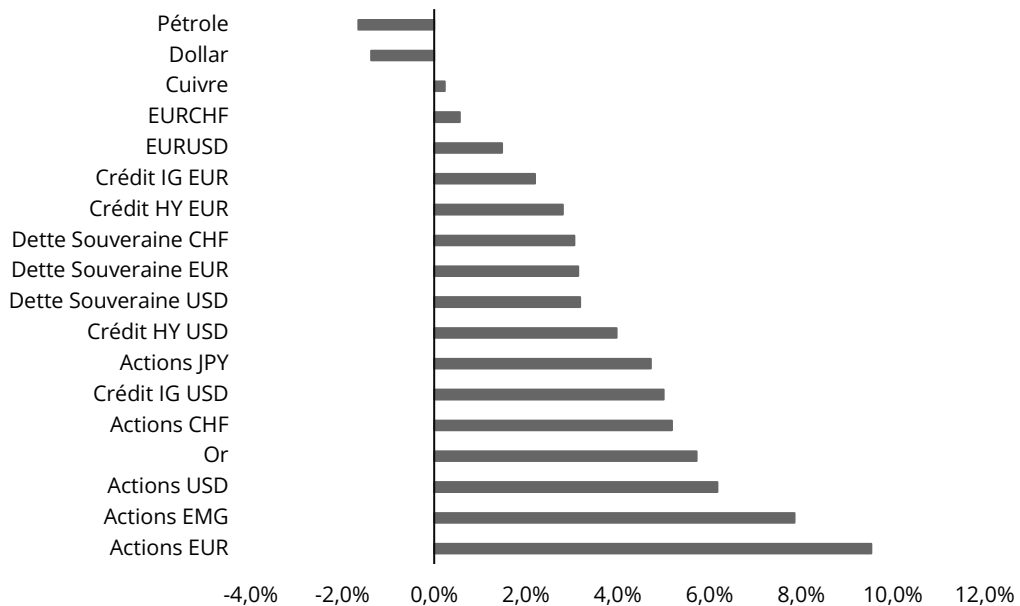
Par conséquent, la fin du cycle de resserrement de la politique monétaire américaine est désormais bien anticipée par les marchés, et le suspense se déplace vers le cycle d'assouplissement. Les attentes de baisses des taux en début de 2ème trimestre 2023 paraissant prématurées, il est probable qu'un certain réajustement des prix sera nécessaire, ce qui pourrait affecter la dynamique des actifs à risque.

Janvier a également été marqué par le début d'une nouvelle saga sur le plafond de la dette, le gouvernement ayant officiellement atteint sa limite d'emprunt le 19 janvier. Si le plafond finit toujours par être relevé (à 10 reprises depuis 2011), la configuration politique actuellement tendue augure de risques de perturbation qui pourraient être plus élevés que d'habitude, avec une incertitude potentiellement plus importante et une politique budgétaire plus stricte, ce qui renforce notre opinion prudente sur l'économie américaine.

PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

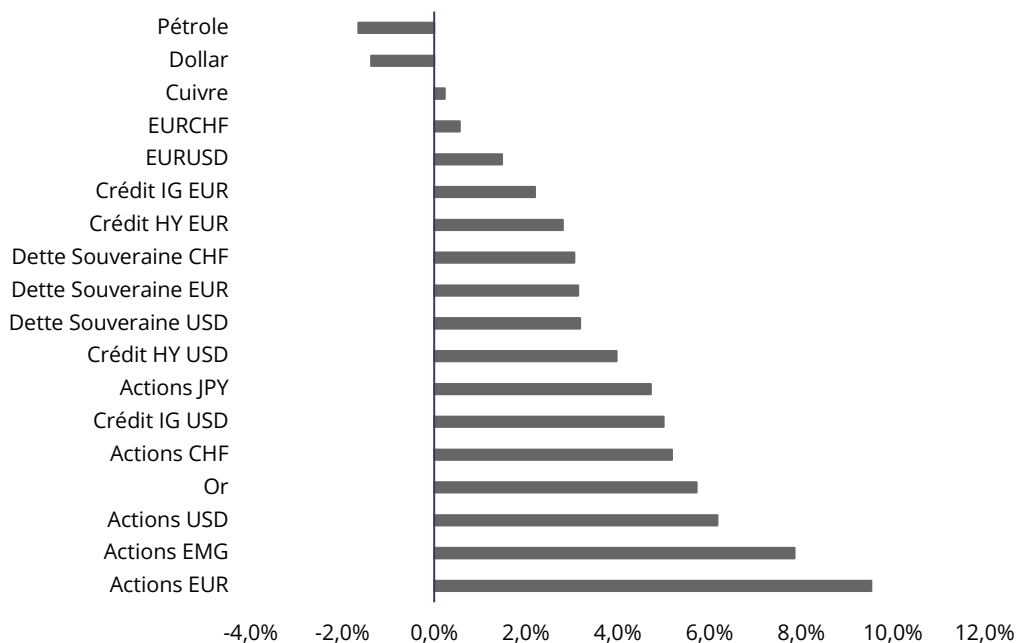
PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 31/01/2023

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source : Bloomberg, 31/01/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROECONOMIE (suite)

Dans la zone euro, les risques macroéconomiques liés à l'énergie ont pratiquement disparu, dans la mesure où les conditions météorologiques plus douces, la baisse de la consommation ajustée aux conditions météorologiques et la forte augmentation des importations de GNL ont entraîné une rapide reconstitution des stocks et un effondrement des prix.

En outre, la réouverture de la Chine donnera un grand coup de pouce aux exportateurs européens, en particulier à l'Allemagne, dissipant un autre nuage qui pesait sur les perspectives de la région. Par conséquent, le principal risque résiduel a trait à l'attitude, potentiellement trop agressive, de la BCE. Sans preuve à ce stade d'une spirale salaires-prix, un niveau de taux directeur largement supérieur à 3% pourrait en effet entraîner un ralentissement plus sévère que celui nécessaire pour contenir une inflation essentiellement due à l'offre.

Enfin, après trois années difficiles, la Chine s'apprête à connaître un important rebond cyclique, à mesure que s'estomperont simultanément en 2023 la politique du zéro-Covid, le resserrement réglementaire et le désendettement du secteur immobilier.

Des interrogations subsistent quant à la capacité de rebond de la confiance des consommateurs, le véritable bilan des décès étant difficile à suivre depuis l'étranger. Si cela se produit, l'épargne excédentaire importante pourra être exploitée et contribuer à la croissance de 2023.

MARCHÉS ACTIONS

Nous restons positionnés sur les actions à durée longue ayant des valorisations bon marché qui sont pour la plupart composées par le segment des énergies renouvelables

Les actions mondiales ont fortement rebondi en janvier grâce à l'amélioration des chances d'un atterrissage en douceur aux États-Unis et à de meilleures perspectives de croissance dans l'UE et en Chine. Les marchés étaient clairement « risk on », les actions ayant enregistré le deuxième meilleur mois de janvier en plus de trois décennies.

L'Europe a surperformé parmi les pays développés, tous les principaux marchés de l'UE enregistrant de solides performances grâce à la chute des prix du gaz naturel et à la révision à la hausse des attentes de croissance en Chine. Les indices défensifs comme le FTSE 100 et le SMI étaient les sous-performeurs.

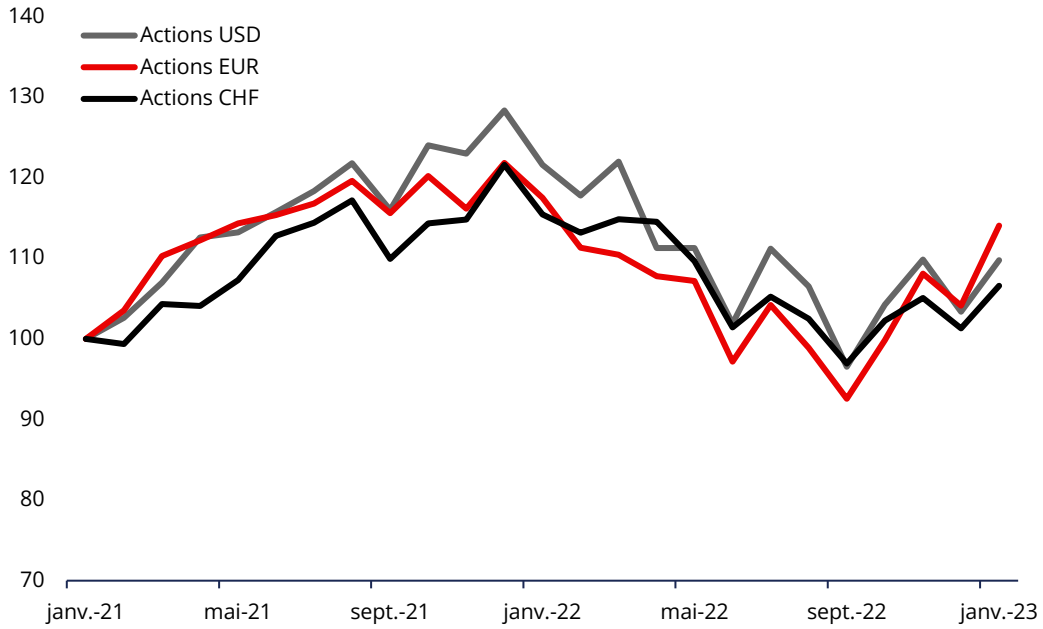
Le facteur croissance a surperformé les autres facteurs et a connu son meilleur mois depuis juillet 2022. Avec une tendance à la baisse de l'inflation, les hausses de taux des banques centrales ont probablement atteint leur phase finale, réduisant ainsi le risque de durée et profitant aux actifs de croissance.

Bien que nous reconnaissons que le risque européen lié au prix du gaz et à la réouverture de la Chine ait été réduit, nous pensons que le marché est allé trop loin, notamment grâce à la couverture des « shorts » futures européens.

MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF

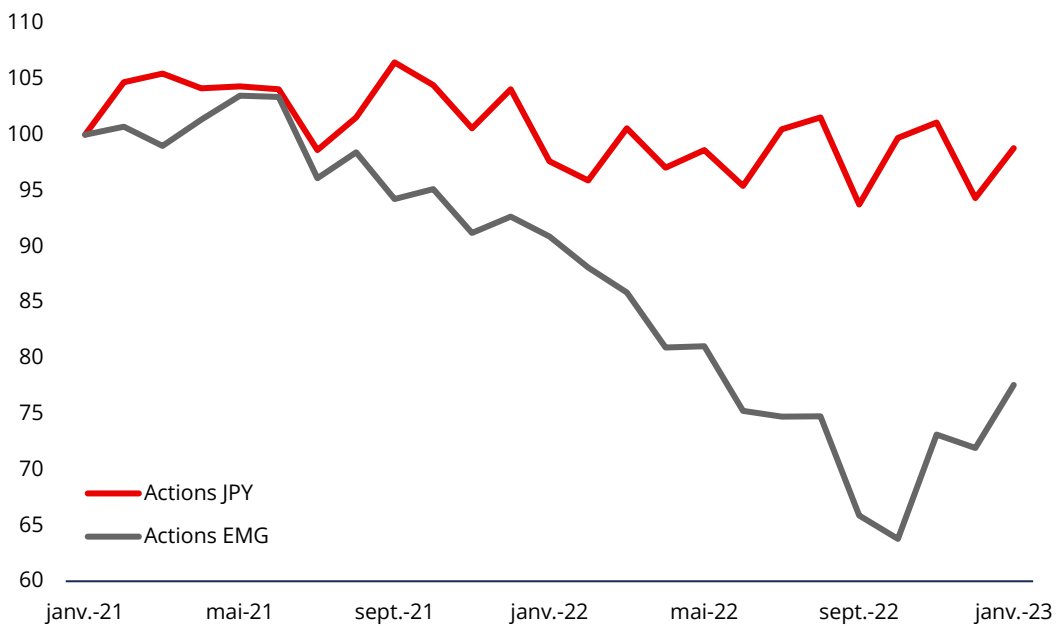
PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/01/2023

MARCHÉS ACTIONS JAPON - PAYS EMERGENTS

PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/01/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Les rendements des obligations d'État ont baissé de manière significative, les bons du Trésor américain surperformant, alors que la tendance à la désinflation s'accélère, que la Fed ralentit le rythme de ses hausses de taux et se rapproche d'une pause. La récente et forte baisse des prix du gaz contribue également à réduire le risque d'inflation dans la zone euro. Alors que les taux directeurs devraient atteindre des niveaux très restrictifs au premier trimestre et que les perspectives d'inflation s'améliorent, la volatilité implicite des taux d'intérêt n'a cessé de diminuer, atténuant ainsi un vent contraire significatif pour le crédit aux entreprises.

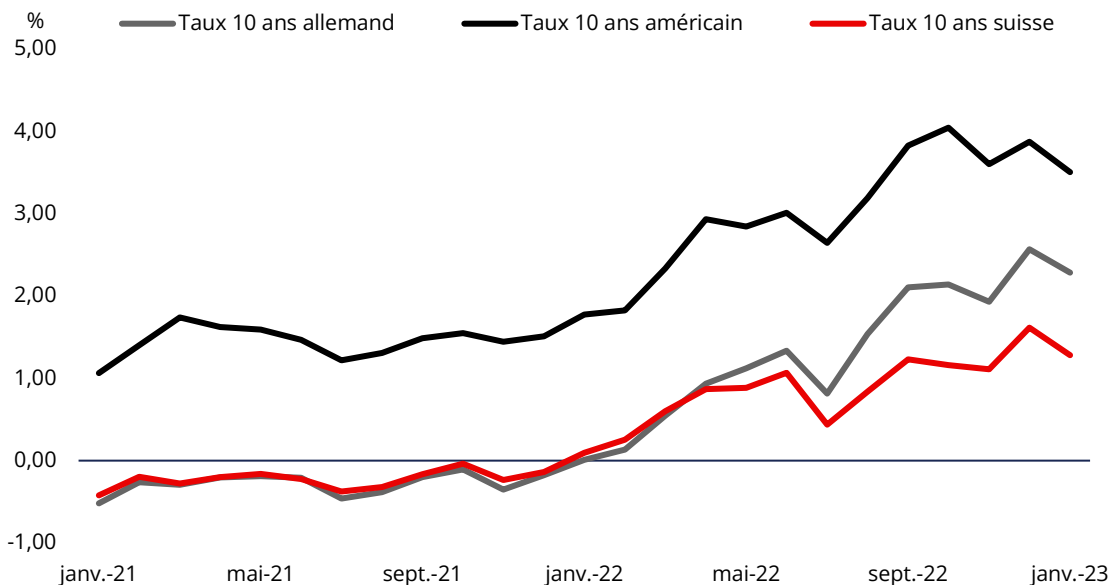
Les marchés primaires ont été extrêmement actifs, avec des niveaux d'émission record en janvier pour les banques européennes qui se préparent aux prochains remboursements de TLTRO. Le risque sur les bénéfices est considéré comme particulièrement faible pour les banques européennes dans ce cycle. Les financières ont surperformé les non-financières, la demande pour le secteur bancaire l'emportant sur des volumes primaires importants. Les AT1 ont logiquement surperformé, en particulier les nouvelles émissions libellées en diverses devises sortant à des niveaux attractifs et s'étant bien négociées post-émission.



**LES SPREADS DE CRÉDIT ONT
POURSUIVI LEUR TENDANCE AU
RESSERREMENT**



RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/01/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

Le dollar a continué de s'affaiblir en janvier, la Fed étant en passe de conclure son cycle de resserrement dans les prochains mois, tandis que les inquiétudes concernant la croissance mondiale se sont apaisées avec une économie américaine qui continue de bien résister, une réouverture de la Chine et l'évitement très probable d'une crise énergétique en Europe.

Si le pic de l'USD est probablement passé, la tendance baissière pourrait quelque peu ralentir à mesure que les préoccupations relatives à la croissance prennent le dessus plus tard dans l'année.

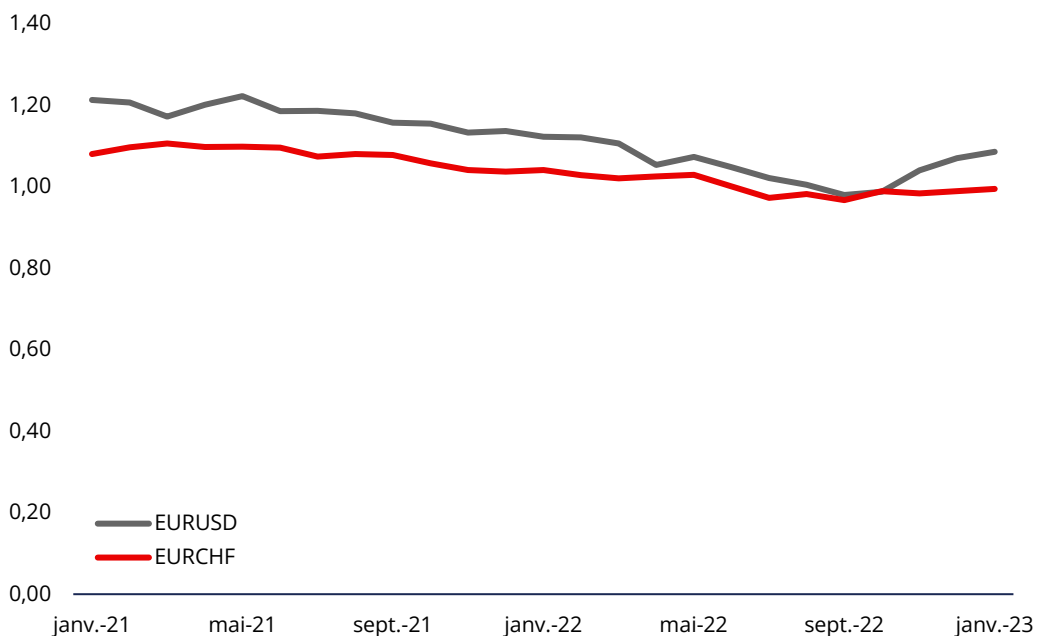
Avec une juste valeur de la paire EUR-USD probablement située autour de 1,15, il reste encore une certaine marge de progression, les différentiels de politique monétaire et de croissance jouant probablement plutôt en faveur de l'EUR en 2023.

De même, la paire EUR-CHF devrait bénéficier du différentiel de politique monétaire. La BCE reste confrontée à une inflation élevée, tandis que la Banque nationale suisse a moins de raisons de procéder à des hausses agressives, vu le niveau modéré de l'inflation.

La paire JPY-USD semble aussi appelée à progresser encore, malgré un mouvement de retracement déjà très important. Le moteur exclusif de la baisse du yen en 2022 a été la divergence de politique monétaire entre le Japon et les États-Unis, laquelle continuera de s'atténuer. Le yen bénéficierait également de toute nouvelle modification des paramètres de la politique de la Banque du Japon, et il tend à surperformer pendant les ralentissements mondiaux.

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 31/01/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Alors que le marché du pétrole reste coincé entre une offre limitée et un ralentissement de la croissance mondiale, la réouverture rapide de la Chine et la faiblesse du dollar ont considérablement changé la donne de court terme, soutenant les prix du pétrole brut, ce qui pourrait se poursuivre en 2023.

Avec la levée de quasiment toutes les restrictions à la mobilité en Chine, la demande du pays pourrait rebondir de manière significative, les voyages internationaux constituant une source importante de demande supplémentaire de pétrole. En outre, l'embargo européen de février prochain sur le pétrole russe pourrait remettre en question les niveaux d'approvisionnement mondiaux.

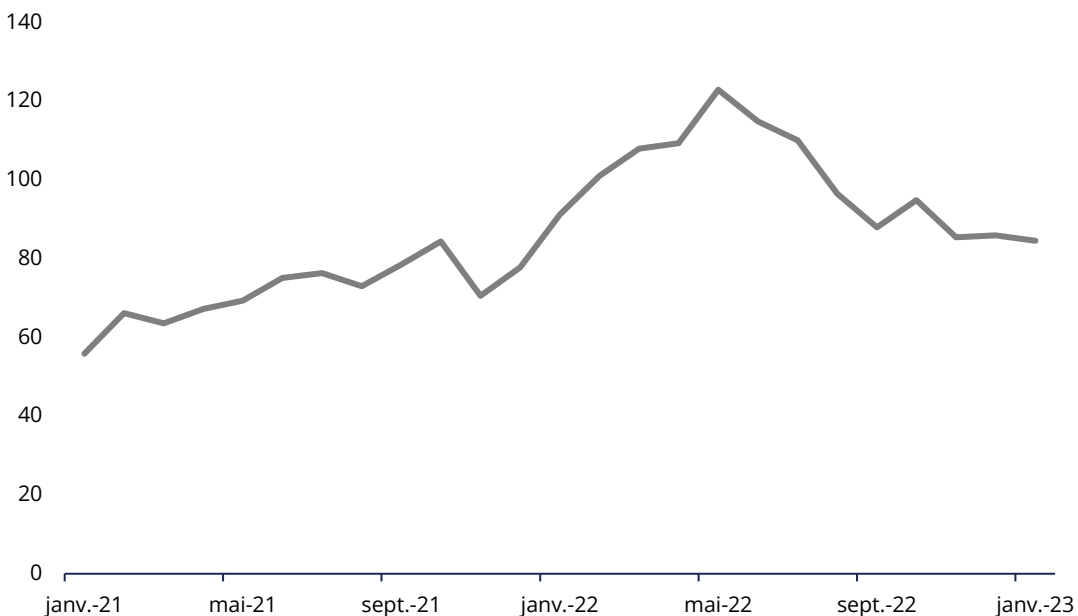
Une stabilisation des prix du pétrole devrait s'ensuivre, au moins au cours des prochains mois. Cela dit, un ralentissement économique marqué dans la dernière partie de l'année pourrait limiter le potentiel haussier.



La réouverture rapide de la Chine pourrait continuer à soutenir les prix du pétrole, avec toutefois un potentiel haussier limité par un ralentissement conjoncturel plus tard dans l'année

PÉTROLE

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 31/01/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

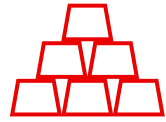
OR

La progression de l'or depuis ses points bas de début novembre s'est poursuivie sans relâche en janvier, le prix du métal jaune dépassant désormais largement les 1900 \$ par once.

Si ce mouvement haussier peut s'expliquer par le fait que la Fed approche de la fin de son cycle de resserrement, par un dollar plus faible et par les craintes d'un ralentissement économique à venir, les prix actuels ne sont pas en phase avec des taux réels élevés et positifs.

Ainsi, le risque à la baisse depuis les niveaux actuels dépasse probablement le potentiel haussier.

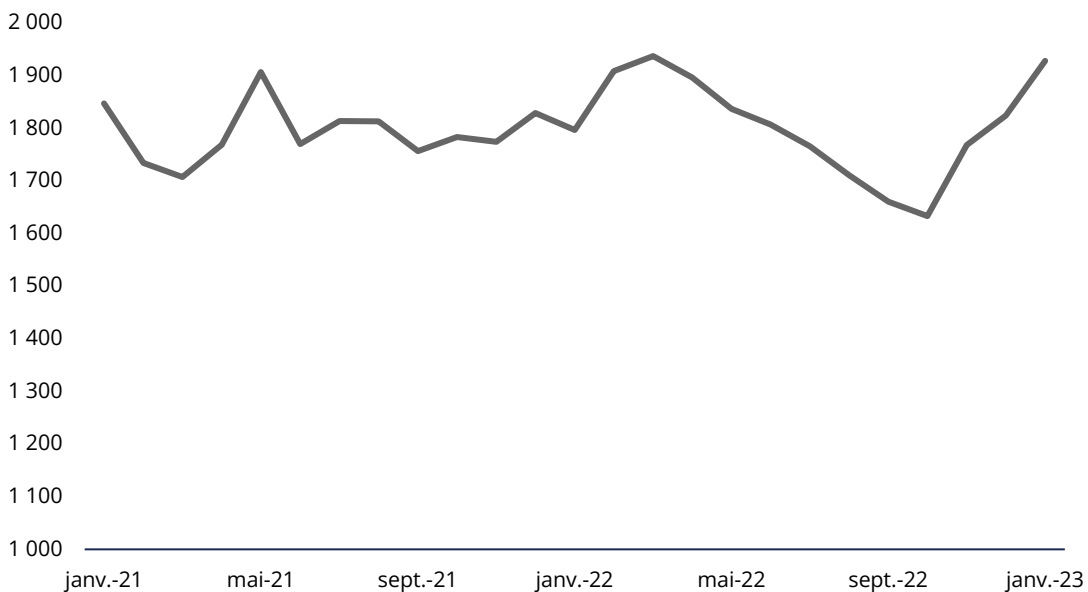
Il pourrait être judicieux d'acheter de l'or à des niveaux plus bas, avec des taux réels en voie de compression, lorsqu'approcheront la récession et le cycle d'assouplissement.



Les prix actuels de l'or ne se justifient pas dans ce contexte de taux réels élevés et positifs

OR

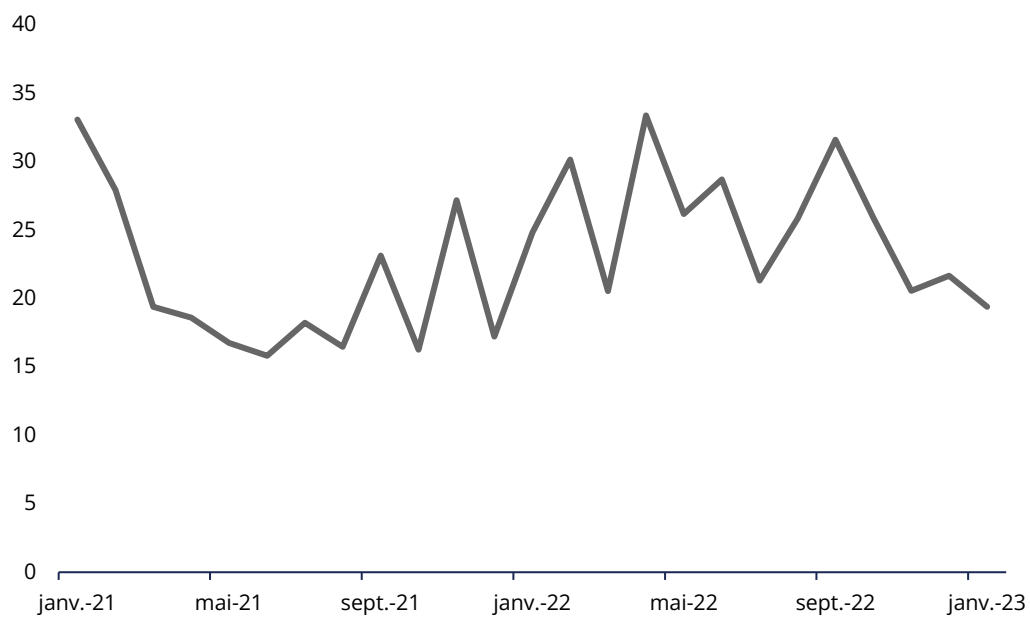
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/01/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ - INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/01/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
1-févr.	Etats-Unis	Réunion de la Fed	janv.-23	4,5
	Etats-Unis	PMI manufacturier	févr.-23	48,4
	Zone euro	Inflation	févr.-23	9,2
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	févr.-23	47,8
	Zone euro	Taux de chômage	janv.-23	6,5
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	févr.-23	45,3
	Suisse	PMI manufacturier	févr.-23	54,1
2-févr.	Zone euro	Réunion de la BCE	janv.-23	2,0
	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	mars-23	3,5
3-févr.	Etats-Unis	Emplois	janv.-23	223,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	janv.-23	3,5
	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	janv.-23	49,2
	Zone euro	PMI services Markit	févr.-23	50,7
	Royaume Uni	PMI services Markit	févr.-23	48,0
7-févr.	Allemagne	Production industrielle	déc.-22	0,2
	Suisse	Taux de chômage	janv.-23	1,9
10-févr.	Etats-Unis	Confiance des ménages	févr.-23	64,9
	Chine	Inflation	janv.-23	1,8
	Royaume Uni	Croissance du PIB	déc.-22	-0,3
13-févr.	Suisse	Inflation	janv.-23	2,8
14-févr.	Etats-Unis	Inflation	janv.-23	6,5
	Zone euro	Emploi	déc.-22	0,3
	Zone euro	Croissance du PIB	mars-23	0,1
	France	Taux de chômage	déc.-22	7,3
	Royaume Uni	Taux de chômage	déc.-22	3,7
	Japon	Production industrielle	janv.-23	-0,1
	Japon	Croissance du PIB	déc.-22	-0,8
	15-févr.	Etats-Unis	Production industrielle	janv.-23
Zone euro	Production industrielle	déc.-22	1,0	
Royaume Uni	Inflation	janv.-23	10,5	
16-févr.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	févr.-23	-8,9
21-févr.	Japon	PMI manufacturier Nikkei	févr.-23	48,9
22-févr.	Etats-Unis	Minutes de la Fed	mars-24	
	Allemagne	Climat des affaires ifo	févr.-23	90,2
23-févr.	Etats-Unis	Croissance du PIB	mars-23	2,9
24-févr.	Allemagne	Croissance du PIB	mars-23	-0,2
28-févr.	France	Croissance du PIB	mars-23	0,1
	Suisse	Croissance du PIB	déc.-22	0,2
	Suisse	Indicateur avancé Kof	févr.-23	97,2



Financière des Victoires
75 Boulevard Haussmann
75008 Paris
is@financieredesvictoires.com

Tel : 01 47 57 00 94

www.financieredesvictoires.com

Disclaimer

Document achevé de rédiger le 31 janvier 2023.

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.