



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Mars 2023

MACROÉCONOMIE

Le mois de février a commencé par un ralentissement à 25pb du rythme de resserrement monétaire de la Fed, portant les taux des fonds fédéraux à 4,5%-4,75%.

Si Jerome Powell s'est alors montré plutôt accommodant, les chiffres de l'emploi de janvier, publiés la même semaine, ont marqué le début d'une série de données macroéconomiques américaines résilientes, qui a duré tout le mois. De fait, l'économie a créé un nombre étonnamment élevé d'emplois (517'000), portant le taux de chômage au niveau historiquement bas de 3,4%, et amenant les représentants de la Fed à réaffirmer la nécessité de nouvelles hausses de taux, le mantra « durablement élevés » revenant sur le devant de la scène.

De même, les données relatives à l'inflation sont restées élevées, l'IPC global de janvier s'établissant à 6,4% en glissement annuel et l'IPC sous-jacent à 5,6%, tandis que l'indice PCE sous-jacent (4,7%), la mesure de l'inflation que privilégie la Fed, a nettement dépassé les attentes et reste bien supérieur à l'objectif. Enfin, des ventes au détail largement supérieures aux attentes, avec un bond de 3% sur le mois, n'ont pas apaisé les craintes que la Fed n'aura d'autre choix que de maintenir une pression monétaire conséquente si elle entend vraiment atteindre son objectif d'inflation de 2%.



LES PERSPECTIVES EUROPÉENNES SE SONT ÉCLAIRCIES AU TOURNANT DE L'ANNÉE, MAIS ELLES RESTENT FRAGILES ET VULNÉRABLES, ET NOUS METTONS EN GARDE CONTRE UNE TROP GRANDE COMPLAISANCE

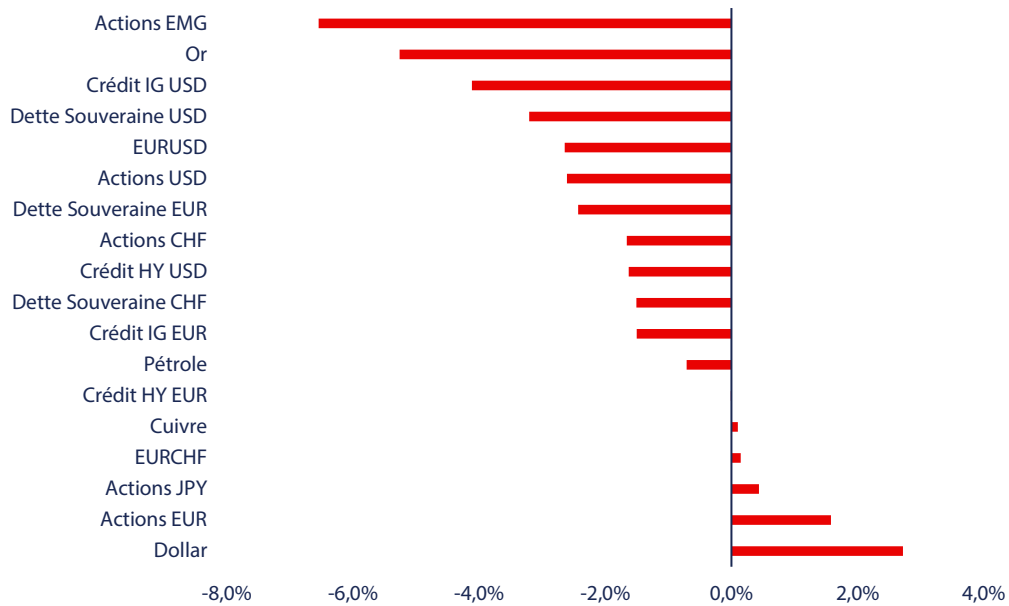
Les marchés tablent désormais sur un taux terminal de 5,4% (au 27 février) et ont décalé leurs anticipations de début des baisses de taux du 3ème trimestre au 4ème trimestre 2023.

Dans ce contexte, nous continuons de penser qu'une décélération économique marquée se profile aux États-Unis entre fin 2023 et mi-2024.

Dans la zone euro, l'amélioration des perspectives économiques grâce à l'effondrement des prix de l'énergie a été confirmée par le rebond des indices PMI en février, les composants services et composite étant revenus en territoire expansionniste. Le rebond de la confiance des consommateurs va dans le même sens. Les perspectives restent toutefois mitigées. La croissance annuelle des ventes au détail est négative, une spirale salaires-prix ne s'est jusqu'ici pas enclenchée, les prévisions d'inflation sont toujours ancrées et il n'y a pas de surchauffe liée à la demande comme c'est le cas aux États-Unis.

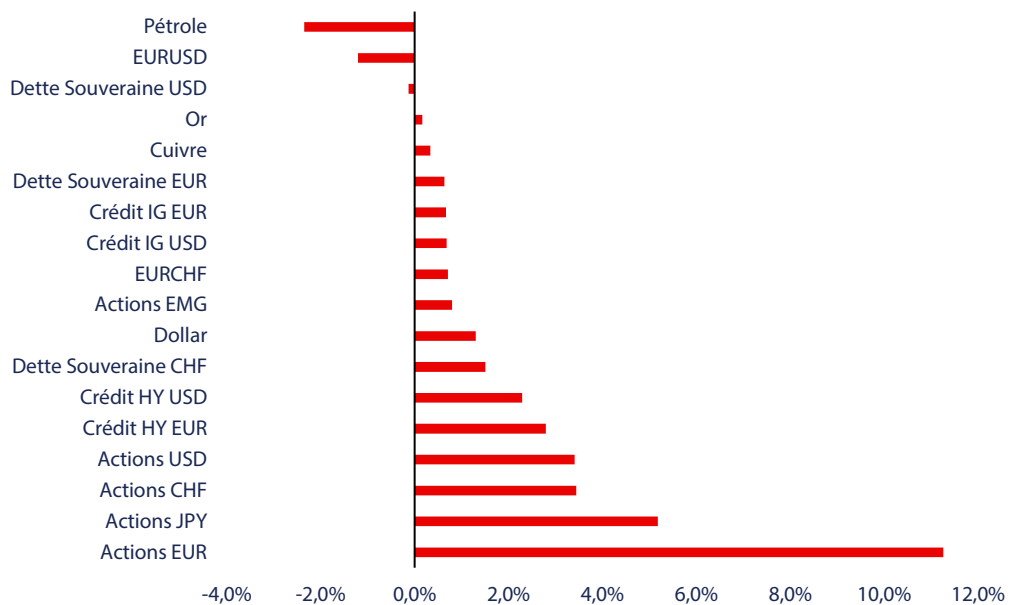
PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 28/02/2023

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



Source : Bloomberg, 28/02/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Néanmoins, les risques se sont maintenant déplacés vers un resserrement monétaire. Avec une inflation élevée en janvier (8,6% pour l'indice global, 5,3% pour le sous-jacent), certains membres du Conseil des gouverneurs de la BCE ont fait part ce mois d'intentions agressives. Par conséquent, les marchés intègrent aujourd'hui un taux terminal de 3,75% qui, s'il se réalise, constituerait de notre point de vue la politique la plus restrictive jamais appliquée par la BCE depuis la création de la zone euro.

Les perspectives européennes se sont indubitablement éclaircies au tournant de l'année, mais elles restent fragiles et vulnérables, et nous mettons en garde contre une trop grande complaisance.

Sur le plan de l'allocation, nous demeurons prudents, car la valorisation des actions américaines semble tendue et, surtout, les attentes bénéficiaires ne reflètent pas suffisamment les risques de ralentissement.

Pour la première partie de l'année, nous privilégions donc des paris de valeur relative. Nous estimons par exemple que le moment est très opportun pour augmenter l'allocation aux défensives par rapport aux cycliques, et nous aimons la thématique de la qualité. Sur le plan régional, nous commençons à neutraliser notre préférence pour l'Europe par rapport aux États-Unis, car le pari a déjà très bien fonctionné, et aussi eu égard aux risques croissants dans la zone euro.

Enfin, nous continuons de penser que les obligations de qualité offrent des points d'entrée très intéressants.

MARCHÉS ACTIONS

La capitulation des baissiers se poursuit...

Depuis le début de l'année, la rhétorique de « performance douloureuse » domine, les actions fortement vendues à découvert surpassant celles qui avaient été peu vendues à découvert de l'ordre de 1,5 à 2,5 écarts-types, et ce dans tous les secteurs. De même, dans une perspective «top-down», les actions européennes ont gagné plus de 20% depuis leur point bas d'octobre.

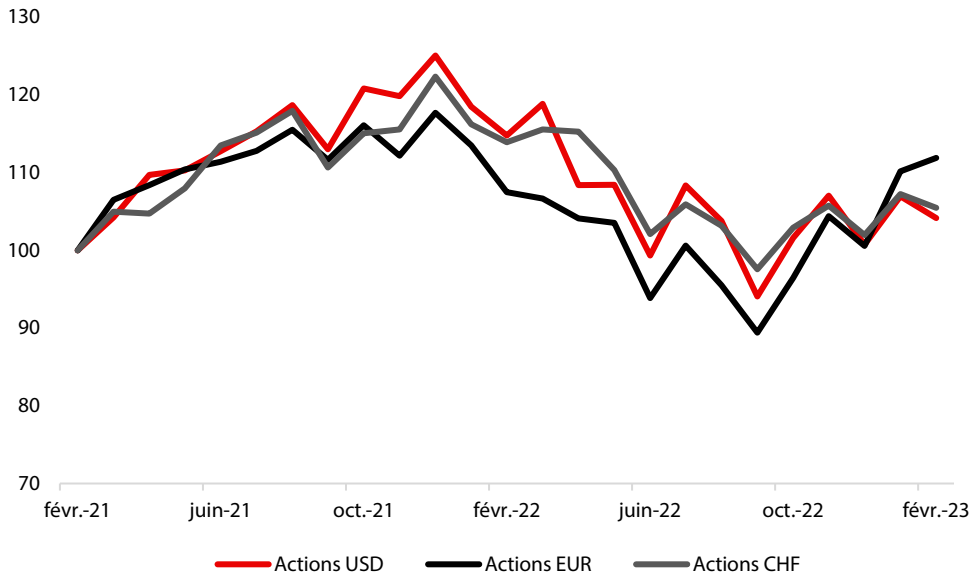
Avec des valorisations loin d'être convaincantes, en particulier aux États-Unis, et certains signaux d'alerte envoyés par la rupture des corrélations entre classes d'actifs et le mouvement record des cycliques par rapport aux défensives, toutes les planètes semblent être alignées pour un retournement des indices actions et de la paire cycliques vs. défensives.

Si la récession frappe comme nous le prévoyons, probablement vers la fin de l'année ou en début d'année prochaine, il est peu probable que les actions puissent éviter une correction majeure, étant donné le risque de fortes baisses des attentes de BPA (bénéfice par action) et d'écartement des primes de risque. Notre scénario prévoit une capitulation finale des actions vers le milieu de cette année.

Pour l'heure, les espoirs d'atterrissage en douceur soutiennent toujours les marchés, ce qui se traduit par une « capitulation des baissiers » qui pourrait continuer au deuxième trimestre. Lorsque la rhétorique d'atterrissage en douceur sera généralisée, il conviendra de l'oublier – et ce moment approche.

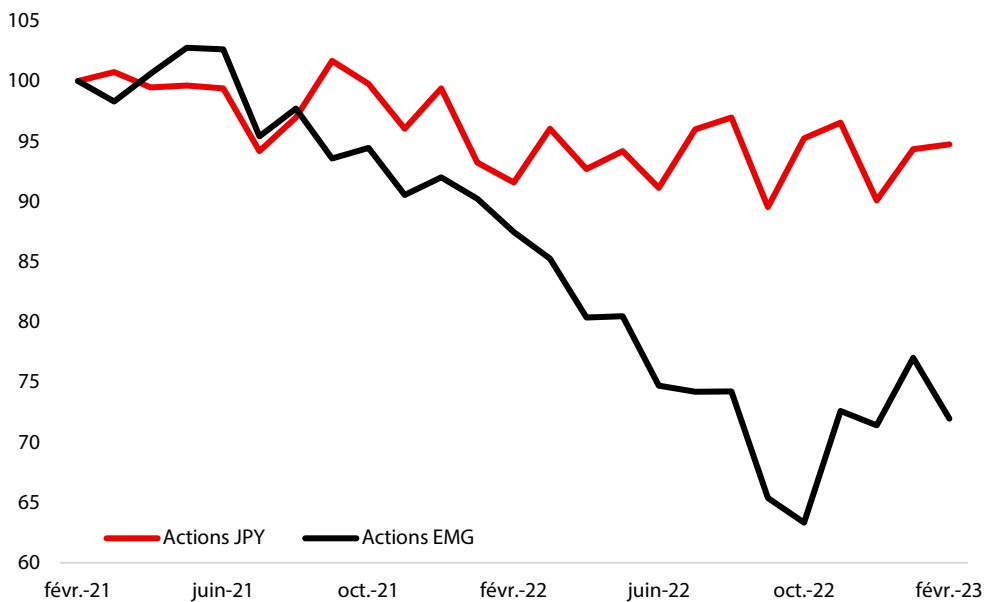
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 28/02/2023

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 28/02/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉS OBLIGATAIRE

Les courbes de rendement des obligations souveraines se sont aplaties à la hausse, les données économiques plus fermes ayant entraîné une réévaluation des taux terminaux attendus d'environ 50 points de base dans les principales régions des marchés développés. Les attentes de baisses de taux ont également été repoussées dans le temps et réduites dans leur ampleur, les marchés attendant des taux plus élevés pour plus longtemps. Le resserrement supplémentaire des conditions monétaires, tant en termes de taux réels que de temps passé en territoire restrictif, risque très probablement d'aggraver la contraction économique à venir et réduit le risque d'une deuxième vague d'inflation.

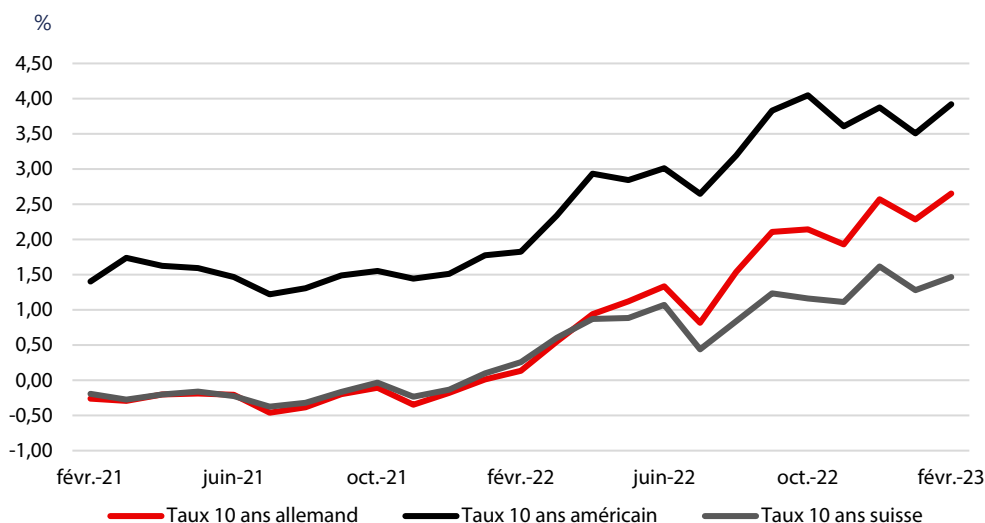
Si la volatilité implicite des obligations américaines a quelque peu augmenté, celle du Bund est restée relativement inchangée. La volatilité des actions, bien que plus élevée, n'a pas augmenté de manière significative. En conséquence, les spreads de crédit ne se sont écartés que marginalement et restent plus serrés depuis le début de l'année sur la plupart des segments obligataires. Le crédit européen continue de surperformer le crédit américain.

Les résultats du quatrième trimestre et les prévisions des entreprises commencent à montrer des divergences entre les secteurs. De leur côté, les institutions financières européennes continuent de publier et d'annoncer des perspectives de bénéfices très importantes.



LES OBLIGATIONS DE HAUTE QUALITÉ ONT RETROUVÉ DES NIVEAUX DE VALORISATION TRÈS ATTRACTIFS, IMPLIQUANT UNE PERFORMANCE ATTENDUE ÉLEVÉE

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 28/02/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

Le dollar s'est renforcé en février, les données macroéconomiques résilientes ayant entraîné une réévaluation à la hausse du taux terminal de la Fed, de 4,9% à 5,4%. Le dollar pourrait rester soutenu tant que la Fed continue de lutter contre l'inflation. Une fois le taux terminal atteint, les préoccupations relatives à la croissance pourraient prendre le dessus et limiter le risque baissier.

Au final, nous ne nous attendons pas à ce que le dollar atteigne à nouveau les sommets de l'année dernière, mais il devrait néanmoins rester soutenu par un pic plus élevé que prévu du cycle de hausse des taux, puis par des forces de récession.

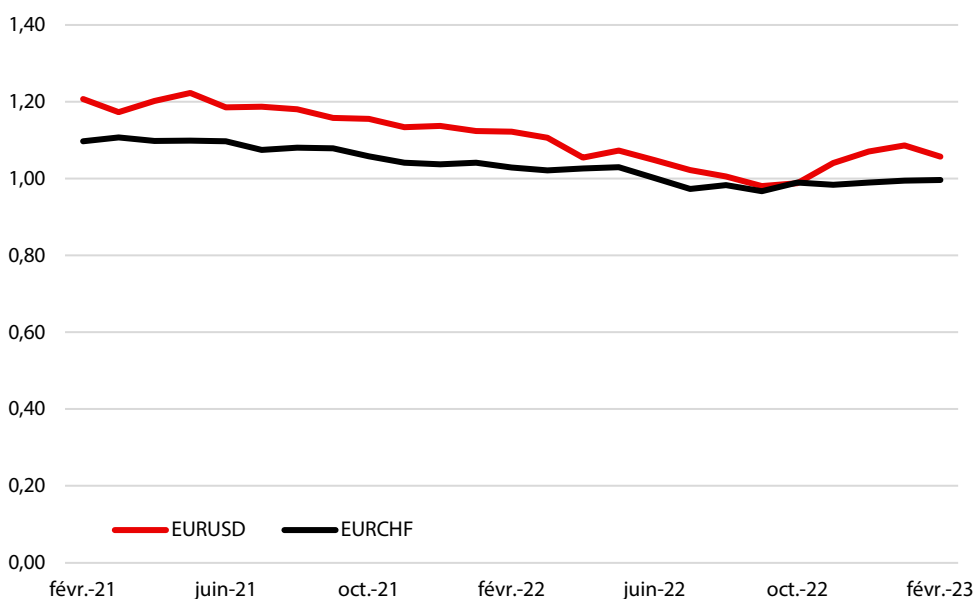
Nous voyons la juste valeur de l'EUR-USD autour de 1,10-1,15. Si la BCE se montre aussi agressive que les marchés le prévoient, l'euro pourrait rebondir contre le dollar à court terme. Cependant, une récession pèserait probablement sur la paire.

La paire EUR-CHF devrait bénéficier du différentiel de politique monétaire. La BCE reste aux prises avec 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 présente également un potentiel de hausse 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, qui finira par s'estomper. 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, 28/02/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Le marché du pétrole reste coincé entre les forces concurrentes d'une offre limitée et du ralentissement de la croissance mondiale.

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, d'autant que la récente vigueur du dollar agit dans l'autre sens.

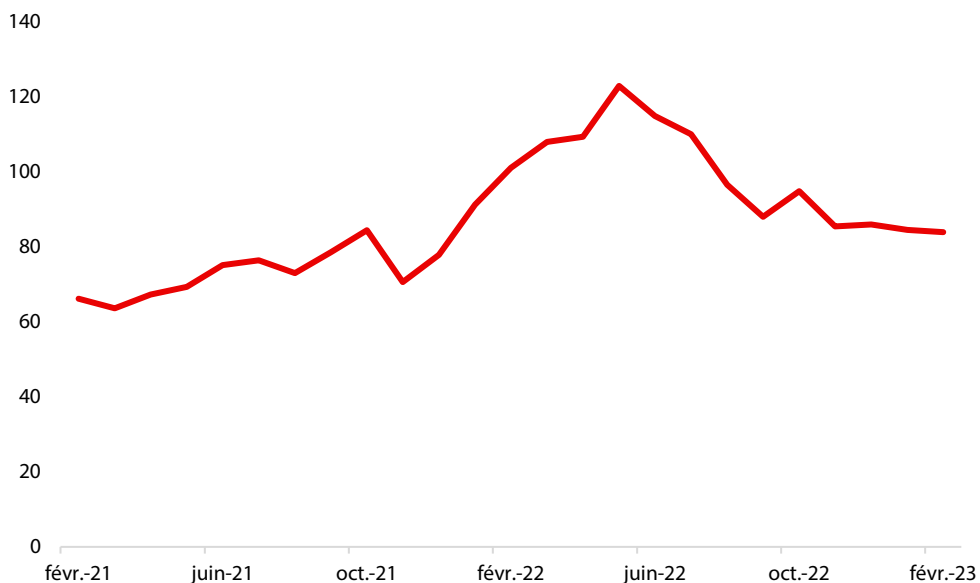
Nous continuons de penser qu'un ralentissement économique marqué en fin d'année limitera le potentiel de hausse des prix de l'énergie.



Un ralentissement économique marqué en fin d'année limiterait le potentiel de hausse des prix de l'énergie

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 28/02/2023

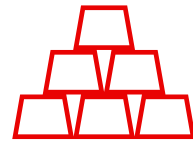
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

Après une forte hausse jusqu'à 1'950 début février, qui ne semblait pas justifiée par un environnement de taux réels toujours élevés, un dollar plus ferme et la réévaluation des taux terminaux de la Fed ont ensuite pesé de manière significative sur le métal jaune. Il se négocie actuellement à 1'810, plus de 7% en deçà de son pic de 2023.

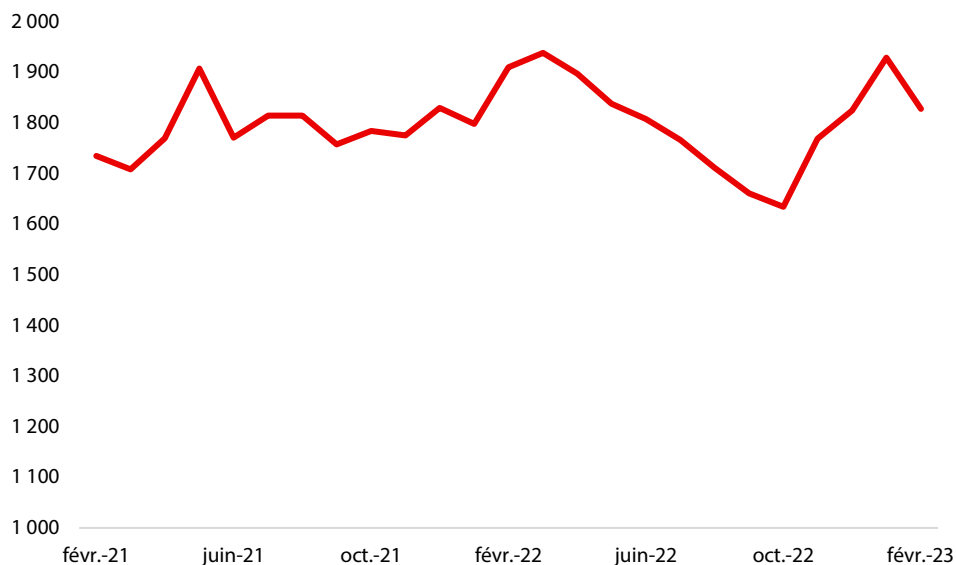
Nous continuons de penser que le bon moment pour investir surviendra lorsque la Fed aura effectivement terminé son cycle de hausse, et que la récession sera proche, car la compression des taux réels devrait soutenir l'or.



Le bon moment pour investir surviendra lorsque la Fed aura terminé son cycle de hausse, et que la récession sera proche

OR

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS

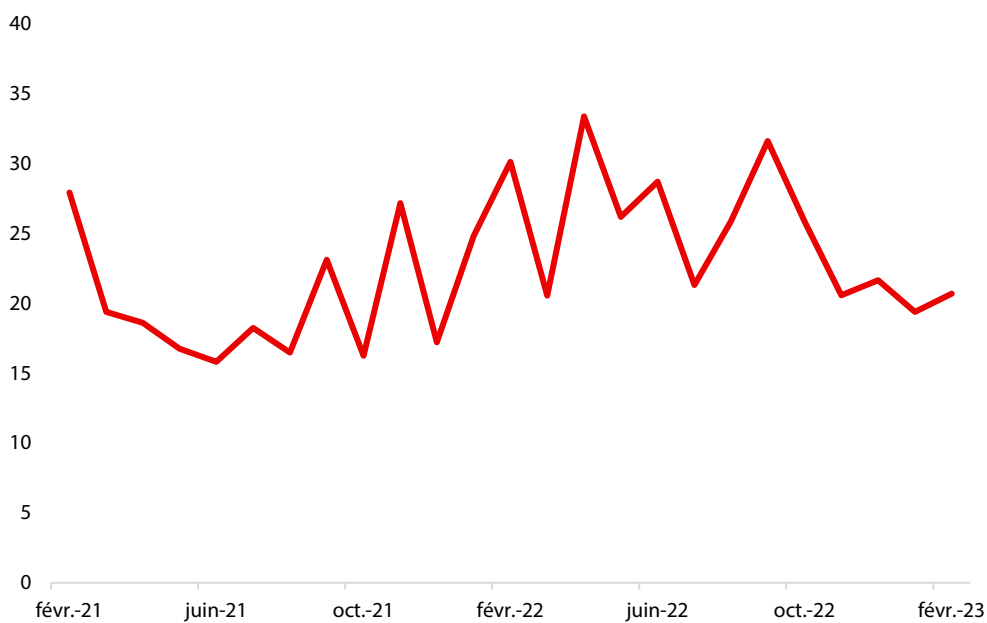


Source : Bloomberg, 28/02/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 28/02/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
1-mars	Etats-Unis	PMI manufacturier	mars-23	47,4
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	mars-23	48,8
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	mars-23	47,0
	Suisse	PMI manufacturier	mars-23	49,3
2-mars	Zone euro	Inflation	févr.-23	8,5
	Zone euro	Taux de chômage	janv.-23	6,6
3-mars	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	févr.-23	55,2
	Zone euro	PMI services Markit	mars-23	53,0
	Royaume Uni	PMI services Markit	mars-23	53,3
	Italie	Croissance du PIB	mars-23	-0,1
6-mars	Suisse	Inflation	févr.-23	3,3
7-mars	Suisse	Taux de chômage	févr.-23	1,9
8-mars	Zone euro	Emploi	mars-23	0,4
	Zone euro	Croissance du PIB	mars-23	0,1
	Allemagne	Production industrielle	janv.-23	-3,1
9-mars	Chine	Inflation	févr.-23	2,1
	Japon	Croissance du PIB	mars-23	0,6
10-mars	Etats-Unis	Emplois	févr.-23	517,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	févr.-23	3,4
	Japon	Réunion de la Banque du Japon	févr.-23	-0,1
14-mars	Etats-Unis	Inflation	févr.-23	6,4
	Royaume Uni	Taux de chômage	janv.-23	3,7
15-mars	Chine	Ventes au détail	janv.-23	-1,8
	Chine	Production industrielle	janv.-23	3,6
	Zone euro	Production industrielle	janv.-23	-1,1
16-mars	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	mars-23	-24,3
	Zone euro	Réunion de la BCE	mars-23	2,5
	Japon	Production industrielle	févr.-23	-4,6
17-mars	Etats-Unis	Confiance des ménages	mars-23	67,0
	Etats-Unis	Production industrielle	févr.-23	0,0
22-mars	Etats-Unis	Réunion de la Fed	mars-23	4,8
	Royaume Uni	Inflation	févr.-23	10,1
23-mars	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	avr.-23	4,0
24-mars	Japon	PMI manufacturier Nikkei	mars-23	47,7
27-mars	Allemagne	Climat des affaires ifo	mars-23	91,1
30-mars	Etats-Unis	Croissance du PIB	mars-23	2,7
31-mars	Royaume Uni	Croissance du PIB	mars-23	0,0
	Suisse	Indicateur avancé Kof	mars-23	100,0



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 28 février 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.