



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Juillet 2023

MACROÉCONOMIE

Le mois de juin a débuté par l'élimination d'un risque important pour les marchés avec un accord sur le plafond de la dette aux États-Unis. Le sujet a été repoussé au-delà des élections présidentielles, le plafond étant suspendu jusqu'en janvier 2025. De modestes restrictions des dépenses sont prévues, lesquelles ne devraient pas avoir d'impact significatif sur la croissance.

Les chiffres de l'emploi pour le mois de mai ont brossé un tableau qui reste tendu, quoique légèrement plus nuancé. 339 000 emplois ont en effet été créés, mais avec un taux de chômage en hausse – non négligeable – de 30 pb, passant de 3,4 % à 3,7 %. La tendance désinflationniste s'est confirmée avec un indice d'inflation global qui est retombé à 4 % en mai, bien que l'indice « core » soit toujours à 5,3 %.

Dans ce contexte, la Fed a pu marquer la pause attendue dans son cycle de resserrement lors de la réunion du FOMC du 14 juin, en ne touchant pas aux taux directeurs pour la première fois en 15 mois. Les « points cibles » ont cependant été revus à la hausse, la « médiane des membres du FOMC » envisageant encore deux relèvements, ce qui porterait le taux effectif des fonds fédéraux de 5,1 % à 5,6 %.



POURQUOI LES RESPONSABLES DE LA FED METTRAIENT-ILS EN PAUSE LEUR CYCLE HAUSSIER S'ILS SONT CONVAINCUS QUE DES TAUX PLUS ÉLEVÉS SONT NÉCESSAIRES ? LA RÉPONSE SE TROUVE PROBABLEMENT DANS LA QUESTION : ILS N'EN SONT PAS SÛRS

Pourquoi les responsables de la Fed mettraient-ils en pause leur cycle haussier s'ils sont convaincus que des taux plus élevés sont nécessaires ? La réponse se trouve probablement dans la question : ils n'en sont pas sûrs. La Fed s'efforce de réaliser l'atterrissage en douceur tant espéré, ce qui implique de cesser les relèvements lorsque l'économie se porte encore bien, mais qu'elle est sur le point de fléchir. Cette période « d'ajustements » exige de la prudence. La Fed prend maintenant le temps d'évaluer l'impact des 500 pb de hausses des taux d'intérêt déjà effectuées.

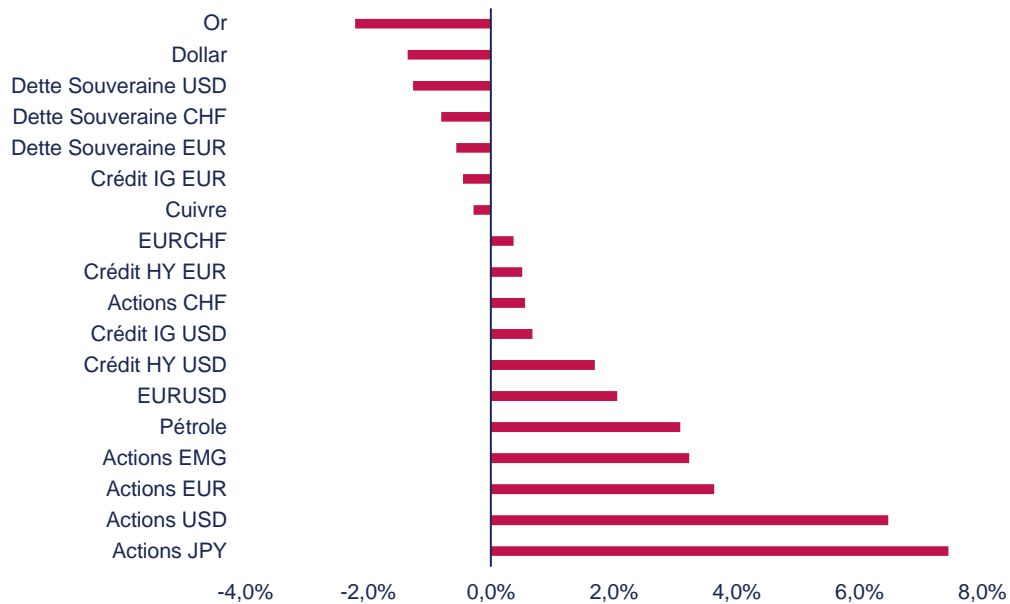
Dans la zone euro, malgré une inflation inférieure aux attentes en mai (l'indice global est passé de 7,0 % à 6,1 %, l'indice « core » de 5,6 % à 5,3 %), la BCE a donné au relèvement prévu de 25 pb (à 3,5 %) le 15 juin une note plutôt agressive, en l'assortissant d'une révision à la hausse de ses prévisions d'inflation en raison des tensions sur le marché de l'emploi. Christine Lagarde a pré-annoncé un relèvement des taux en juillet et laissé la porte ouverte à plus. Le taux terminal d'environ 4 % qui est désormais intégré par les marchés entraînerait des risques évidents pour la croissance au cours des 12 à 18 prochains mois.

Le mois a également été marqué par quelques autres réunions importantes de banques centrales :

La Banque d'Angleterre a été poussée à relever ses taux de 50 pb – au lieu de 25 pb – portant le taux directeur à 5 %, son plus haut niveau depuis 15 ans. Avec une inflation globale de 8,7 % et un indice « core » à 7,1 % en mai, le taux terminal de 6 %+ anticipé par les marchés ne semble plus si irréaliste, même s'il devrait représenter un plafond compte tenu des risques de récession et de stabilité qui en découleraient.

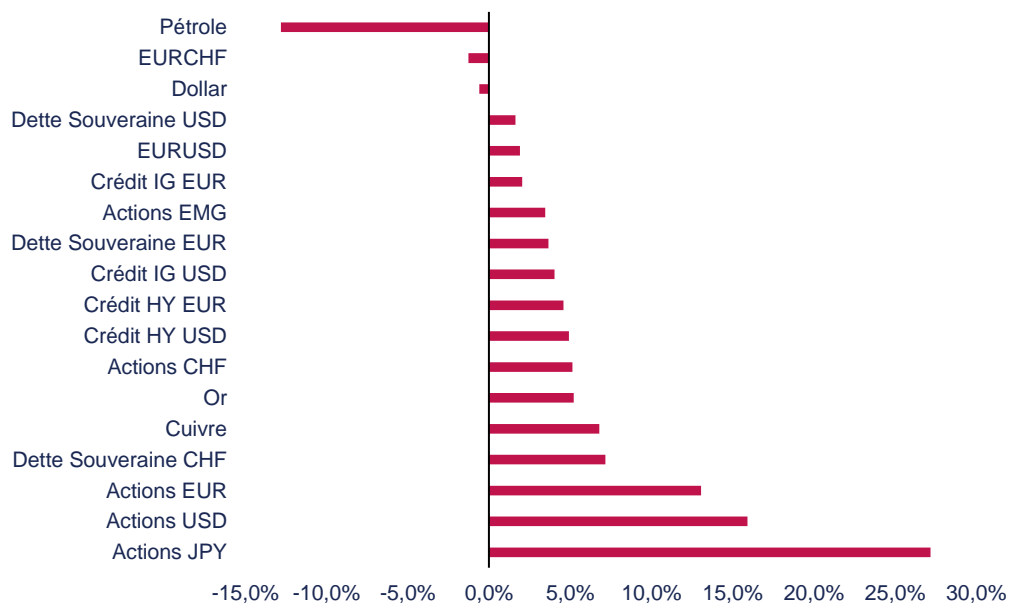
PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 30/06/2023

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



Source : Bloomberg, 30/06/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Malgré une inflation en Suisse comparativement faible et en recul (2,2 % en glissement annuel pour l'inflation globale, 1,9 % pour le sous-jacent en mai), la BNS a laissé la porte ouverte à d'autres hausses de taux après celle de 25 pb à 1,75 % décidée le 22 juin. Elle a rehaussé ses prévisions d'inflation pour 2024 et 2025, à 2,2 % et 2,1 %, maintenant la possibilité d'un nouveau resserrement, tout en soulignant sa sensibilité à l'inflation externe.

Comme prévu, la Banque du Japon a maintenu sa politique inchangée lors de sa réunion du 16 juin, avec un taux au jour le jour de -0,1 % et une fourchette de +/-50 pb autour de 0 % pour le rendement à 10 ans. Bien qu'un ajustement de ce « contrôle de la courbe des taux » puisse être envisagé à un moment donné, nous ne le considérons pas comme un scénario central à court terme. Les autorités japonaises se méfient des risques structurels de déflation à long terme (dette, configuration démographique, pouvoir de négociation des salariés culturellement faible).

MARCHÉS ACTIONS

Le deuxième trimestre s'est avéré de plus en plus axé sur le risque au fur et à mesure que le trimestre avançait, les actions offrant des rendements positifs et supérieurs à ceux des obligations. Le trimestre a commencé dans la timidité, les investisseurs évaluant encore les retombées de la crise du SVB et des banques régionales aux États-Unis. Les marchés obligataires tablaient sur une récession et sur de multiples baisses de taux de la part de la Fed pour le second semestre. Mais au cours de la seconde moitié du trimestre, la dynamique économique américaine s'est nettement accélérée, repoussant le début de la récession à plus tard.

Le deuxième trimestre s'est avéré de plus en plus axé sur le risque

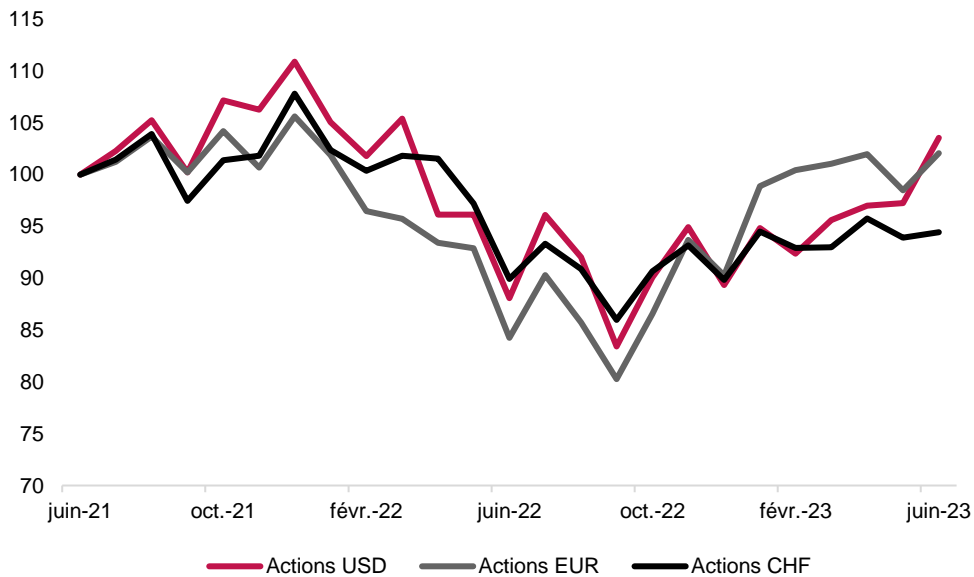
La frénésie de l'intelligence artificielle, qui a fait grimper les valeurs technologiques, a donné un coup de fouet au sentiment « risk-on ». À leur tour, les marchés plus solides ont commencé à voir le FOMO (« fear of missing out ») s'installer, et les marchés actions ont atteint des sommets annuels, bien qu'avec des niveaux de concentration du marché sans précédent.

L'Europe a enregistré des rendements positifs sur ses principaux marchés. Cependant, la région est restée sensiblement à la traîne des États-Unis en raison de la faible dynamique économique et du manque d'entreprises de haute technologie, le Royaume-Uni étant particulièrement en difficulté.

Au niveau des facteurs, les rendements ont été globalement positifs au deuxième trimestre, dans un contexte de hausse des marchés actions. Cependant, seules les valeurs de croissance et de qualité ont surperformé, les États-Unis, la technologie et l'intelligence artificielle étant à l'origine du leadership au sein de l'univers actions.

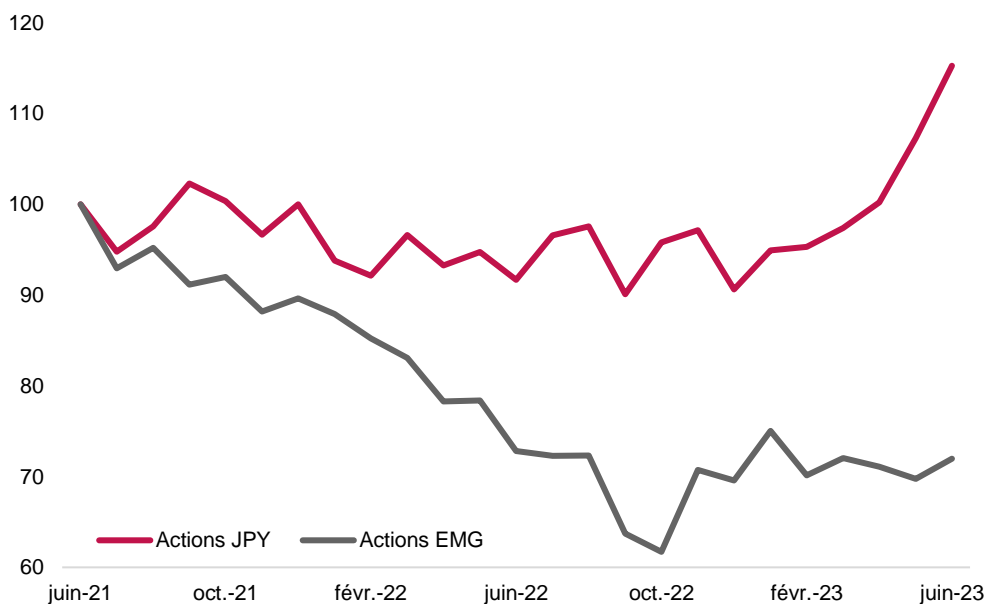
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2023

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Les courbes de rendements des obligations d'État ont continué à s'aplatir en juin, car la détérioration des données économiques avancées et l'élargissement à plusieurs pans de l'économie de la désinflation sont compensés par la rhétorique « hawkish » des Banquiers Centraux et la résilience des agents économiques en fin de cycle.

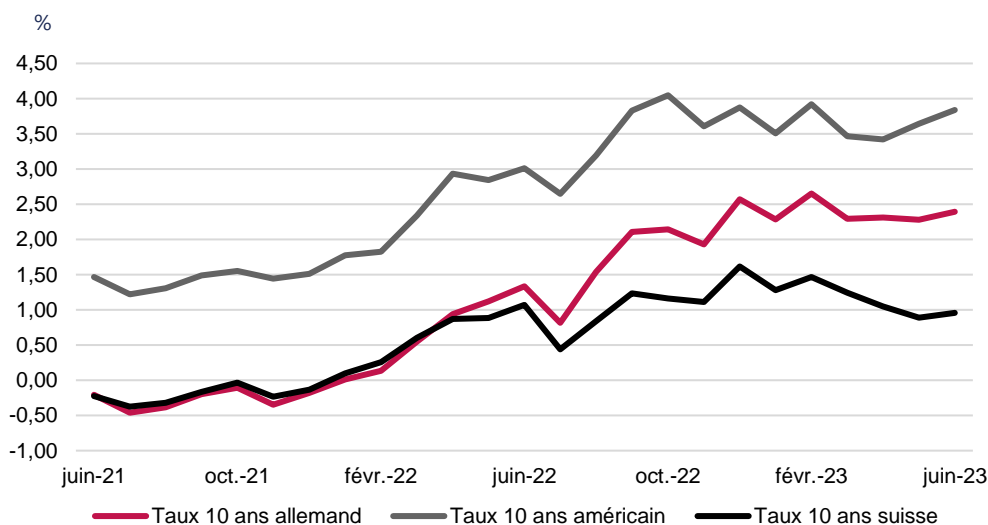
La hausse des taux nominaux courts ne s'est pas accompagnée d'une augmentation des points morts d'inflation car, malgré la surprise à la hausse de l'inflation au Royaume-Uni, les moteurs de l'inflation - y compris, mais sans s'y limiter, les prix des matières premières - continuent d'indiquer une décélération significative. Alors que le cycle économique entre dans une phase plus risquée, que les rendements réels continuent de grimper et que les spreads de crédit des entreprises, hors secteur financier, se resserrent, il devient attrayant de réallouer du capital des obligations d'entreprises vers des obligations souveraines.

Dans un moment important pour le segment AT1, BBVA et Bank of Cyprus sont les premières banques européennes à émettre avec succès de la dette AT1 depuis l'amortissement complet de la valeur nominale des AT1 Crédit Suisse en mars. Plusieurs émetteurs se sont inspirés d'HSBC pour rappeler des obligations perpétuelles « legacy », réduisant ainsi la valeur de marché de ce segment et aidant ainsi d'autres obligations du même type à surperformer.



LA DIMINUTION DU RISQUE D'INFLATION, LE RISQUE ÉLEVÉ SUR LA CROISSANCE ET LE MAINTIEN PAR LES BANQUES CENTRALES D'UNE POSITION HAWKISH ONT CONDUIT À DES INVERSIONS DE COURBE ACCENTUÉES

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

Depuis le début de l'année, la paire EUR-USD oscille autour de 1,08, avec une fourchette s'étendant de 1,05 à 1,11.

À court terme, des forces contradictoires font qu'il est difficile de parier sur une forte directionnalité pour la paire EUR-USD.

Le fait que les marchés repoussent dans le temps leurs anticipations de baisses des taux américains soutient le dollar par rapport à l'euro, d'autant que la posture agressive de la BCE est déjà intégrée dans les cours. En outre, le dollar a tendance à surperformer en période de récession. La résolution du débat sur le plafond de la dette a également éliminé un risque baissier pour le dollar.

Cela dit, si l'on prend un peu de recul, et de manière plus structurelle, le dollar reste surévalué sur la base de la parité du pouvoir d'achat (PPA).

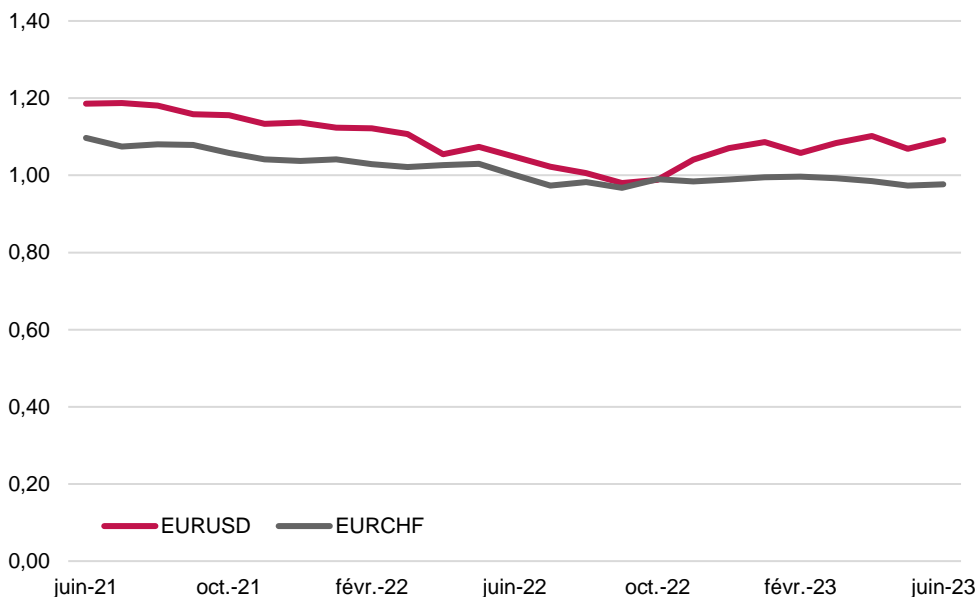
Au final, la paire EUR-USD devrait se maintenir autour de 1,10, avec une juste valeur à terme plus proche de 1,15.

Malgré la saga de Crédit Suisse, le CHF s'est renforcé par rapport à l'EUR cette année, avec la BNS maintenant une posture ferme quant à sa politique monétaire. Le statut de valeur refuge du CHF devrait continuer à soutenir la paire, bien que le potentiel haussier du CHF contre l'EUR à partir des actuels niveaux élevés soit probablement limité.

Enfin, à un horizon de 12 à 18 mois, le JPY présente vraisemblablement un important potentiel d'appréciation. Le recul du yen en 2022 est entièrement imputable à la divergence des politiques monétaires entre le Japon et le reste du monde, laquelle finira par s'estomper. Le yen tend aussi à surperformer en période de ralentissement mondial.

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 30/06/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

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

Du côté de l'offre, les actions de l'OPEP, notamment l'annonce début avril d'une réduction inattendue de la production, devraient mettre un plancher sous les prix du pétrole, probablement autour de 70 \$.

Du côté de la demande, la Chine ne suffira pas à elle seule à porter les prix de l'énergie vers de nouveaux sommets vu le ralentissement économique mondial qui se profile, et qui déclenchera probablement des pressions à la vente dès lors que les prix du pétrole approcheront trop durablement des 90 \$.

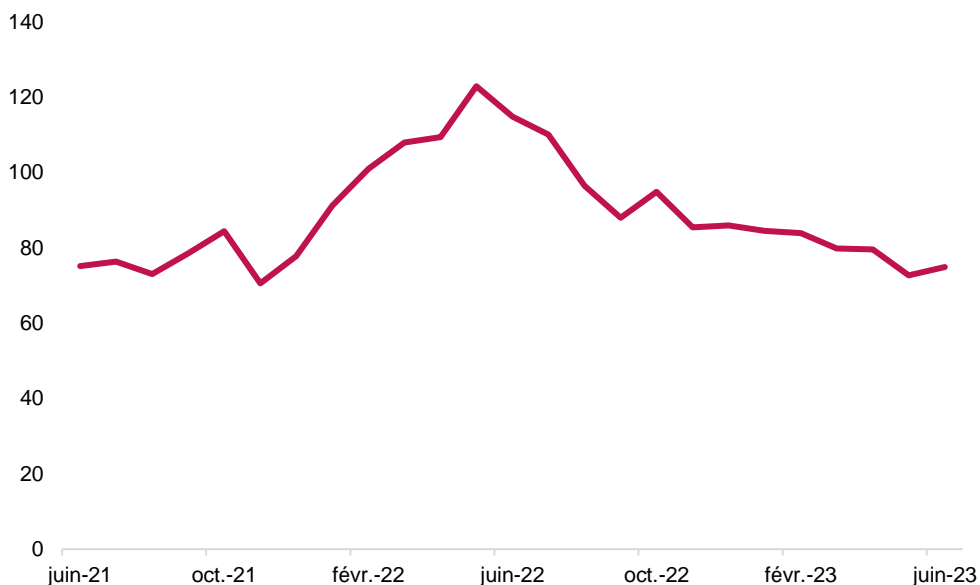
Ainsi, nous nous attendons à ce que les prix du pétrole évoluent dans une fourchette d'environ 70 \$ à 90 \$ au cours des prochains trimestres.



Nous nous attendons à ce que les prix du pétrole évoluent dans une fourchette d'environ 70 \$ à 90 \$ au cours des prochains trimestres

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 30/06/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

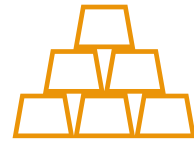
MATIÈRES PREMIÈRES

OR

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

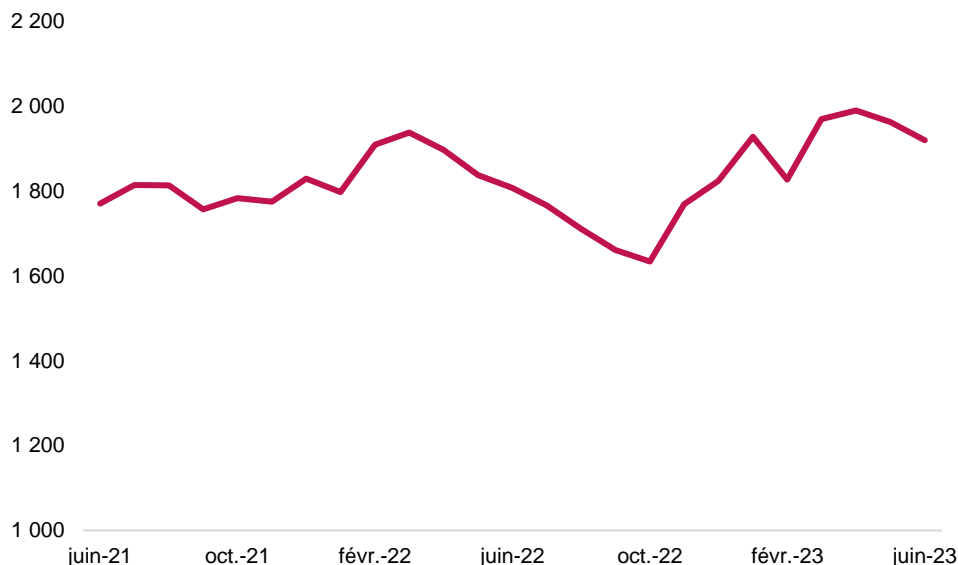
L'or a déjà retracé une grande partie de son mouvement haussier entre janvier et mai, qui l'avait vu passer d'un peu plus de 1820 à environ 2050, et se négocie aujourd'hui autour de 1920.

Aux niveaux actuels, l'or nous paraît encore cher par rapport aux taux réels, mais devrait rester soutenu en cas de récession.



L'or devrait rester soutenu
en cas de récession

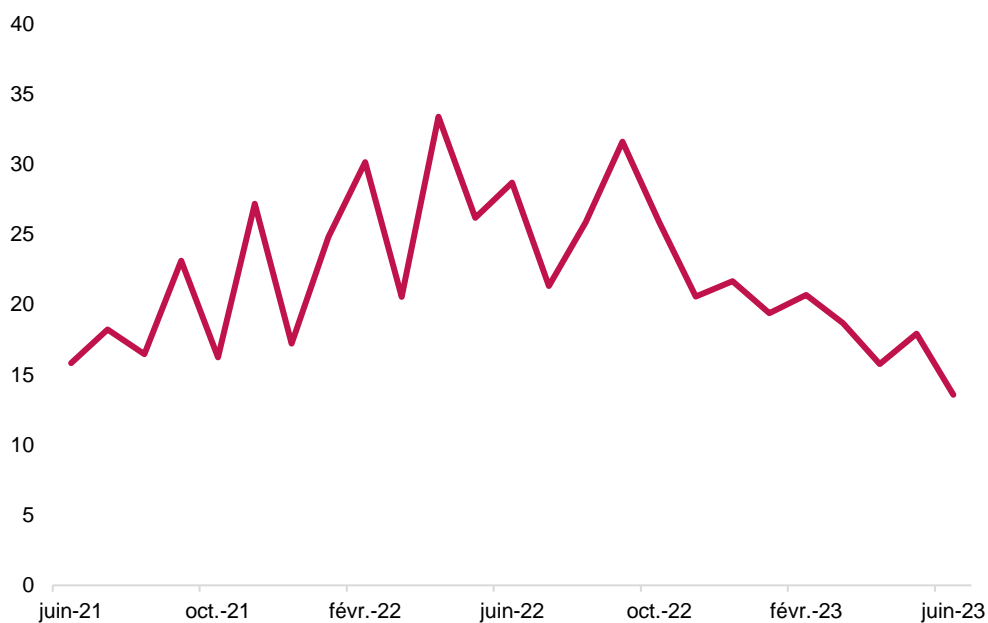
OR ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
5-juil.	Etats-Unis	Minutes de la Fed	mars-24	
	Zone euro	PMI services Markit	juil.-23	52,4
	Royaume Uni	PMI services Markit	juil.-23	53,7
6-juil.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	juin-23	50,3
7-juil.	Etats-Unis	Emplois	juin-23	339,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	juin-23	3,7
	Allemagne	Production industrielle	mai-23	0,3
	Suisse	Taux de chômage	juin-23	2,0
10-juil.	Chine	Inflation	juin-23	0,2
11-juil.	Royaume Uni	Taux de chômage	mai-23	3,8
12-juil.	Etats-Unis	Inflation	juin-23	4,0
13-juil.	Chine	Exportations	juin-23	-7,5
	Zone euro	Production industrielle	mai-23	1,0
14-juil.	Etats-Unis	Confiance des ménages	juil.-23	64,4
	Japon	Production industrielle	juin-23	-1,6
17-juil.	Chine	Ventes au détail	juin-23	12,7
	Chine	Croissance du PIB	juin-23	4,5
	Chine	Production industrielle	juin-23	3,6
18-juil.	Etats-Unis	Production industrielle	juin-23	-0,2
19-juil.	Royaume Uni	Inflation	juin-23	8,7
20-juil.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	juil.-23	-13,7
24-juil.	Zone euro	PMI manufacturier Markit	juil.-23	43,4
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	juil.-23	46,5
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	juil.-23	49,8
25-juil.	Allemagne	Climat des affaires ifo	juil.-23	88,5
26-juil.	Etats-Unis	Réunion de la Fed	juil.-23	5,3
27-juil.	Etats-Unis	Croissance du PIB	juin-23	2,0
	Zone euro	Réunion de la BCE	juil.-23	3,5
28-juil.	France	Croissance du PIB	juin-23	0,2
	Japon	Réunion de la Banque du Japon	juil.-23	-0,1
	Suisse	Indicateur avancé Kof	juil.-23	90,8
31-juil.	Zone euro	Inflation	juil.-23	5,5
	Zone euro	Croissance du PIB	juin-23	-0,1
	Allemagne	Croissance du PIB	juin-23	-0,3
	Italie	Croissance du PIB	juin-23	0,6



MILLENIMUM PATRIMOINE

Mas de Maruèze – Route de Jol

30700 Saint-Quentin-La-Poterie

Tel : 04 66 57 21 53

frederic.garnier@millenium-patrimoine.fr

Document achevé de rédiger le 30 juin 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 Millenium Patrimoine.