



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Mai 2023

MACROÉCONOMIE

Le mois d'avril a apporté de nouveaux signes de ralentissement, mais aussi confirmé la résilience de l'économie américaine à ce stade.

Quoique toujours tendu, le marché de l'emploi a fléchi en mars, avec 236'000 emplois créés, un nombre élevé par rapport aux normes d'avant Covid, mais moins anormal que ce qui a été observé à certaines occasions récentes. Fait important pour la Fed, les salaires horaires moyens ont ralenti à 4,2% en glissement annuel, contre 4,6% en février, et les ouvertures de postes sont tombées sous la barre des 10 millions en février, pour la première fois depuis mai 2021.

L'IPC de mars s'est avéré un peu plus modéré que prévu, l'indice global plongeant de 6,0% (en glissement annuel) à 5,0%, grâce au recul des prix de l'énergie. L'indice « sous-jacent » reste persistant à 5,6%, avec de premiers signes encourageants sur le front des loyers, dont le rythme de progression ralentit, mais toujours des pressions du côté des biens et des services sensibles à la main d'œuvre.

Du côté des données plus subjectives, les enquêtes ISM de mars se sont révélées plus faibles qu'attendu. La composante manufacturière est tombée à 46,3, avec l'indice des nouvelles commandes approchant les points bas de la pandémie, tandis que l'ISM des services a chuté de manière inattendue de près de 4 points à 51,2, la composante des nouvelles commandes s'effondrant de plus de 10 points à 52,2. En revanche, les PMI d'avril ont surpris à la hausse avec des composantes toutes supérieures à 50, même si l'industrie manufacturière demeure faible avec son PMI à seulement 50,4.



LA FIN DU CYCLE DE HAUSSE DE TAUX EST PROCHE, LE RESSERREMENT DES CONDITIONS DE CRÉDIT ÉTANT EN PASSE DE TERMINER LE TRAVAIL DE LA FED

Dans l'ensemble, cette détérioration inégale des données permettra à la Fed de procéder à un relèvement des taux début mai, et probablement de garder ouverte l'option d'une éventuelle dernière action en juin. Quoi qu'il en soit, la fin du cycle de hausse de taux est proche, le resserrement des conditions de crédit étant en passe de terminer le travail de la Fed.

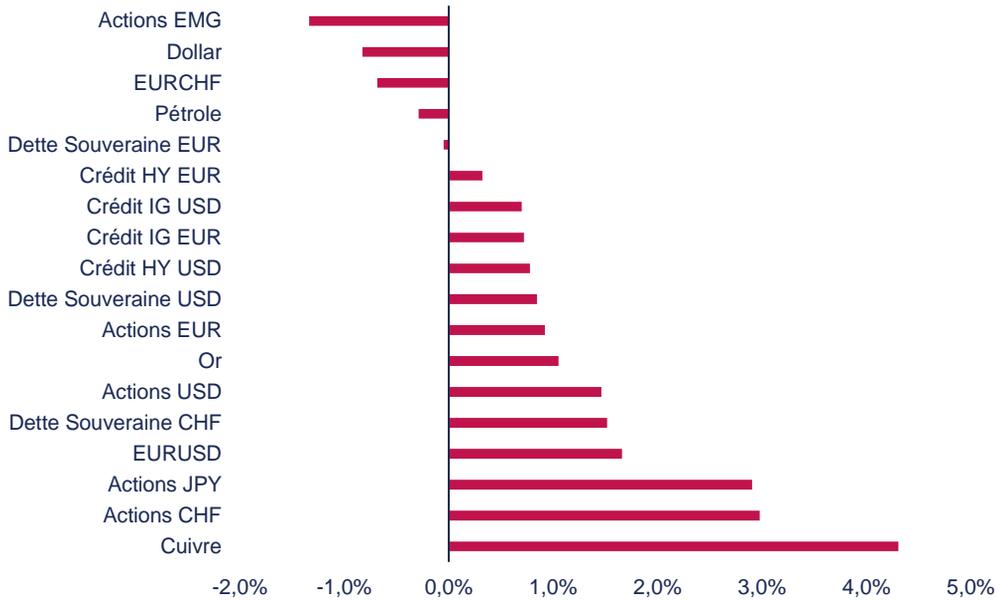
Dans la zone euro, l'inflation globale a baissé de manière significative en glissement annuel en mars, passant de 8,5% à 6,9% grâce à des effets de base fortement négatifs dans le secteur de l'énergie, mais l'IPC sous-jacent est resté stable et élevé à 5,7%.

La solidité du secteur bancaire européen ayant été réaffirmée, la BCE maintiendra probablement une posture agressive. Pour autant, le resserrement cumulé à ce stade est déjà significatif et affectera probablement l'inflation et l'activité plus qu'attendu au cours des 18 prochains mois, la base monétaire M1 affichant désormais une contraction sur 12 mois pour la première fois de l'histoire. La BCE a commencé à relever ses taux d'intérêt il y a seulement 9 mois et le niveau de restriction monétaire actuel – à supposer un taux neutre d'environ 1,5% – n'a jamais été aussi important, ce qui rend probable une récession au cours des 12 prochains mois.

Nous avons également appris en avril que la Chine avait enregistré une croissance de 4,5% en glissement annuel au premier trimestre, le rythme le plus rapide depuis un an, et qu'elle est en bonne voie d'atteindre son objectif de croissance de 5% pour 2023, sans qu'il soit nécessaire de recourir à des mesures de relance majeures.

PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 28/04/2023

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



Source : Bloomberg, 28/04/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Sans surprise, les services mènent la reprise avec une croissance robuste de 5,4% en glissement annuel, les dépenses des ménages progressant sur fond de baisse du taux d'épargne, tandis que le secteur manufacturier est à la traîne avec une croissance de 3,3% en glissement annuel au premier trimestre, soit un rythme de reprise plus lent que prévu.

À l'avenir, la demande domestique restera probablement soutenue par de meilleures conditions sur le marché de l'emploi, car la reprise marquée des services devrait être à forte intensité de main-d'œuvre (même si le chômage presque record des jeunes reste un problème), et par la poursuite de la reprise dans le secteur immobilier, le nombre de villes où les prix des logements ont augmenté sur une base mensuelle (64 sur 70) étant au plus haut depuis mai 2019.

Il ne faut cependant pas s'attendre à ce que cette reprise ait un impact sur la croissance mondiale comparable à celui des précédents cycles économiques axés sur la construction et le crédit. Les ventes au détail ont une portée essentiellement domestique, une très petite partie des achats des entreprises de vente au détail étant importée.

MARCHÉS ACTIONS

Les actions des pays développés ont largement surpassé celles des pays émergents

Les actions ont poursuivi leur progression en avril, alors que les tensions bancaires se sont atténuées, que l'activité s'est maintenue et que les bénéfices du premier trimestre ont dépassé les attentes. Bien que l'Europe ait surpassé les États-Unis, le leadership sectoriel est devenu plus défensif et les flux d'actifs ont été orientés vers les obligations et le cash.

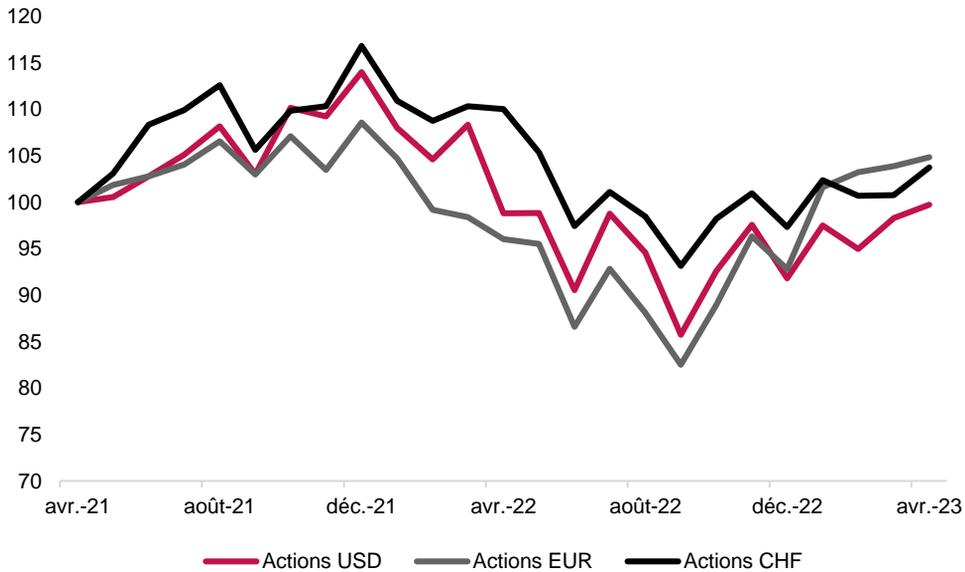
Le mouvement de vente et de rotation vers des actifs plus sûrs, induit par le stress bancaire en mars, s'est largement inversé en avril. Les actions ont poursuivi leur rebond, tirées par les marchés développés hors États-Unis, ainsi que par les matières premières.

Les actions des pays développés, l'Europe en tête, ont largement surpassé celles des pays émergents, qui sont restées stables dans l'ensemble. En Europe, le FTSE 100 et le CAC 40 ont surperformé, tandis que le Dax et l'IBEX sont restés à la traîne.

Le leadership a été plus défensif malgré la hausse du marché des actions, bien que certains secteurs cycliques aient réussi à générer des rendements positifs. Au niveau mondial, c'est le secteur de l'énergie qui a le plus rebondi grâce aux réductions inattendues de la production de l'OPEP+. Le secteur du luxe est resté solide, aidé par les résultats positifs de la Chine, tandis que d'autres secteurs liés à la consommation, tels que les services aux consommateurs/loisirs et le commerce de détail, ont également surperformé. Toutefois, les valeurs financières et de nombreux secteurs défensifs, tels que les services aux collectivités, la santé et les biens de consommation courante, se sont également bien comportés. Les seuls secteurs à avoir enregistré des performances négatives en avril sont certains des leaders de cette année - les médias, les semi-conducteurs et l'automobile, tandis que les secteurs de l'industrie et des matériaux sont également restés à la traîne.

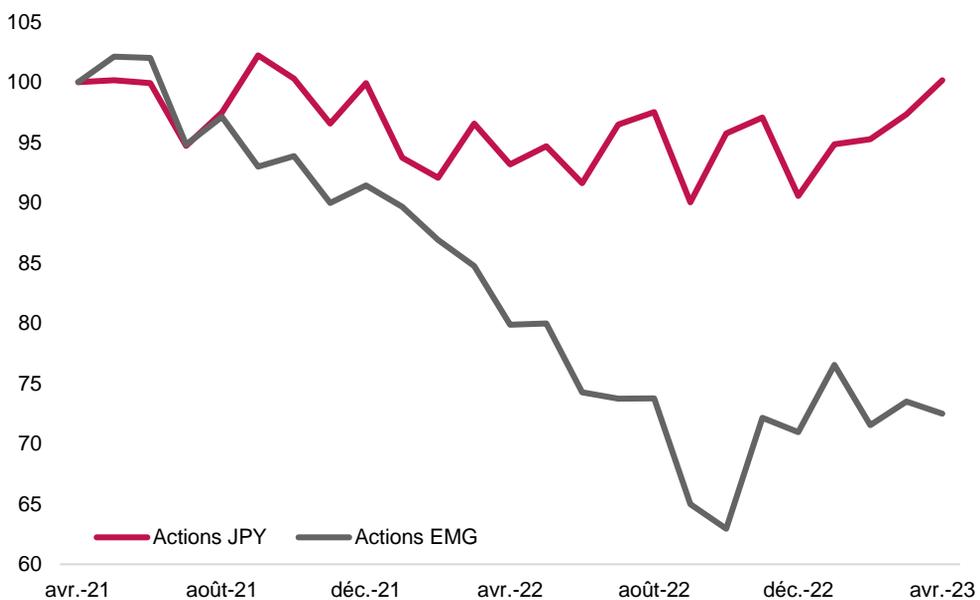
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 28/04/2023

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 28/04/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Le secteur bancaire est resté au centre de l'attention après les événements du mois de mars, et plusieurs thèmes se confirment :

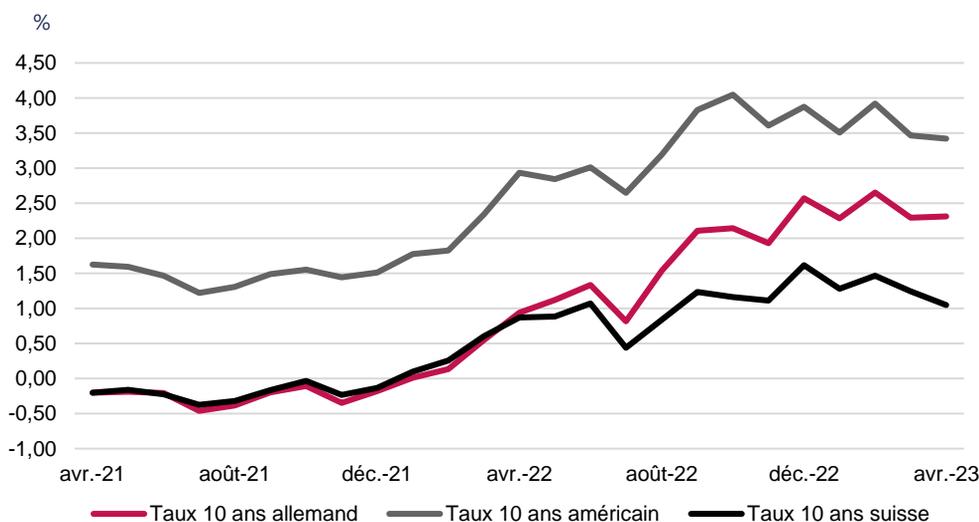
- les banques régionales américaines mal gérées et présentant des vulnérabilités en matière de gestion d'ALM continuent de souffrir, la FDIC ayant repris la First Republic Bank avant de la vendre à JPM ;
- les grandes institutions financières américaines ont bénéficié des difficultés des banques régionales américaines en captant des dépôts et, dans certains cas, en participant à la consolidation avec des conditions intéressantes ;
- aucune contagion des dépôts n'a été observée en Europe, les liquidités des banques restant solides ;
- les expositions d'immobilier commercial ont logiquement attiré l'attention des investisseurs et, bien que cela conduise à des niveaux et une dispersion plus élevés du coût du risque des banques américaines, le problème reste négligeable pour les banques européennes (exposition plus faible et distribution du risque moindre) ;
- Lloyds et Unicredit ont annoncé des rappels de titres AT1, signe de confiance dans la solidité des bilans.

Les courbes de rendement des obligations d'État n'ont pas évolué de manière matérielle en avril, l'atténuation des problèmes bancaires étant compensé par l'affaiblissement de l'inflation et des indicateurs économiques avancés.



LE SECTEUR BANCAIRE EST RESTÉ AU CENTRE DE L'ATTENTION APRÈS LES ÉVÉNEMENTS DU MOIS DE MARS

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 28/04/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

Après s'être affaibli en mars, les turbulences bancaires ayant entraîné une réévaluation significative à la baisse du taux terminal de la Fed, l'USD a connu une évolution latérale en avril. Même si le taux terminal devrait effectivement être atteint prochainement, les attentes des marchés en matière d'abaissement des taux sont peut-être un peu prématurées. Un décalage de ces attentes dans le temps pourrait apporter un certain soutien de court terme au dollar, bien que de nouvelles instabilités bancaires auraient l'effet inverse, entraînant potentiellement de la volatilité et un manque de direction pour la devise.

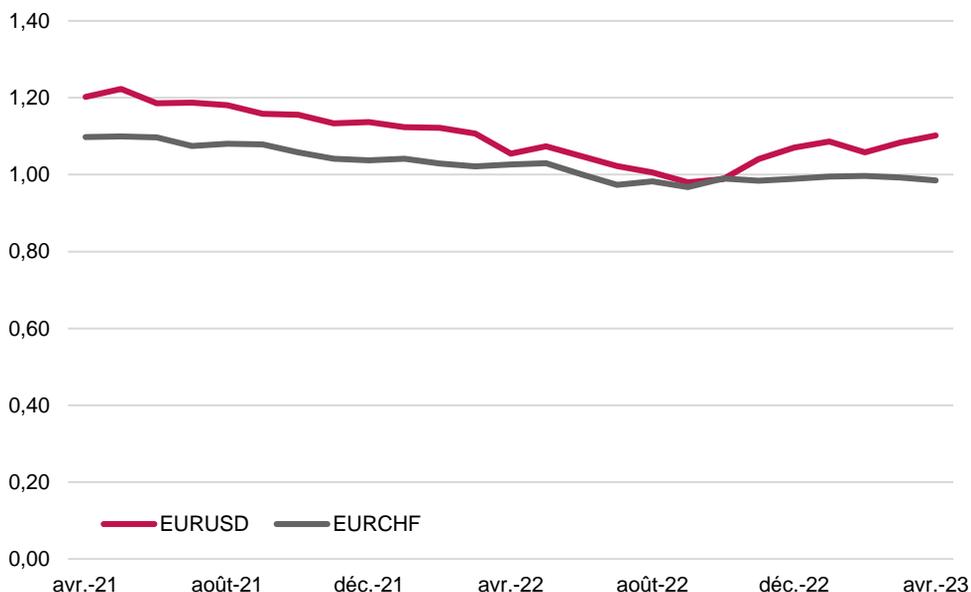
À moyen terme, nous pensons que le pic atteint par le dollar en 2022 ne sera pas revu, tout en reconnaissant également son caractère de valeur refuge, qui pourrait apporter un soutien lorsque la récession frappera véritablement.

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, l'inflation globale élevée en Suisse 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.

Le JPY présente également un potentiel de hausse conséquent. Le recul du yen en 2022 est entièrement imputable à la divergence de politique monétaire entre le Japon et le reste du monde, 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 opposées d'une offre limitée et d'une croissance mondiale en berne.

Du côté de l'offre, l'annonce début avril par l'OPEP d'une baisse inattendue de la production devrait maintenir un plancher sous les prix du pétrole, probablement autour de 80\$.

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

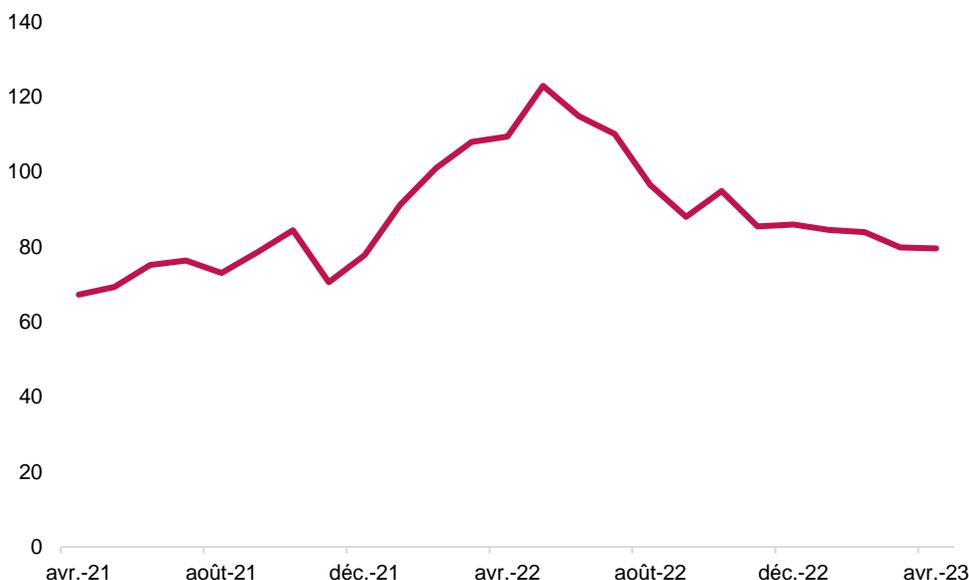
Compte tenu de ces éléments, nous nous attendons à ce que les prix du pétrole évoluent dans une fourchette d'environ 80\$-90\$ au cours des prochains trimestres.



Nous nous attendons à ce que les prix du pétrole évoluent dans une fourchette d'environ 80\$-90\$ au cours des prochains trimestres

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 28/04/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

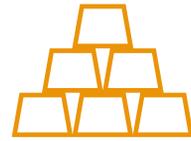
OR

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

En termes de séquence, la stabilisation des turbulences bancaires pourrait conduire à un repli à court terme de l'or à partir d'un niveau proche de 2'000, qui semble laisser peu de potentiel haussier.

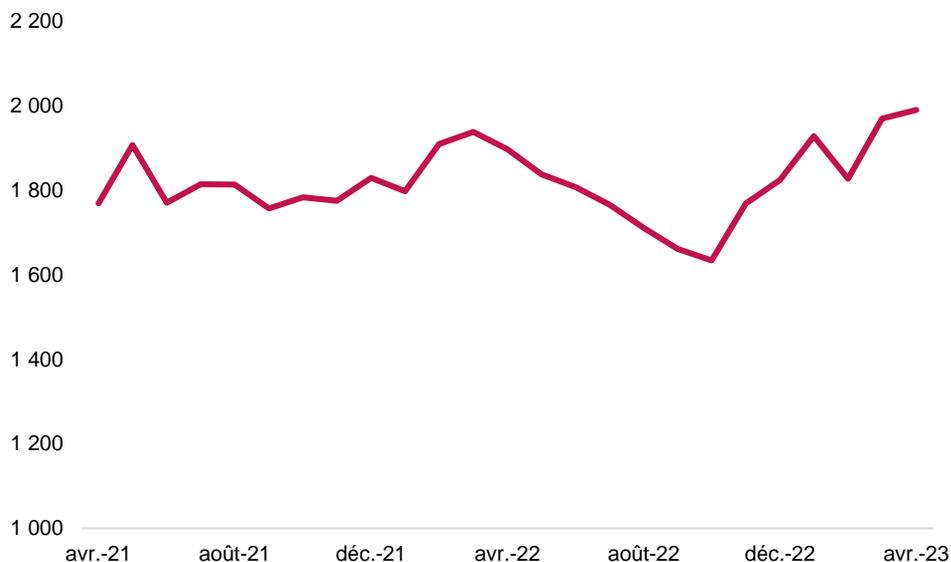
Un contexte plus favorable pour renforcer l'exposition à l'or pourrait survenir dans les prochains mois, à des niveaux de prix moins élevés.

Quoi qu'il en soit, avec la forte demande des banques centrales et une récession à l'horizon, l'or devrait rester soutenu au cours des 12 prochains mois.



Avec la forte demande des banques centrales et une récession à l'horizon, l'or devrait rester soutenu au cours des 12 prochains mois

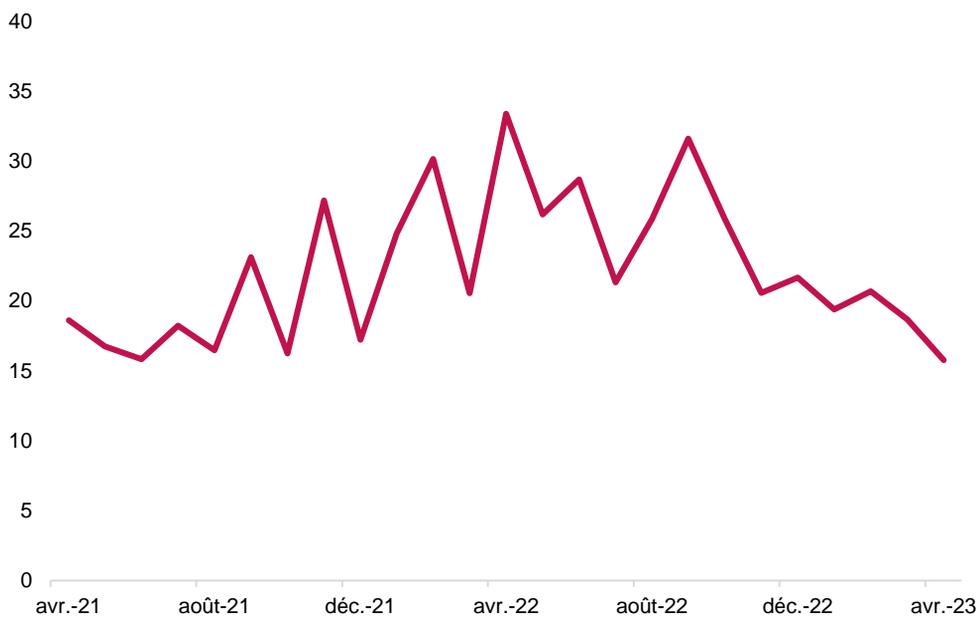
OR ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 28/04/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 28/04/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
2-mai	Zone euro	Inflation	mai-23	7,0
2-mai	Zone euro	PMI manufacturier Markit	mai-23	45,8
2-mai	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	mai-23	47,8
2-mai	Suisse	PMI manufacturier	mai-23	45,3
3-mai	Etats-Unis	Réunion de la Fed	avr.-23	5,0
3-mai	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	avr.-23	51,2
3-mai	Zone euro	Taux de chômage	mars-23	6,6
4-mai	Chine	PMI manufacturier Caixin	avr.-23	50,0
4-mai	Zone euro	PMI services Markit	mai-23	56,6
4-mai	Zone euro	Réunion de la BCE	avr.-23	3,0
4-mai	Royaume Uni	PMI services Markit	mai-23	54,9
5-mai	Etats-Unis	Emplois	avr.-23	236,0
5-mai	Etats-Unis	Taux de chômage	avr.-23	3,5
5-mai	Suisse	Taux de chômage	avr.-23	1,9
5-mai	Suisse	Inflation	avr.-23	2,9
8-mai	Allemagne	Production industrielle	mars-23	2,0
9-mai	Chine	Exportations	avr.-23	14,8
10-mai	Etats-Unis	Inflation	avr.-23	5,0
11-mai	Chine	Inflation	avr.-23	0,7
11-mai	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	juin-23	4,3
12-mai	Etats-Unis	Confiance des ménages	mai-23	63,5
12-mai	Royaume Uni	Croissance du PIB	mars-23	0,1
15-mai	Zone euro	Production industrielle	mars-23	1,5
16-mai	Etats-Unis	Production industrielle	avr.-23	0,4
16-mai	Chine	Ventes au détail	avr.-23	10,6
16-mai	Chine	Production industrielle	avr.-23	3,0
16-mai	Zone euro	Emploi	mars-23	0,3
16-mai	Zone euro	Croissance du PIB	juin-23	0,1
16-mai	Royaume Uni	Taux de chômage	mars-23	3,8
17-mai	France	Taux de chômage	mars-23	7,2
17-mai	Japon	Production industrielle	avr.-23	0,8
17-mai	Japon	Croissance du PIB	mars-23	0
18-mai	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	mai-23	-31,3
23-mai	Japon	PMI manufacturier Nikkei	mai-23	49,5
24-mai	Etats-Unis	Minutes de la Fed	mars-24	
24-mai	Royaume Uni	Inflation	avr.-23	10,1
24-mai	Allemagne	Climat des affaires ifo	mai-23	93,6
25-mai	Etats-Unis	Croissance du PIB	juin-23	1,1
25-mai	Allemagne	Croissance du PIB	juin-23	0,0
30-mai	Suisse	Croissance du PIB	mars-23	0,0
30-mai	Suisse	Indicateur avancé Kof	mai-23	96,4
31-mai	France	Croissance du PIB	juin-23	0,2
31-mai	Italie	Croissance du PIB	juin-23	0,5



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 28 avril 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.