

Lettre de l'investisseur

Revue mensuelle des marchés financiers
et perspectives



JANVIER 2023

SWISS
CAPITAL^{IB}

MACROECONOMIE

Les données du mois de décembre ont montré que l'économie américaine a effectivement bien résisté jusqu'ici, avec une croissance du PIB révisée à la hausse à 3,2 % (en termes annualisés) pour le troisième trimestre, un marché de l'emploi toujours tendu et un indice ISM des services qui a progressé en novembre.

Malgré cela, les signes de ralentissement et de désinflation sont tout aussi nets. L'indice ISM manufacturier est tombé sous la barre des 50 en novembre (son plus bas niveau depuis décembre 2019) tandis que les indices PMI de décembre se sont inscrits en nette contraction tant pour le secteur manufacturier que celui des services. L'indice NAHB (logement) a enregistré son 12ème mois consécutif de baisse en décembre, présageant d'une récession immobilière et d'un ralentissement de la croissance à venir plus prononcé aux États-Unis. En parallèle, les chiffres de l'inflation américaine en novembre ont confirmé leur tendance à la baisse : l'IPC global passant de 7,7 % à 7,1 % (en glissement annuel) et l'IPC sous-jacent de 6,3 % à 6,0 %. Si l'on exclut la composante logement, sans aucun doute celle qui est la plus à la traîne, la croissance mensuelle de l'IPC a même été négative.

En ce début d'année 2023, l'incertitude ne réside plus dans la fin du cycle de resserrement mais plutôt dans la date de début et l'amplitude du cycle d'assouplissement

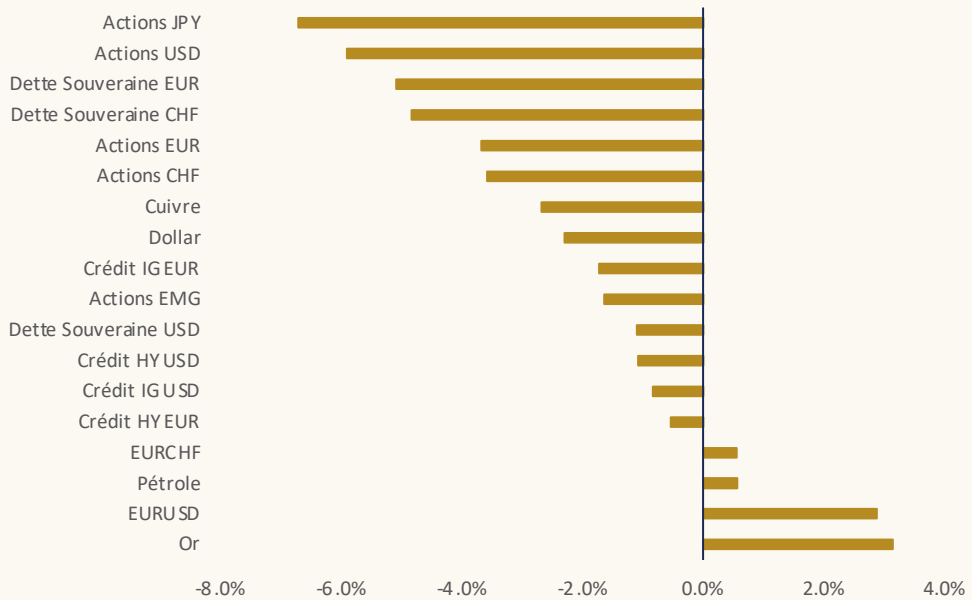
Dans ce contexte, la Fed a relevé ses taux directeurs de 50 points de base, tel qu'anticipé, pour les porter à 4,25 % - 4,5 % et a revu à la hausse ses prévisions de septembre quant au taux terminal (de 4,6% à 5,1%, un peu au-delà des attentes des marchés), reconnaissant implicitement que le ralentissement et la désinflation appellent une fin du cycle de resserrement dans les prochains mois. Pour la suite, les membres du FOMC ne prévoient pas de baisses des taux en 2023, contrairement aux marchés des futures qui envisagent des baisses d'environ 50 points de base au second semestre 2023. Ce décalage persiste en 2024, la Fed ne prévoyant qu'une réduction d'environ 50 points de base au cours de l'année, tandis que les marchés estiment que les taux auront reculé, fin 2024, d'environ 160 points de base par rapport à leur pic.

Ainsi, en ce début d'année 2023, l'incertitude ne réside plus dans la fin du cycle de resserrement puisque celui-ci a été relativement bien annoncé, mais plutôt dans la date de début et l'amplitude du cycle d'assouplissement. De notre point de vue, le moment de la première baisse des taux dépendra fortement des données macroéconomiques et pourrait effectivement n'intervenir qu'au début de 2024. Mais lorsque la Fed commencera à réduire les taux, le rythme sera très probablement bien plus rapide que prévu. Un cycle d'abaissement des taux est rarement progressif.

En Europe, l'activité économique a montré de timides signes de reprise avec une amélioration de la confiance des consommateurs et une hausse des indices PMI, reflétant probablement le fait que les pires scénarios ne se concrétisent pas à ce stade. Pour autant, les données restent très déprimées, une récession étant le scénario le plus probable pour les prochains trimestres.

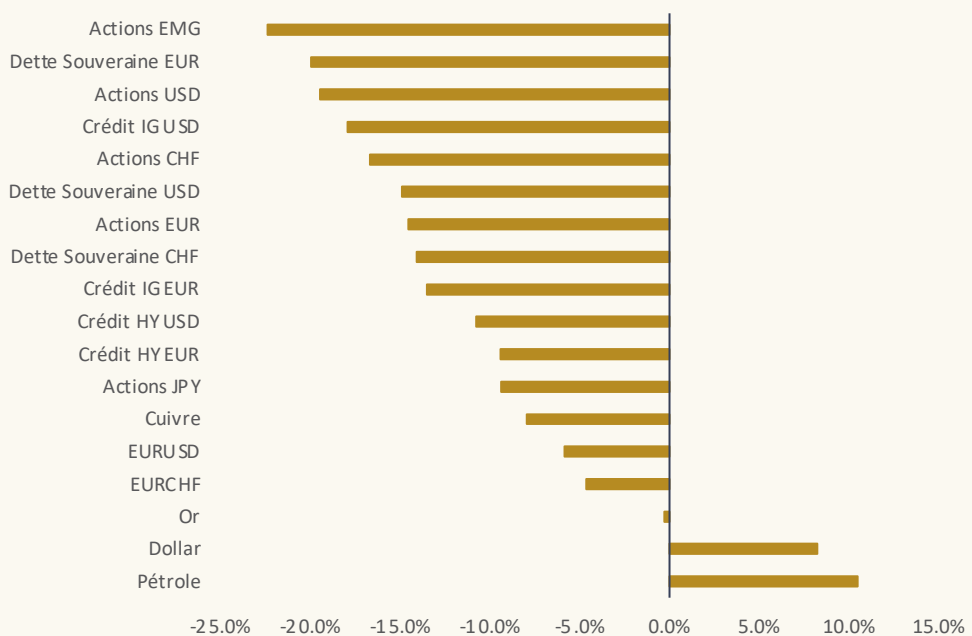
PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, du 30/11/2022 au 30/12/2022

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



Source : Bloomberg, 30/12/2022

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROECONOMIE (suite)

Cela n'a pas empêché la BCE d'adopter un ton agressif, avec des projections plutôt déstabilisantes. Si le relèvement de 50 points de base des trois taux d'intérêt directeurs (taux de dépôt à 2%) était attendu, le reste s'est avéré plus surprenant pour les marchés.

Christine Lagarde a affiché une position totalement opposée à celle de la réunion d'octobre, où la croissance semblait la principale préoccupation. Elle a annoncé de multiples hausses de taux de 50 points de base à venir, tout en prédisant également une récession courte et peu profonde, ainsi qu'une inflation plus élevée qu'anticipé auparavant. En conséquence, des craintes de stress financier pourraient revenir sur le devant de la scène, avec potentiellement une récession plus profonde que nécessaire pour faire reculer l'inflation, qui est encore essentiellement due à l'offre.

Enfin, la manière dont va se dérouler la réouverture de la Chine reste une question ouverte. La tendance générale est positive pour le commerce mondial, la croissance mondiale et les exportateurs européens, mais on ne peut pas exclure la possibilité de turbulences à court terme. Les taux d'hospitalisation et de décès liés au Covid en Chine n'ont en effet pas encore atteint leur pic, et la mobilité intérieure reste faible. Beaucoup dépendra du rétablissement de la confiance des consommateurs chinois, qui pourrait s'avérer très progressif.

MARCHÉS ACTIONS

Le scénario haussier pourrait pousser les investisseurs à remettre du risque plus tôt que prévu.

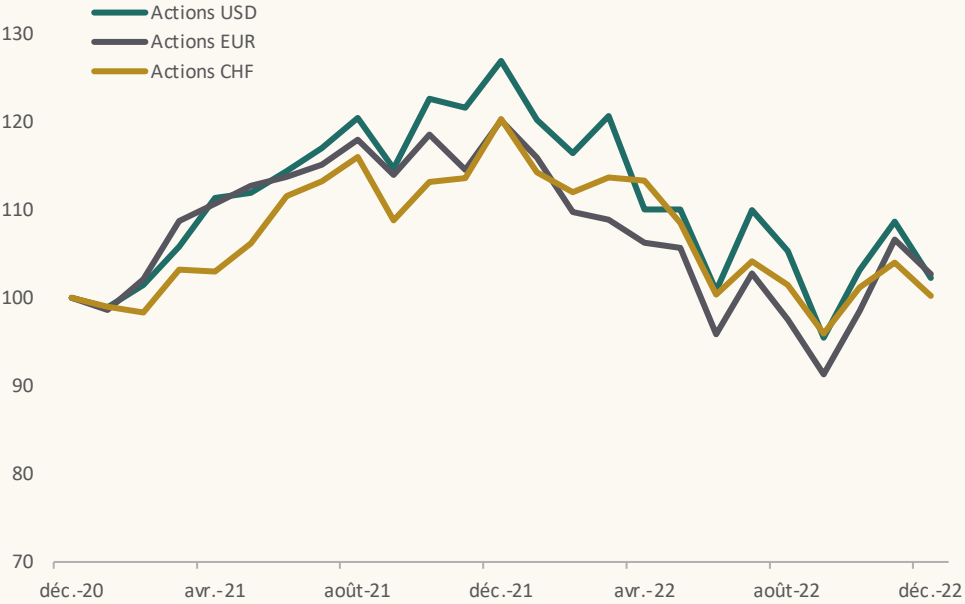
Le scénario baissier serait une baisse plus importante que prévu des bénéfices, combinée à une sortie nette de liquidités du système.

Les performances des marchés actions ont été mitigées en décembre : les actions américaines et européennes ont reculé (S&P 500 : -6 % ; Stoxx 600 : -3 %), l'indice CSI 300 en Chine a peu varié, tandis que les actions de Hong Kong ont progressé (Hang Seng : +6 %), aidées par l'optimisme de la réouverture. Une flambée des rendements obligataires réels (c'est-à-dire le taux d'actualisation des actions) a contribué à la faiblesse des actions américaines et européennes. Aux États-Unis, le mois de décembre 2022 a été le troisième plus mauvais mois de décembre pour le S&P 500 depuis 1950 (le premier étant 2018, le deuxième étant 2002), l'optimisme du marché après la publication d'un indice des prix à la consommation plus faible s'étant heurté à la politique de la Fed et à la persistance de l'offre du retail. Si l'ampleur de la baisse de décembre est impressionnante en soi, la constance des baisses quotidiennes est également remarquable : le S&P 500 a connu 14 jours de rendements négatifs en décembre (le deuxième plus élevé pour un mois en 2022) et seulement 1 jour > +1,5 % (le plus faible de tous les mois en 2022).

En Europe, les secteurs les plus performants ont été les banques et les assurances, sensibles aux taux (+4 % et +3 % par rapport au marché, respectivement), ainsi que le secteur minier, exposé à la Chine. Les secteurs les moins performants ont été les semis (-7 %), les logiciels (-5 %) et les automobiles (-3 %).

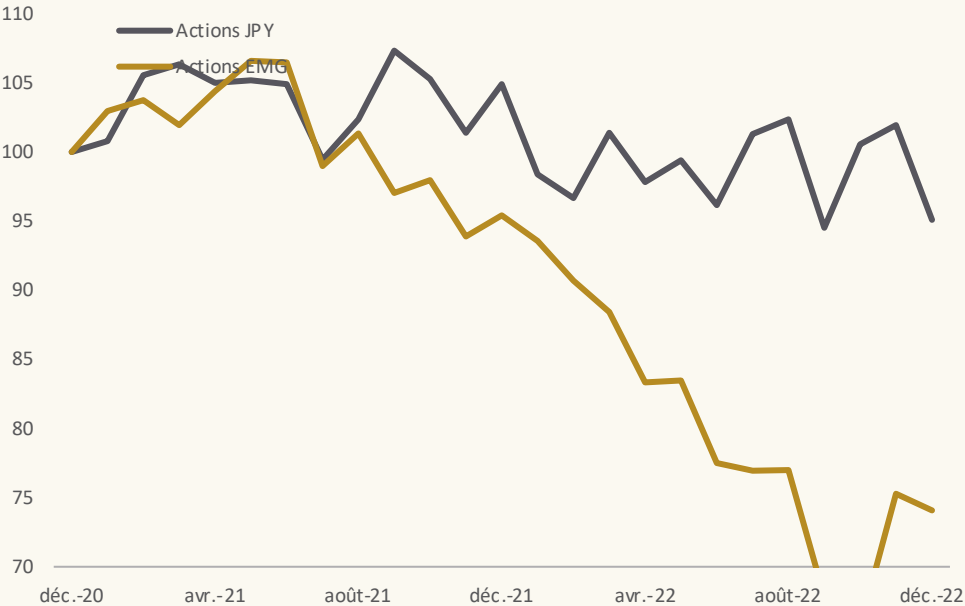
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/12/2022

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/12/2022
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Suite à la réunion de la BCE et à l'élargissement consécutif de la fourchette de rendement des obligations d'État par la Banque du Japon (BoJ), les rendements des obligations souveraines ont augmenté de façon matérielle au cours de la seconde moitié du mois.

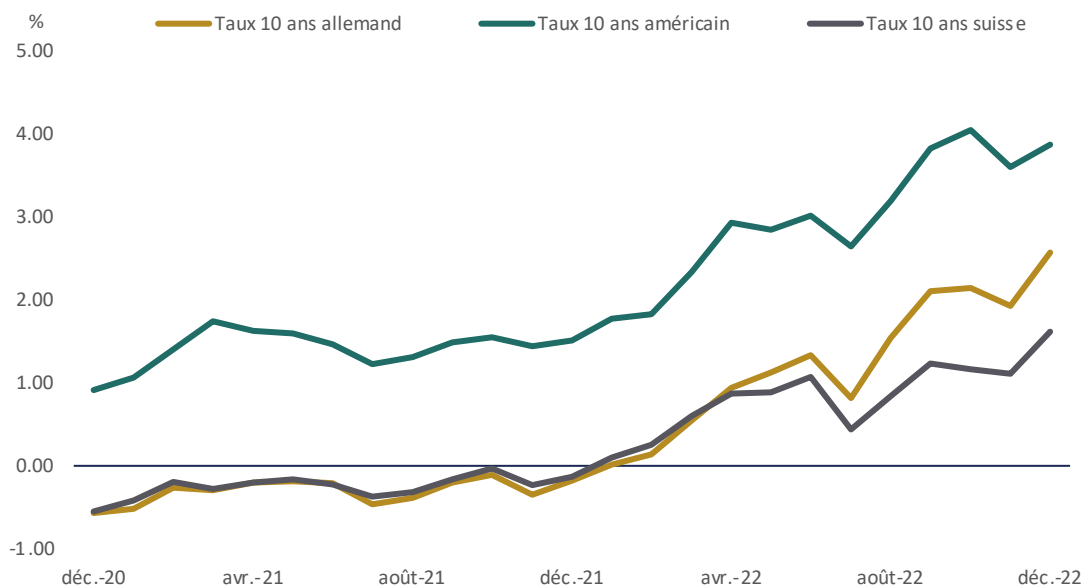
Dans un revirement tardif surprenant, la BCE a signalé une position beaucoup plus « hawkish » que prévu. Cela a conduit les obligations d'État européennes à dépasser leurs plus hauts rendements d'octobre. Selon nous, la BCE s'oriente une fois de plus vers une erreur de politique monétaire de fin de cycle, car il est fort probable que l'inflation et la croissance réelle ralentissent sensiblement dans les mois à venir.

Malgré l'évolution des rendements des obligations européennes fin décembre, la volatilité implicite des taux d'intérêt est restée proche des niveaux les plus bas récents, permettant aux spreads de crédit de continuer à se resserrer.

Le retracement des rendements obligataires souverains en fin de mois a conduit les AT1 à surperformer les obligations senior et T2. Plus généralement, le crédit financier a surperformé le marché plus large des obligations d'entreprise.

“Le crédit financier continue d'offrir un profil risque-rendement très intéressant”

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/12/2022

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

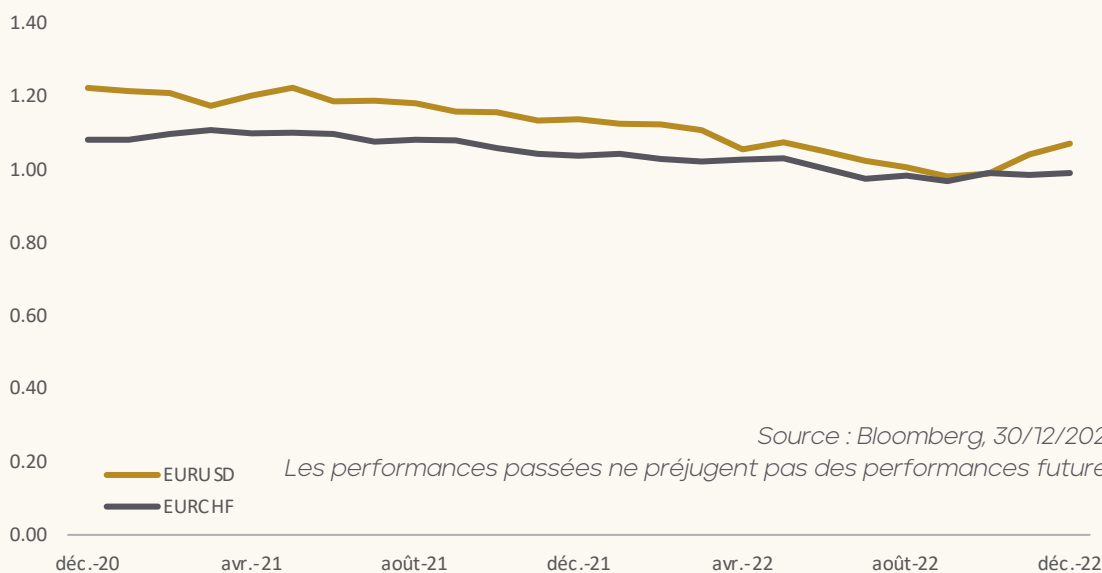
Alors que la Fed a confirmé le ralentissement de ses hausses de taux, avec un relèvement de 50 points de base en décembre, et que la fin du cycle de resserrement monétaire se précise, le dollar a continué de faiblir. Au cours des prochains mois, le billet vert pourrait évoluer dans une fourchette, à mesure que s'intensifient les préoccupations relatives à la croissance mondiale. Néanmoins le pic du dollar semble désormais passé.

Nous voyons l'EUR-USD rester dans une fourchette assez serrée dès à présent, estimant que la juste valeur se situe autour de 1,10. Alors qu'un calendrier clair de la première baisse des taux pourrait favoriser la paire, une récession plus sévère que prévu en zone euro pourrait jouer dans l'autre sens.

Nous continuons de privilégier l'EUR par rapport au CHF, car la paire devrait bénéficier du différentiel de politique monétaire. La BCE reste aux prises avec une inflation élevée, tandis que la Banque nationale suisse n'a aucune raison de procéder à des hausses agressives compte tenu du bas niveau d'inflation.

Enfin, la paire JPY-USD a encore grimpé lorsque la Banque du Japon a élargi la fourchette de fluctuation de son taux à 10 ans à 0,5%. Indépendamment des décisions politiques futures, nous voyons encore du potentiel haussier pour le JPY contre le USD à mesure que le différentiel de politique monétaire s'estompera dans les mois et trimestres à venir.

USD & CHF ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 30/12/2022

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

En décembre, le pétrole est resté bien en deçà de son pic de 2022, le ralentissement économique mondial qui se profile pesant sur la demande.

Une certaine tension sur les marchés de l'énergie pourrait toutefois se prolonger en 2023 vu les embargos sur le pétrole russe, la faible croissance de l'offre de GNL et la possibilité que l'OPEP+ continue de réduire régulièrement sa production. En outre, la réouverture de la Chine pourrait apporter un certain soutien du côté de la demande.

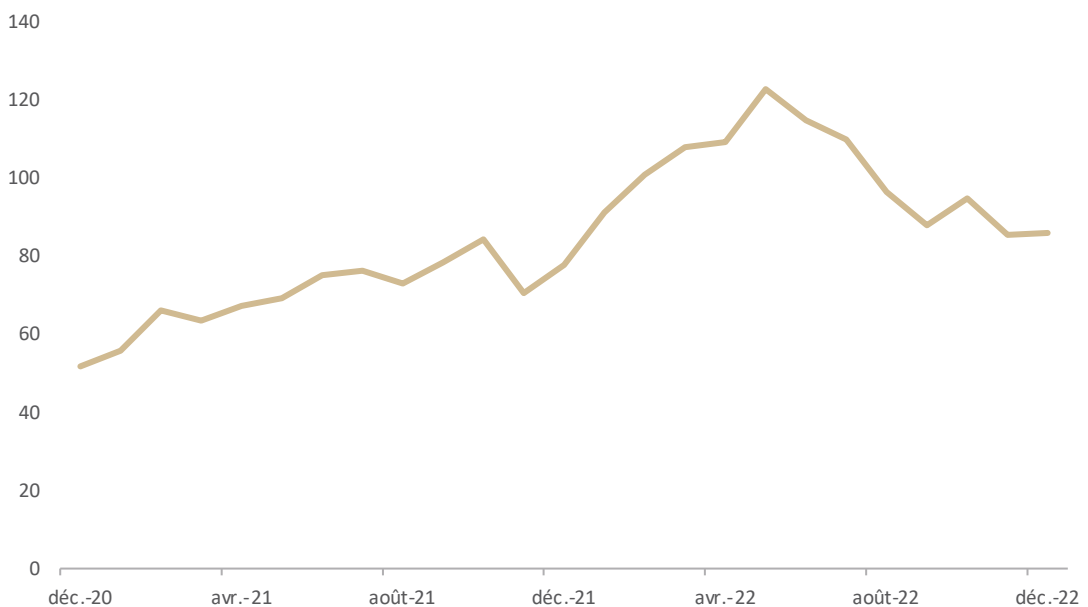
Au global, les prix du pétrole restent coincés entre deux forces contraires : une offre limitée et une demande modérée liée au ralentissement de la croissance mondiale.

Dans ce contexte, nous anticipons une poursuite des pressions globalement baissières, avec néanmoins un plancher et une volatilité toujours élevée sur les prix du pétrole.



Les prix du pétrole restent coincés entre deux forces contraires : une offre toujours limitée et une demande plus modérée, en 2023

PÉTROLE ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 30/12/2022

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

L'or a poursuivi sa lente remontée en décembre, la Fed confirmant un ralentissement du rythme de son cycle de resserrement, avec un taux terminal désormais en vue.

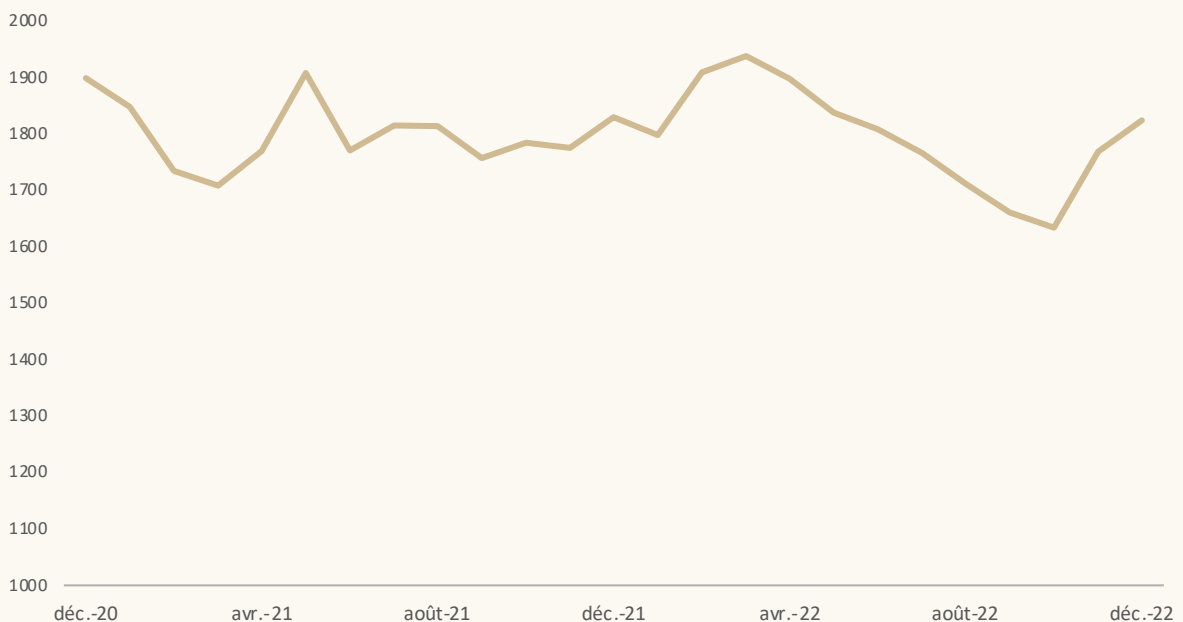
Compte tenu des taux réels encore élevés, il est peut-être un peu tôt pour renforcer de manière significative l'exposition à l'or.

Toutefois, lorsque les forces de récession se matérialiseront et que les taux réels commenceront à se comprimer de manière plus marquée, l'attrait relatif de l'or augmentera, ce qui pourrait se produire courant 2023.



L'attrait relatif de l'or pourrait augmenter plus tard en 2023 lorsque les taux réels commenceront à se comprimer

OR
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS

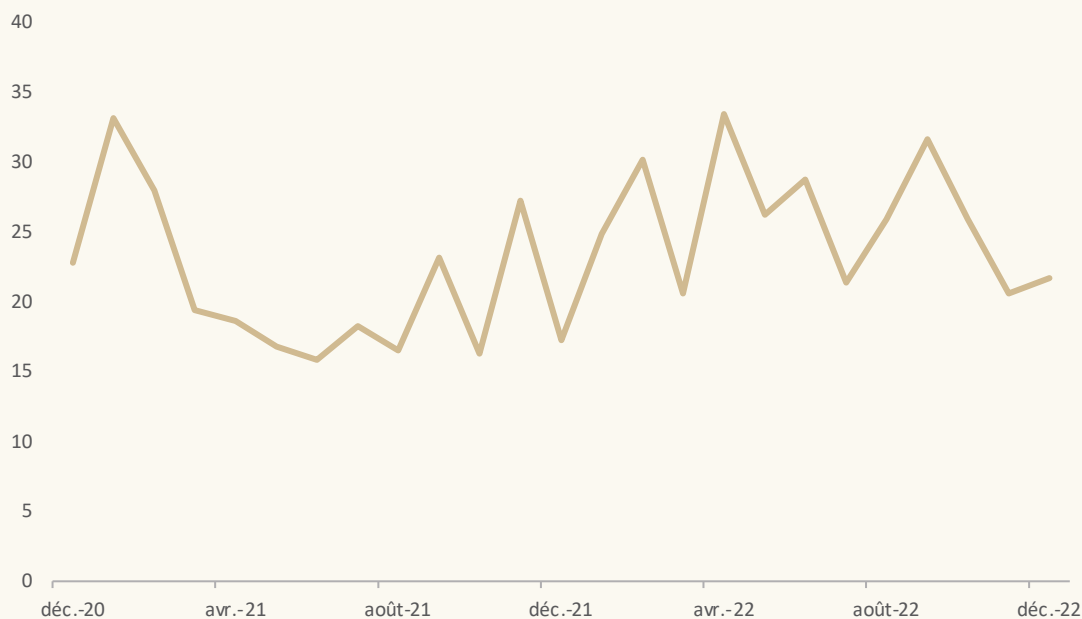


Source : Bloomberg, 30/12/2022

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

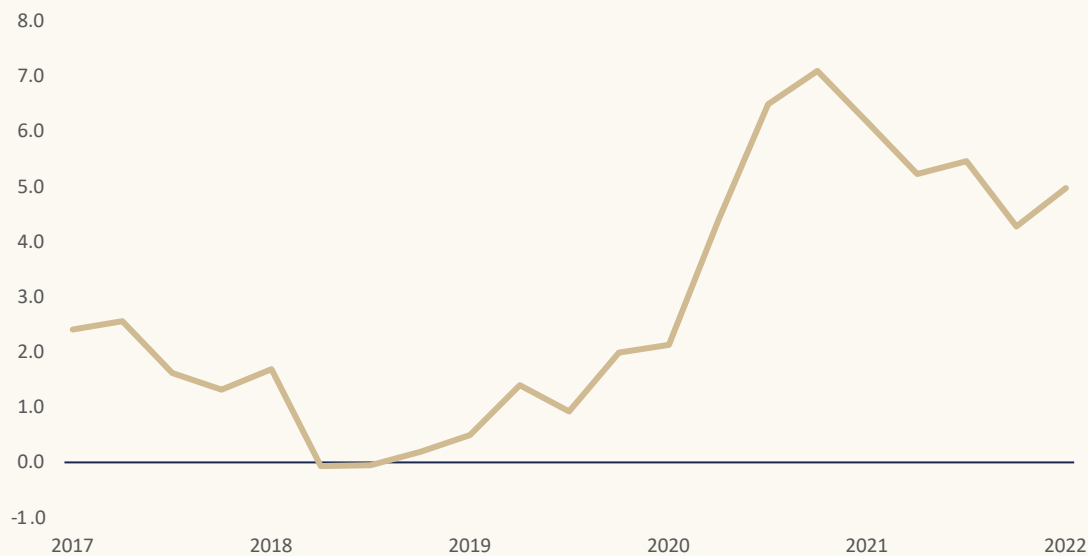
VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/12/2022

IMMOBILIER

MARCHÉ IMMOBILIER RÉSIDENTIEL SUISSE VARIATION ANNUELLE



Source : Bloomberg, 30/12/2022

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
4-janv.	Etats-Unis	PMI manufacturier	janv.-23	48,4
	Etats-Unis	Minutes de la Fed	mars-24	
	Zone euro	PMI services Markit	janv.-23	49,8
	Suisse	Inflation	janv.-23	2,8
5-janv.	Royaume Uni	PMI services Markit	janv.-23	50,0
6-janv.	Etats-Unis	Emplois	déc.-22	263,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	déc.-22	3,7
	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	déc.-22	56,5
	Zone euro	Inflation	déc.-22	10,0
9-janv.	Chine	Inflation	déc.-22	1,6
	Zone euro	Taux de chômage	nov.-22	6,5
	Allemagne	Production industrielle	nov.-22	-0,1
	Suisse	Taux de chômage	déc.-22	2,0
10-janv.	Chine	Ventes au détail	déc.-22	-5,9
	Chine	Production industrielle	déc.-22	3,8
12-janv.	Etats-Unis	Inflation	déc.-22	7,1
13-janv.	Etats-Unis	Confiance des ménages	janv.-23	59,7
	Chine	Exportations	déc.-22	-8,9
	Chine	Croissance du PIB	déc.-22	3,9
	Zone euro	Production industrielle	nov.-22	-2,0
17-janv.	Royaume Uni	Taux de chômage	nov.-22	3,7
18-janv.	Etats-Unis	Production industrielle	déc.-22	-0,2
	Royaume Uni	Inflation	déc.-22	10,7
	Japon	Production industrielle	déc.-22	-0,1
	Japon	Réunion de la Banque du Japon	janv.-23	-0,1
19-janv.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	janv.-23	-13,8
24-janv.	Zone euro	PMI manufacturier Markit	janv.-23	47,8
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	janv.-23	45,3
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	janv.-23	48,9
25-janv.	Allemagne	Climat des affaires ifo	janv.-23	88,6
26-janv.	Etats-Unis	Croissance du PIB	déc.-22	3,2
31-janv.	Zone euro	Croissance du PIB	déc.-22	0,3
	France	Croissance du PIB	déc.-22	0,2
	Allemagne	Croissance du PIB	déc.-22	0,4
	Italie	Croissance du PIB	déc.-22	0,5
	Suisse	Indicateur avancé Kof	janv.-23	92,2

Discutons-en.

T +41 (0)22 512 10 24
Place de l'Université 6
CH – 1205 Genève
swisscapital-ib.com

DISCLAIMER

This material has been prepared solely for purposes of illustration and discussion. Under no circumstances should the information contained herein be used or considered as an offer to sell, or solicitation of an offer to buy any security. Any security offering is subject to certain investor eligibility criteria as detailed in the applicable offering documents. The information contained herein is confidential and may not be reproduced or circulated in whole or in part. The information is in summary form for convenience of presentation, it is not complete and it should not be relied upon as such.

All information, including performance information, has been prepared in good faith; however Swiss Capital IB S.A. make no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information, and nothing herein shall be relied upon as a promise or representation as to past or future performance.

This material may include information that is based in whole or in part on hypothetical assumptions, models and /or other analysis of Swiss Capital IB S.A. (which may not necessarily be described herein). No representation or warranty is made as to the reasonableness of any such assumptions, models, or analysis.

The information set forth herein was gathered from various sources which Swiss Capital IB S.A. believe to be reliable, but it cannot guarantee their reliability. Unless otherwise stated, any opinions expressed herein are current as of the date hereof and are subject to change at any time.

All sources which have not otherwise been credited derive from Swiss Capital IB S.A.