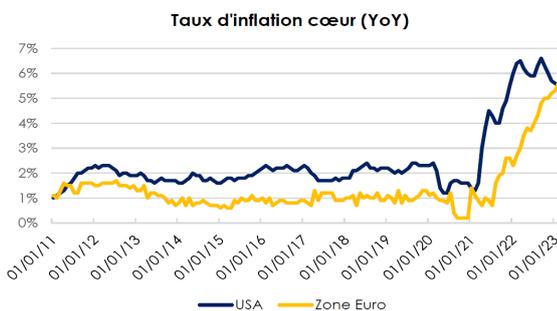


Commentaire de Gestion

Paris, le 14 avril 2023

BONNE TENUE DES INDICES DANS UN CONTEXTE TENDU

Au premier trimestre, les marchés actions et obligataires se sont redressés fortement. Le mouvement a été particulièrement important en Europe, qui bénéficie d'un repli des prix du gaz (-37% YTD) et du pétrole ainsi que des profits des entreprises meilleurs qu'attendus. Aux Etats-Unis, les investisseurs ont surtout été attentifs à l'inflation et à son impact sur la fin du cycle de resserrement monétaire. Les pays émergents ont légèrement progressé mais cela reste décevant compte tenu du rebond des indicateurs économiques avancés et de la fin des restrictions liées au Covid en Chine. Aussi, les actions de la Zone Euro ont progressé de +8,4% (+13,3% pour le CAC40), suivies par l'indice mondial, +7,7% (MSCI World), les actions américaines, +5,5% (S&P500), puis l'indice émergent, +2,1% (MSCI EM). Du côté obligataire, l'indice mondial s'est redressé de 3% (JPM GBI Global) tout comme celui de la Zone Euro qui a rebondi de 1,6% (Bloomberg Euro Agg Bond). Les performances des indices sont présentées en devises locales, dividendes réinvestis.



Source : MarketMap

LE PIC INFLATIONNISTE SEMBLE PASSÉ AUX ETATS-UNIS

Après un pic en juin 2022 à 9,1%, le taux d'inflation aux Etats-Unis a reculé de manière régulière avec la baisse des prix de l'énergie et de la demande de biens durables. L'inflation core, excluant l'alimentation et l'énergie, a également atteint son pic à 6,6% et recule malgré les tensions sur le marché du travail. Le chemin reste long pour la Réserve Fédérale américaine afin d'atteindre son objectif d'inflation de 2%. En zone euro, l'inflation globale

recule depuis octobre 2022 et atteint 6,9% en mars. La partie cœur n'est toujours pas sous contrôle et continue de progresser, les entreprises répercutent la hausse des coûts de l'énergie à leurs clients.

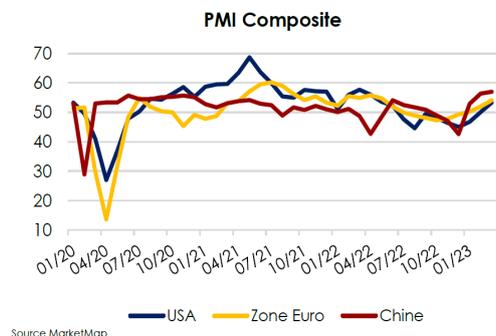
VERS LA FIN DE LA HAUSSE DES TAUX DES BANQUES CENTRALES ?

La Banque Centrale Européenne a relevé ses taux de 50 pbs mi-mars à 3,50% et a indiqué qu'une poursuite de son durcissement monétaire serait nécessaire pour restaurer la stabilité des prix. Afin de lutter contre l'inflation, la Réserve Fédérale américaine a resserré sa politique monétaire depuis mars 2022 en remontant les taux directeurs à 4,75%/5%. Ce resserrement très abrupt a déstabilisé le bilan de nombreuses banques régionales américaines qui n'entrent pas dans le champ d'application de la loi Dodd-Frank des banques sous haute surveillance (Total du bilan inférieur à 250 Mds\$). Silicon Valley Bank a fait faillite après avoir enregistré des pertes massives de 1,8 Mds \$. Ces pertes sont liées à la cession avec des moins-values d'un portefeuille d'obligations d'Etat totalisant 21 Mds \$ et comptabilisées à leur valeur nominale au 31/12/2022. La crise s'est propagée à d'autres banques américaines (Silvergate, Signature Bank) qui ont des activités tournées vers des secteurs spécifiques comme la technologie et l'agriculture. Afin d'enrayer la contagion, la Fed a décidé d'octroyer des prêts à hauteur de 354 Mds \$ pour maintenir le marché interbancaire à flot.

PAS DE PROPAGATION DE LA CRISE BANCAIRE AMÉRICAINE

Après une perte de 7,3 Mds CHF en 2022 et des scandales à répétition, le Crédit Suisse a perdu la confiance de ses clients qui se sont retirés massivement (-120 Mds CHF) malgré de bons ratios de solvabilité (14% vs 10,5% requis par Bâle III). La Banque Nationale Suisse est intervenue en garantissant 100 Mds CHF de liquidités. Finalement, UBS a été contraint de racheter son concurrent pour 3 Mds CHF. Dans cette opération, la valeur de l'ensemble des dettes AT1 (15,8 Mds CHF) de Crédit Suisse a été ramenée à zéro par le régulateur afin de constituer une garantie pour les futures pertes d'UBS.

Malgré la situation de Crédit Suisse, les banques européennes (BNP, Société Générale...) sont plus robustes que leurs homologues américaines étant donné le niveau élevé de leurs ratios de solvabilité et de fonds propres. De plus, toutes les banques européennes sont régulées par la BCE, quelle que soit leur taille ce qui n'est pas le cas des banques américaines.



UNE ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE RÉSILIENTE MALGRÉ LA REMONTÉE DES TAUX

Le premier trimestre a été marqué par un redressement de l'activité partout dans le monde. Les PMI composite des trois grandes zones économiques indiquent un retour au-dessus de 50 considéré comme une zone d'expansion. En outre, le marché du travail reste tendu des deux côtés de l'Atlantique avec des pénuries de main d'œuvre et des taux de chômage faibles. Ce qui est une bonne chose pour l'économie est vu d'un mauvais œil par les marchés financiers. Les marchés anticipent une baisse des taux au second semestre alors que les banques centrales risquent de maintenir des taux élevés plus longtemps, compte tenu des niveaux d'inflation.

LE RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTATS VOLATILE

Le taux de rendement des obligations souveraines à 10 ans a chuté fortement en mars sous l'effet de la crise bancaire. Le rendement de l'emprunt américain termine à 3,47% contre 3,88% à fin décembre, après un plus haut à 4,09%. L'emprunt d'Etat allemand à 10 ans a baissé à 2,30% contre +2,56% en décembre ; l'emprunt d'Etat français à 10 ans termine à 2,79% contre +3,11% à fin décembre.

Depuis octobre, l'inversion de la courbe des taux 2 ans – 10 ans indique que le marché s'attend à un ralentissement de l'activité dans les 18 mois.

Evolution des taux d'intérêt court, moyen et long terme

	2 ans		5 ans		10 ans	
Etats-Unis	4,04%	↘	3,58%	↘	3,47%	↘
Allemagne	2,70%	↘	2,32%	↘	2,30%	↘
France	2,76%	↘	2,64%	↘	2,79%	↘

VERS UN RETOUR DES VALEURS DE CROISSANCE ?

Au cours du premier trimestre, les valeurs de croissance se sont mieux comportées que les valeurs de rendement (+11,5% vs +5,7% en Europe).

Dans un premier temps, les valeurs de croissance et de rendement ont performé de manière identique. Cependant, la crise bancaire américaine a permis aux valeurs de croissance de se distinguer nettement sur la fin du trimestre. Les grandes capitalisations boursières ont été plus performantes que les petites capitalisations. L'accalmie sur le front de l'inflation et les espoirs de baisse de taux ont propulsé les valeurs technologiques américaines vers le haut (+20,69% pour le Nasdaq 100).

Evolution du style Croissance/Value depuis le 31-12



DE NOUVELLES OPPORTUNITÉS SUR LES OBLIGATIONS

Les obligations d'entreprises de qualité ont progressé de +1,6% et n'ont pas encore profité d'un rebond majeur après une année 2022 désastreuse. Les obligations à haut rendement se sont bien comportées à +2,9% sur la période, et ce même pendant ce mois de mars tumultueux. Après de nombreuses années de baisse des taux, les obligations privées retrouvent de l'intérêt tant au regard de leur rendement que de leur capacité à résister à la baisse dans les périodes chahutées.

Evolution des sous-segments obligataires Zone Euro et USA



Source : MorningStar