



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Février 2024

MACROÉCONOMIE

Les marchés ont débuté l'année avec la conviction que la Fed commencerait à baisser ses taux directeurs dès le mois de mars, scénario dont la probabilité était évaluée à 97,5% le 1er janvier. A la fin du mois, après une série de données macroéconomiques solides et au vu de la posture moins accommodante de la Fed, les marchés en étaient bien moins certains, avec une probabilité retombée à 35% le 31 janvier.

Il est vrai que l'**ISM des services** pour le mois de décembre s'est avéré très décevant, chutant de 52,7 à 50,6, son plus faible niveau sur 7 mois, avec un fort recul de la composante emploi de 50,7 à 43,3, au plus bas depuis 2020. L'**indice manufacturier** s'est redressé à 47,4 mais affiche son 14ème mois de contraction, avec une demande faible.

Pour autant, le **marché de l'emploi** reste très tendu, avec des nouvelles inscriptions au chômage toujours faibles, un rythme soutenu de création d'emplois (353'000 en janvier), un taux de chômage bas (3,7%) et une croissance salariale qui se renforce (4,5% an/an en janvier).

L'**IPC de décembre** pourrait également avoir créé un certain malaise au sein de la Fed, car le sous-jacent a baissé de seulement un dixième, passant de 4,0% à 3,9% (3,8 % attendu), tandis que l'indice général remontait plus que prévu, de 3,1% à 3,4%. Cela dit, le **PCE sous-jacent**, la jauge d'inflation préférée de la Fed, a envoyé un message plus tempéré, la mesure sous-jacente en glissement annuel tombant à 2,9%, sa première incursion sous les 3% depuis mars 2021.

De fait, du point de vue des banquiers centraux, les données ont été quasi parfaites dans l'ensemble, l'économie se rapprochant d'un état « immaculé », avec une croissance forte – mais pas de surchauffe – et une inflation stable. La **première estimation du PIB pour le 4ème trimestre** de l'an dernier et la **croissance trimestrielle du PCE sous-jacent** sont ressorties à respectivement 3,3% et 2% (en termes annualisés). Dans le même temps, **les PMI préliminaires de janvier** ont encore éloigné le scénario de récession, avec un retour inattendu de l'indice manufacturier en territoire expansionniste (50,3), tandis que les services surprenaient également à la hausse (52,9).



LE RISQUE SEMBLE ÊTRE PASSÉ DE POSSIBLE RÉCESSION IL Y A UN AN À « TROP BEAU POUR ÊTRE VRAI ? » AUJOURD'HUI, ET LA RÉUNION DU FOMC DE JANVIER A FAIT ÉTAT D'UN PEU PLUS DE PRUDENCE S'AGISSANT DE BAISSER DES TAUX

Au final, le risque semble être passé de possible récession il y a un an à « trop beau pour être vrai ? » aujourd'hui. Ainsi, la **réunion du FOMC** en fin de mois a fait état d'un peu plus de prudence que lors de la dernière de 2023. Jerome Powell a explicitement indiqué qu'une baisse des taux en mars ne constitue pas le scénario de base, les membres du FOMC souhaitant obtenir davantage d'assurance quant au fait que l'inflation tend durablement vers l'objectif de 2%.

La situation est un peu plus claire dans la **zone euro**, où la BCE devrait probablement abaisser ses taux plus tôt que la Fed si elle entend éviter une faiblesse prolongée.

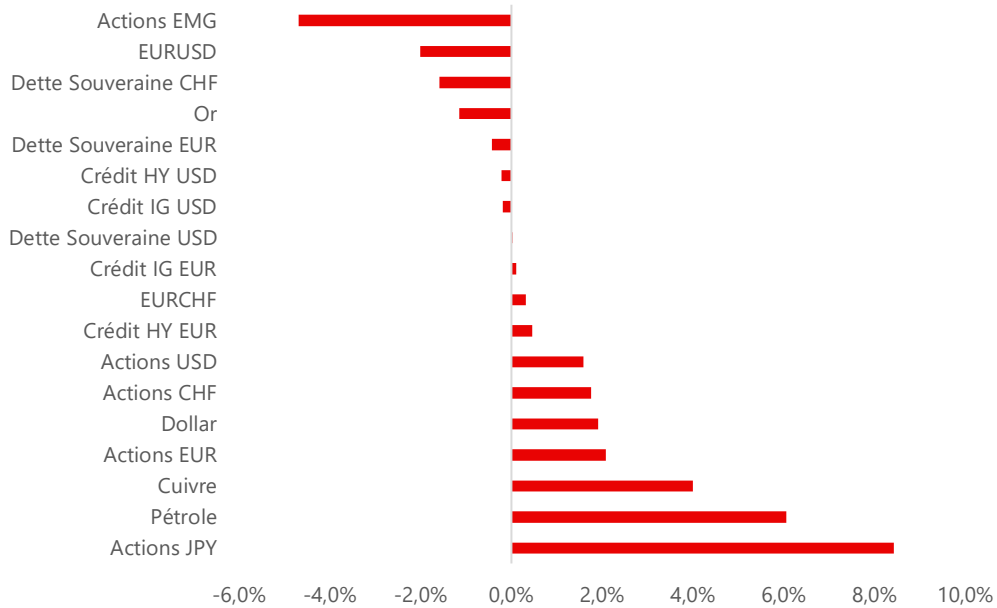
L'**IPC général de décembre** a grimpé de 2,4% à 2,9% en glissement annuel, mais cette hausse était attendue et s'explique par les effets de base dans l'énergie, les subventions allemandes et françaises ayant pris fin. L'**inflation sous-jacente** a, pour sa part, continué à baisser, passant de 3,6% à 3,4% en glissement annuel, son point bas depuis mars 2022.

Dans le même temps, **les indices PMI** ont connu en janvier leur 6ème mois consécutif de baisse généralisée et **les attentes médianes d'inflation à un an** sont tombées à 3,2% dans l'enquête de novembre de la BCE auprès des consommateurs, contre 4,0% en octobre, soit le plus bas niveau depuis l'invasion de l'Ukraine.

Dans ce contexte, durant la **première conférence de presse post-réunion de la BCE de l'année**, Christine Lagarde a adopté un ton moins ferme qu'en de précédentes occasions, ou que ce que les commentaires des membres de la BCE en amont de cette réunion auraient pu laisser penser.

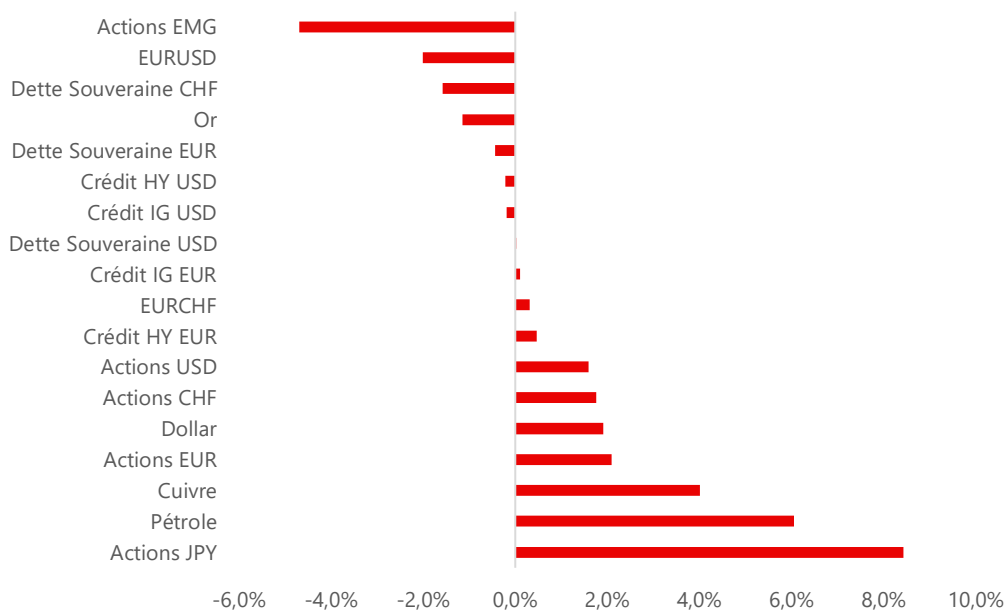
PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 31/01/2024

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



Source : Bloomberg, 31/01/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Elle a noté que le marché du travail est robuste mais avec moins d'offres d'emploi, que l'inflation devrait encore s'atténuer en 2024, et que les risques pour la croissance sont orientés à la baisse.

Alors que le Conseil s'est accordé pour dire qu'« il est prématuré de discuter des baisses des taux », celles-ci restent dépendantes des données, Christine Lagarde soulignant l'importance des projections actualisées qui seront disponibles en mars. Ainsi, une baisse des taux en avril n'est certes pas assurée, mais ne fait pas non plus l'objet d'une forte opposition. Vu la faible dynamique de croissance sous-jacente dans la zone euro, les marchés évaluaient à fin janvier la probabilité d'une baisse des taux en avril à plus de 95%, contre seulement 64% la veille de la réunion.

MARCHÉS ACTIONS

L'ENTHOUSIASME
AUTOUR DE
L'INTELLIGENCE
ARTIFICIELLE S'EST
ENCORE RENFORCÉ,
ENTRAINANT DES
PROGRESSIONS
SPECTACULAIRES
SUR LES ACTIONS
QUI Y SONT
EXPOSÉES

Les marchés actions ont connu un bon mois de janvier, progressant encore (S&P 500 +1.6% en USD, Stoxx 600 Europe +2.8% en EUR sur le mois) après une excellente fin d'année 2023. Ce mouvement a porté les indices américains S&P 500 et Nasdaq 100 jusqu'à de nouveaux plus hauts historiques.

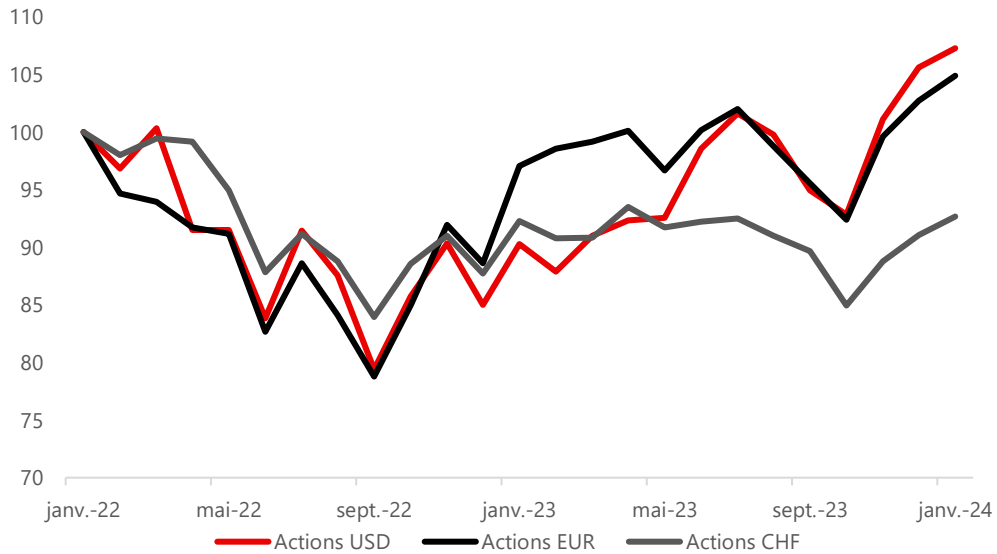
L'enthousiasme autour de l'Intelligence Artificielle s'est encore renforcé, entraînant des progressions spectaculaires sur le fournisseur de puces NVidia (+24,2% sur le mois), l'équipementier semi ASML (+17.1%) ou encore le fabricant de serveurs Super Micro Computer (+86,3%).

Un facteur est venu ternir cette dynamique favorable, le fameux « pivot » de la Réserve Fédérale américaine, qui était très majoritairement attendu en mars en début de mois, a vu ce calendrier remis en question d'une façon de plus en plus tangible au fil du mois avec la publication d'indicateurs économiques montrant la solidité de la dynamique américaine, jusqu'à ce que Jerome Powell ne juge en toute fin de mois une première baisse des taux en mars « improbable », entraînant un recul des marchés actions et réduisant ainsi la performance mensuelle des grands indices.

Sur le plan sectoriel, la plus forte hausse revient à la tech (S&P Communications +4.8%, Stoxx 600 Tech +7.5%), tandis que les secteurs des matériaux (S&P 500 Materials -3.9%, Stoxx 600 Basic Resources -4.8%) et de l'automobile (S&P 500 Auto -20.8%, Stoxx 600 Auto -0.7%) ont reculé, lesté pour ce dernier par la dégringolade de Tesla (-24.6% en janvier).

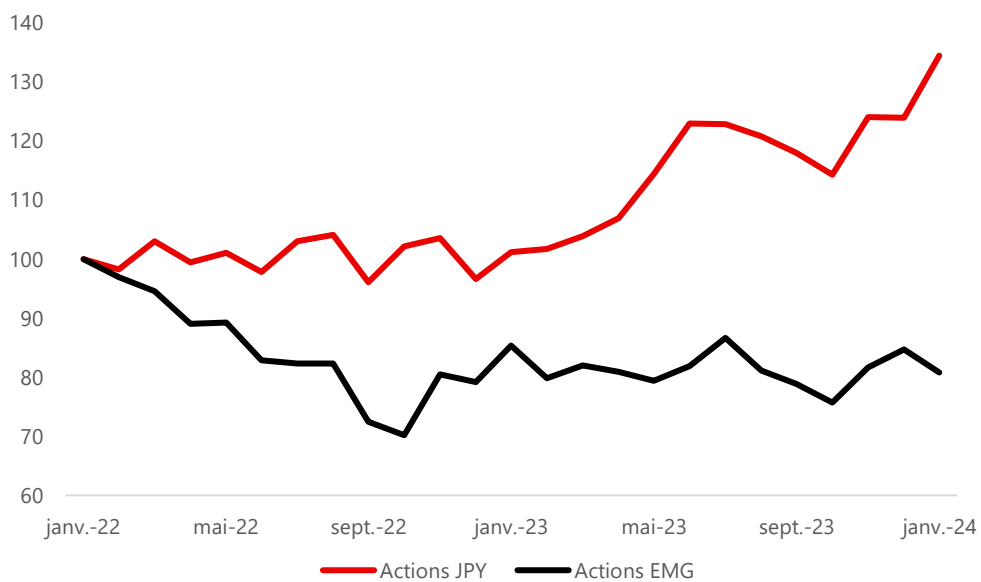
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/01/2024

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/01/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

L'année 2024 commence bien pour les marchés obligataires. Les économies décélèrent sans entrer en récession, l'inflation recule mois après mois des deux côtés de l'Atlantique, les résultats des entreprises demeurent à des niveaux très corrects sur les secteurs les plus traditionnels (hors tech) et les niveaux de refinancements commencent à se détendre face à l'appétit des investisseurs.

Cet environnement « boucles d'or » a permis d'inscrire un mois de janvier très dynamique sur le marché primaire, tous segments confondus, et aux valorisations d'être majoritairement orientées à la hausse. Il faut dire que les entrées nettes dans les fonds obligataires ont été substantielles en janvier, notamment sur la partie IG, traduisant un rebalancement des fonds monétaires vers des maturités plus longues. L'anticipation de pivot des banques centrales conduit logiquement les investisseurs à privilégier la partie longue des courbes si on pense que la partie courte rémunérera bientôt beaucoup moins.

Les spreads, qui étaient déjà serrés fin 2023, ont encore participé à la bonne tenue des valorisations. Nous observons près de 18bps de resserrement sur le HY EUR, -7bp sur l'EUR IG et quelques points de base sur la courbe US IG. Sans surprise, le HY US s'écarte de 20bp depuis le début de l'année, les valorisations étant les plus tendues des segments crédit.

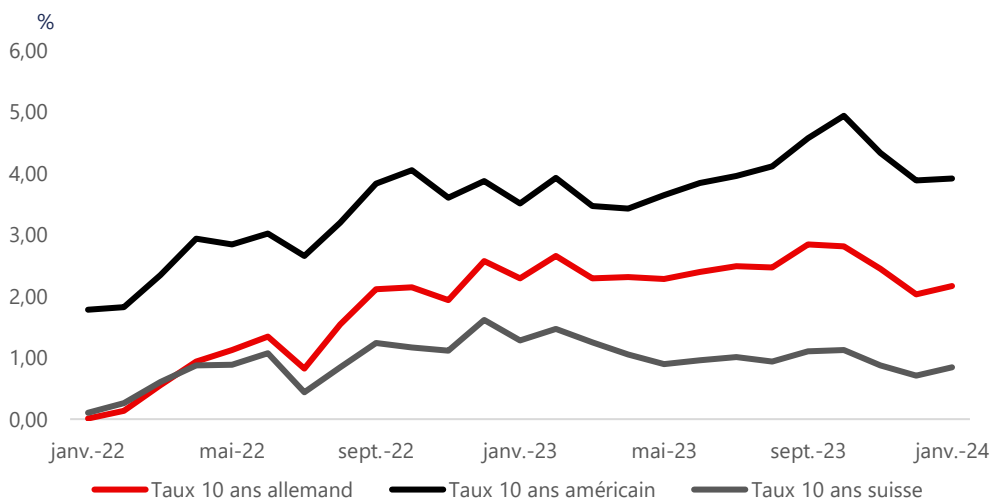
En ligne avec nos attentes, les obligations qui présentaient le plus important portage en début d'année ont surperformé en janvier : les obligations financières AT1 sont en hausse de +1.3% sur janvier, contre +1.0% pour la partie subordonnée corporates (hybrides corporates). Enfin, le mouvement de repentification s'est poursuivi avec un écart 30y-2y gravitant désormais autour de zéro aux USA et sur la courbe Bund (+15bp ytd).



L'ANNÉE 2024 COMMENCE BIEN POUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES.

LES SPREADS, QUI ÉTAIENT DÉJÀ SERRÉS FIN 2023, ONT ENCORE PARTICIPÉ À LA BONNE TENUE DES VALORISATIONS.

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/01/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

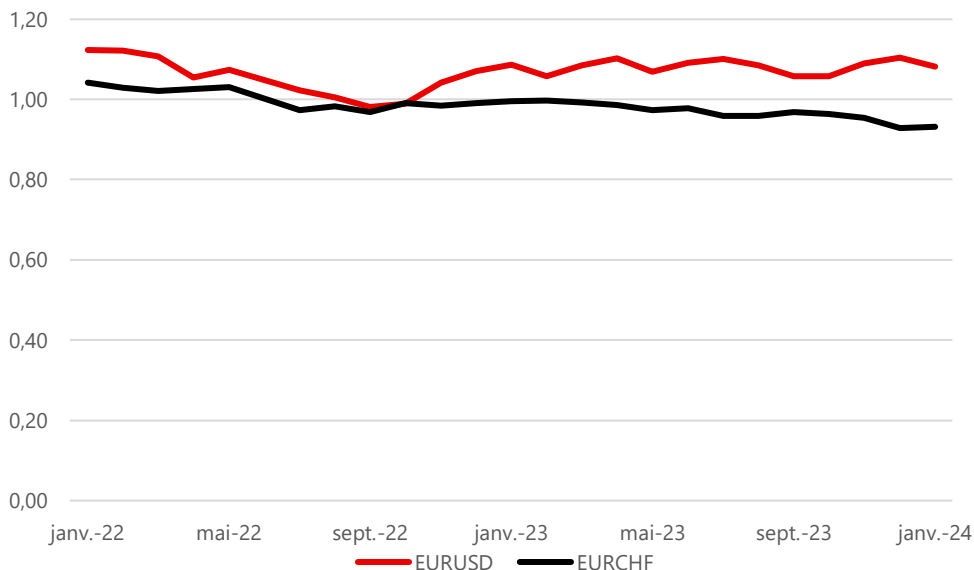
Après avoir perdu du terrain en novembre et en décembre, **l'indice du dollar** s'est bien comporté en janvier, avec un gain de 1,9% et un renforcement par rapport à toutes les devises du G10. Cette évolution s'explique par une série de données conjoncturelles toujours fermes, confirmant que le différentiel de croissance reste favorable aux États-Unis par rapport au reste du monde.

Pour la suite, alors que l'économie américaine ralentira probablement en 2024 et que la Fed se prépare à abaisser ses taux dans le courant de l'année, d'autres grands blocs, tels que la zone euro, agiront de même. Christine Lagarde a en effet laissé la porte ouverte à une première baisse des taux dès le mois d'avril dans la zone euro, un scénario que les marchés intègrent désormais presque complètement. **L'EUR-USD** est passé de plus de 1,10 le 1er janvier à 1,08 en fin de mois. La paire pourrait avoir du mal à s'orienter à court terme, les marchés continuant à évaluer quand et dans quelle mesure les banques centrales abaisseront les taux cette année. En fin de compte, nous ne serions pas surpris de voir la paire s'affaiblir vers 1,05, car la résilience de l'économie américaine à court terme pourrait conduire la Fed à retarder la première baisse des taux à juin plutôt que mai (comme le prévoient actuellement les marchés), alors que nous partageons les attentes des marchés concernant avril en Zone euro.

En Suisse, avec une inflation générale et sous-jacente de respectivement 1,7% et 1,5% an/an en décembre, la BNS n'a aucune raison de maintenir un biais ferme, d'autant plus que son principal souci concernait l'inflation importée, et que les pressions sur les prix s'atténuent nettement partout dans le monde. Ainsi, la paire **CHF-USD** a faibli de 1,19 à 1,16 au cours du mois de janvier. La paire **CHF-EUR** a, pour sa part, légèrement baissé en janvier, passant de 1,08 à 1,07. Alors que le CHF pourrait continuer à subir une légère pression baissière contre USD, il pourrait rester solide par rapport à l'EUR. La BNS a beaucoup moins relevé ses taux que la BCE et dispose donc d'une moindre marge de manœuvre pour les abaisser, de sorte que le différentiel de taux devrait rester en faveur du CHF. Les niveaux actuels étant proches de sommets historiques, le potentiel haussier semble toutefois limité.

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 31/01/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Le Brent a clôturé janvier au-dessus de la barre des USD 80, les attaques des rebelles houthis contre les navires commerciaux en mer Rouge ayant entraîné une perturbation importante de la chaîne d'approvisionnement.

En conséquence, les prix du pétrole sont remontés en janvier après trois mois de repli, le Brent progressant de 6,1% pour atteindre USD 81,7 le baril. Les coûts de fret ont grimpé en flèche, l'indice mondial des conteneurs (Drewry) atteignant USD 3'964 pour un conteneur de 40 pieds le 25 janvier. Un niveau presque triple de celui de fin octobre, lorsque les coûts se situaient à un point bas post-pandémie.

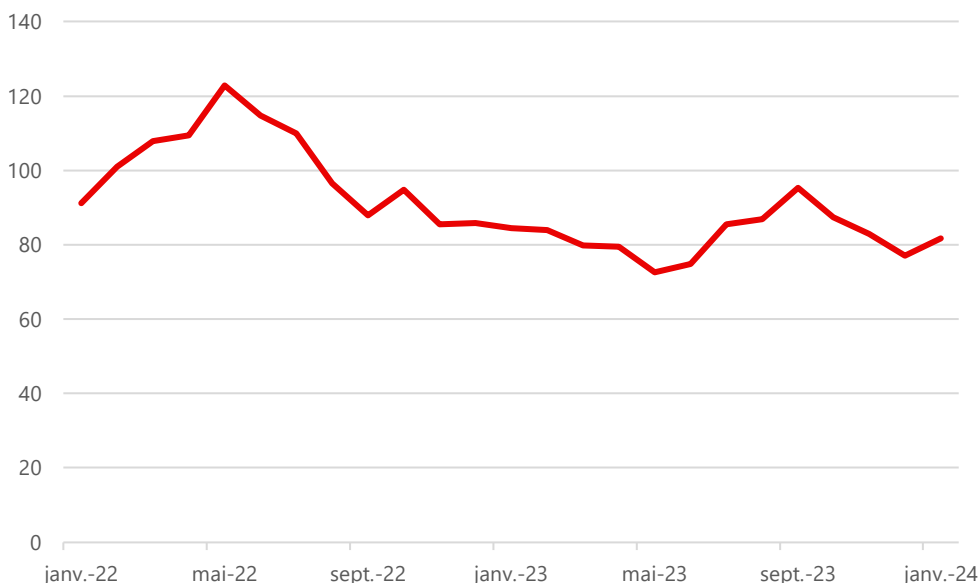
À l'avenir, les prix du pétrole devraient rester tiraillés entre une demande mondiale plus faible sur fond de ralentissement de la dynamique économique, et les craintes de perturbations de l'offre menant à des hausses de prix épisodiques.



Les prix du pétrole devraient rester tiraillés entre une demande mondiale plus faible sur fond de ralentissement de la dynamique économique, et les craintes de perturbations de l'offre menant à des hausses de prix épisodiques.

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 31/01/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

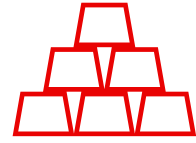
MATIÈRES PREMIÈRES

OR

Le **métal jaune** a légèrement baissé (~1%) de USD 2'063 à USD 2'040 en janvier, mais reste bien ancré au-dessus de la barre symbolique des USD 2'000 depuis la mi-décembre 2023.

La montée des tensions géopolitiques et la baisse des taux contribuent à assurer un plancher pour l'or. À l'avenir, des baisses de taux par les banques centrales pourraient maintenir les prix à un niveau élevé, mais nous tenons à souligner que ces réductions sont probablement déjà intégrées dans les cours, tandis qu'un dollar un peu plus ferme pourrait également peser sur les prix.

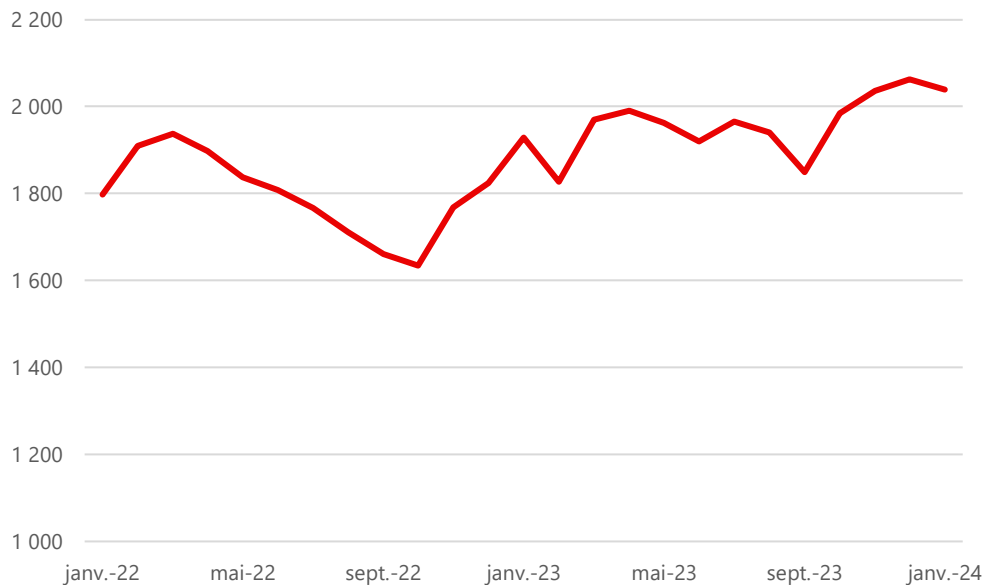
Cela dit, les risques géopolitiques peuvent entraîner des épisodes de flambée de l'or, justifiant une exposition mesurée au métal.



La montée des tensions géopolitiques et la baisse des taux d'intérêt contribuent à assurer un plancher pour l'or.

OR

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS

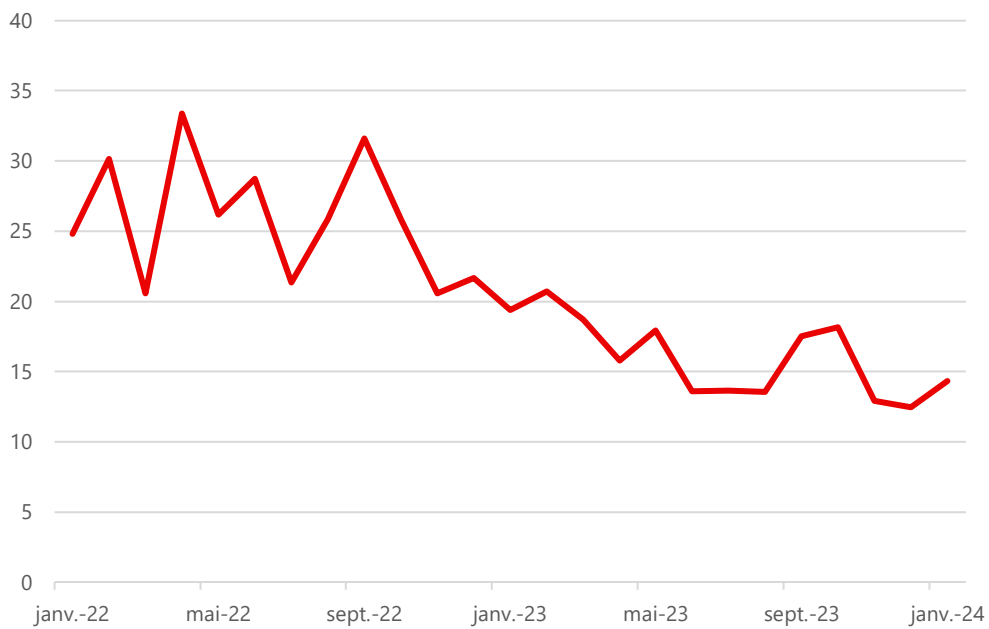


Source : Bloomberg, 31/01/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/01/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
1-févr.	Etats-Unis	PMI manufacturier	janv.-24	46,7
	Chine	PMI manufacturier Caixin	janv.-24	50,7
	Zone euro	Inflation	janv.-24	2,4
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	févr.-24	44,4
	Zone euro	Taux de chômage	déc.-23	6,5
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	févr.-24	46,2
	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	févr.-24	5,3
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	févr.-24	47,9
	Suisse	PMI manufacturier	janv.-24	42,1
2-févr.	Etats-Unis	Confiance des ménages	févr.-24	78,8
	Etats-Unis	Emplois	janv.-24	216,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	janv.-24	3,7
5-févr.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	janv.-24	50,6
	Zone euro	PMI services Markit	févr.-24	48,4
	Royaume Uni	PMI services Markit	févr.-24	53,8
7-févr.	Allemagne	Production industrielle	déc.-23	-0,7
	Suisse	Taux de chômage	janv.-24	2,2
8-févr.	Chine	Inflation	janv.-24	-0,3
13-févr.	Etats-Unis	Inflation	janv.-24	3,4
	France	Taux de chômage	déc.-23	7,4
	Royaume Uni	Taux de chômage	août-23	4,3
	Suisse	Inflation	janv.-24	1,7
14-févr.	Zone euro	Production industrielle	déc.-23	-0,3
	Zone euro	Emploi	déc.-23	0,2
	Royaume Uni	Inflation	janv.-24	4,0
15-févr.	Etats-Unis	Production industrielle	janv.-24	0,1
	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	févr.-24	-10,6
	Royaume Uni	Croissance du PIB	déc.-23	-0,1
	Japon	Croissance du PIB	déc.-23	-2,9
21-févr.	Etats-Unis	Minutes de la Fed	mars-25	
23-févr.	Allemagne	Climat des affaires ifo	févr.-24	85,2
28-févr.	Etats-Unis	Croissance du PIB	mars-24	3,3
29-févr.	Suisse	Croissance du PIB	déc.-23	0,3



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 31 janvier 2024.

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.