



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Mars 2024

MACROÉCONOMIE

Aux États-Unis, les indications données par M. Powell lors de la réunion du FOMC du 31 janvier, écartant l'hypothèse d'une baisse des taux en mars, se sont avérées judicieuses. Les données conjoncturelles sont restées fermes tout au long du mois de février et des inquiétudes quant à la persistance de l'inflation ont refait surface.

Bien que toujours en contraction, l'**ISM manufacturier de janvier** a surpris à la hausse à 49,1 (47,2 attendu), les « nouvelles commandes moins les stocks » continuant de progresser, signe d'une future amélioration. L'indice des **services** a suivi le mouvement, grim pant de manière surprenante à 53,4 contre 50,5 en décembre, l'indice des prix payés (64,0) atteignant un pic depuis début 2023. Les **PMI de février** ont également confirmé la reprise manufacturière, avec un indice qui a surpassé les attentes (51,5 vs. 50,7). Les services ont pour leur part quelque peu déçu, mais sont restés en territoire expansionniste (51,3 vs. 52,3 attendu).

Plus remarquable encore, les **chiffres de l'emploi de janvier** se sont avérés nettement plus robustes que prévu, avec 353'000 postes créés (185'000 attendus) et une révision à la hausse des données de décembre (333'000 vs. 216'000), un taux de chômage stable à un niveau toujours bas de 3,7% et une croissance salariale qui s'est renforcée à 4,5%.

Dans le même temps, l'**Indice des Prix à la Consommation** est ressorti à 3,1% en glissement annuel (2,9% attendu), l'indice sous-jacent demeurant étonnamment rigide à 3,9% an/an (3,7% attendu). L'**Indice des Prix à la Production** a envoyé un message pareillement ferme, avec une progression annuelle de l'indice sous-jacent stable à 2,6%.

En revanche, les **ventes au détail** ont reculé de 0,4% en janvier (0,2% attendu), leur première baisse mensuelle depuis mars 2023, au plus fort de la crise des banques régionales. La **production industrielle** a également déçu, en repli de 0,1% sur le mois, tandis que la production manufacturière chutait de 0,5% (0% attendu). L'**enquête d'opinion menée en janvier auprès des responsables de crédit** a également donné lieu à un message contrasté : les banques ont continué à durcir leurs conditions de crédit au T4 2023, mais le pourcentage net de banques procédant de la sorte a baissé par rapport au T3.



Les risques de resserrement monétaire excessif augmentent dans la zone euro, car la BCE pourrait être induite en erreur par les développements internationaux et trop tarder à baisser ses taux.

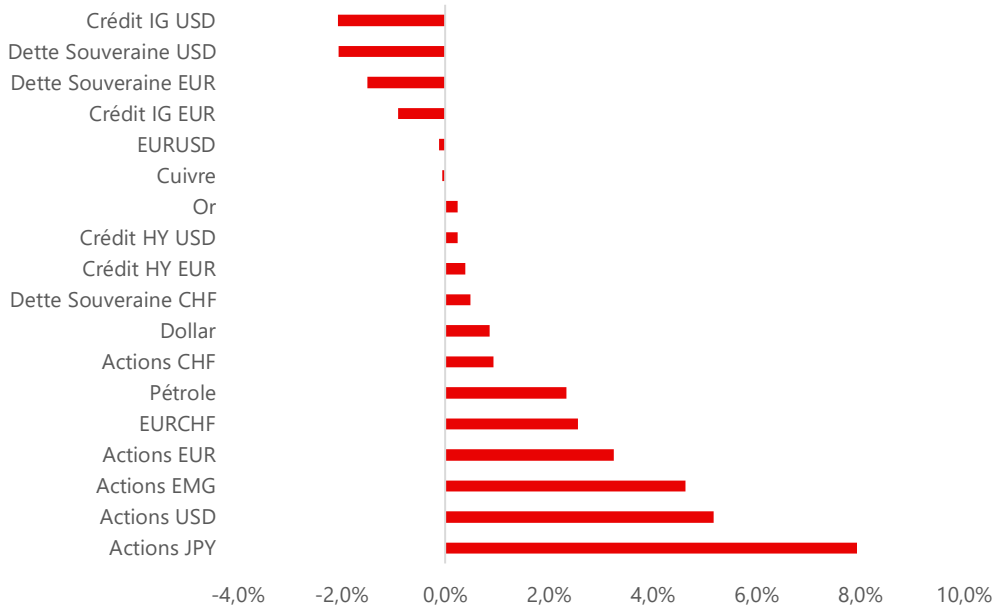
Dans la zone euro, le tableau reste celui d'une stagnation.

La région a tout juste évité une récession technique avec un **PIB** stable au T4 2023 (vs. -0,1% attendu), après la baisse de 0,1% au T3. Les surprises positives en Espagne (+0,6 % trim/trim) expliquent cette résilience, tandis que les pays du noyau dur sont à la traîne, avec la France à 0,0% et l'Allemagne à -0,3% trim/trim. Le fait que le **marché du travail** ait tellement bien résisté dans ce contexte de stagnation, avec une croissance de l'emploi qui a accéléré à 0,3 % trim/trim au T4 2023, contre 0,2% au T3, ne devrait pas empêcher de nouveaux progrès sur le front de la désinflation. L'an dernier, les consommateurs européens n'ont pas voulu dépenser leur excédent d'épargne, et il est peu probable que cela dope la demande cette année. En outre, l'emploi a été surtout soutenu par la rétention de la main-d'œuvre, des taux élevés d'arrêts-maladie et le fait qu'une grande partie de la main-d'œuvre approche de la retraite, et non pas par une forte demande.

L'inflation a moins baissé que prévu en janvier, avec un recul de l'**Indice global des Prix à la Consommation** à 2,8% en glissement annuel contre 2,9% en décembre, et une inflation **sous-jacente** qui est passée de 3,4% à 3,3%. Cette première surprise haussière sur l'inflation en 5 mois, principalement due aux composantes non volatiles du côté des services, pourrait inquiéter la BCE.

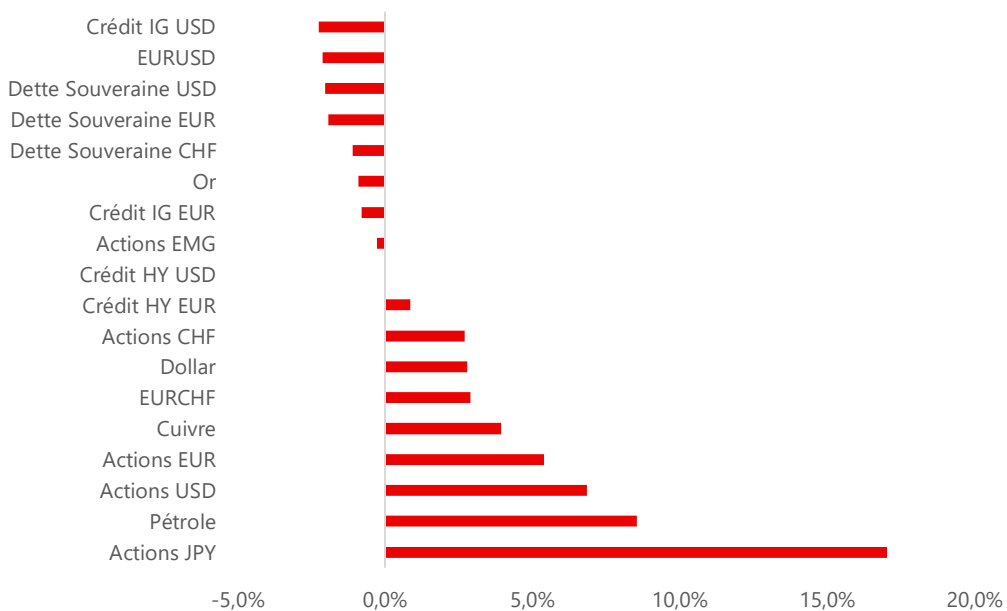
Cela étant, la plupart des autres données continuent d'indiquer une dynamique faible.

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 29/02/2024

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



Source : Bloomberg, 29/02/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

L'**indice de confiance des investisseurs Sentix pour février** est resté bas à -12,9, même s'il a affiché son quatrième mois consécutif d'amélioration, et surpasse très nettement son creux d'octobre 2022 (-38,2). L'**IPP de décembre** a été largement conforme aux attentes à -10,6% an/an et les **ventes au détail** ont reculé de 0,8% an/an en décembre, en ligne avec les attentes, le chiffre du mois précédent ayant été quant à lui révisé à la hausse, à -0,4%. Enfin, les indicateurs avancés (**PMI de février**) ont brossé un tableau mitigé : le secteur manufacturier a déçu en chutant à 46,1, toujours en nette contraction, tandis que les services surprenaient positivement en s'inscrivant à 50, proche d'une expansion.

Nous voyons toujours des risques de resserrement monétaire excessif dans la zone euro, car la BCE pourrait être induite en erreur par les développements internationaux et trop tarder à baisser ses taux.

MARCHÉS ACTIONS

Les marchés actions ont connu un bon mois de février, progressant encore (S&P 500 +3.9% en USD, Stoxx 600 Europe +2.8% en EUR sur le mois). Dans la continuité du mois de janvier, ce mouvement a porté les indices américains S&P 500 et Nasdaq 100 jusqu'à de nouveaux plus hauts historiques.

On observe une poursuite du mouvement de décorrélation entre les taux longs américains et des actions de tech « à durée longue » qui parviennent à progresser malgré cette évolution censée les pénaliser.

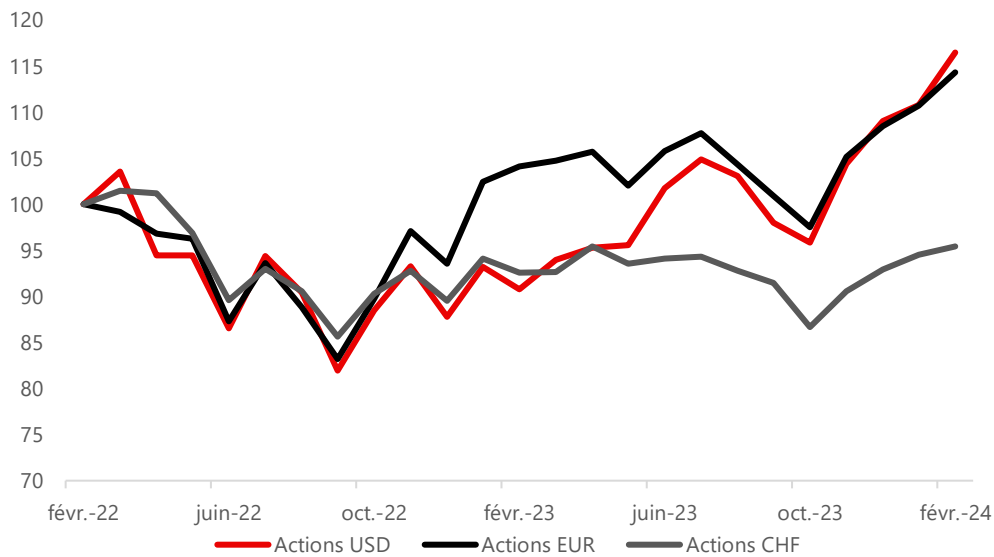
L'enthousiasme autour de l'Intelligence Artificielle s'est encore renforcé, entraînant des progressions spectaculaires sur le fournisseur de puces Nvidia (+25,5% sur le mois) qui a publié ce mois-ci, son concurrent AMD (+12.9%) ou encore l'équipementier de semi-conducteurs ASML (+7.8%).

On observe en février **une poursuite du mouvement de décorrélation entre les taux longs américains**, avec un 10 ans américain en hausse de +34pb sur le mois, **et des actions de tech « à durée longue » qui parviennent à progresser malgré cette évolution censée les pénaliser** (Nasdaq 100 +5,3% en USD). Ce secteur est en effet porté par une amélioration continue de ses fondamentaux, avec des révisions très positives des attentes sur les résultats des entreprises adressant ce marché qui soulignent la solidité de cette tendance.

Sur le plan sectoriel, **très peu de secteurs sont ressortis en baisse ce mois-ci**. La plus forte hausse revient au secteur de la consommation cyclique (S&P 500 +8.9%, Stoxx 600 +9.4%), suivi par la tech (S&P Communications +6.3%, Stoxx 600 Tech +3.7%) et les matériaux de base (S&P 500 Materials +7.2%, Stoxx 600 Basic Resources +1.7%). L'énergie (S&P 500 +3%, Stoxx 600 -2.1%) et l'immobilier (S&P 500 +2.6%, Stoxx 600 -4.1%) figurent parmi les secteurs ayant le moins bien performé sur le mois passé.

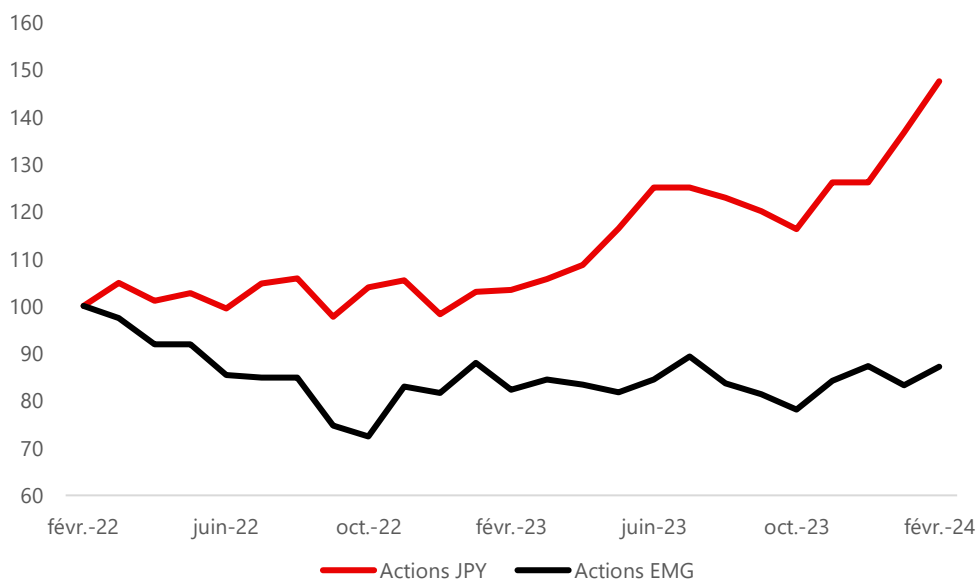
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 29/02/2024

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 29/02/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Les bons indicateurs économiques aux US (croissance, emploi, ISM), et la lenteur de la désinflation ont eu raison du marché obligataire en février. **Le repricing des anticipations de baisse des taux directeurs a été violent, le marché s'alignant sur les attentes de la FED (75bps de baisse sur 2024 à partir de juin selon les futures).**

La partie longue de la courbe a logiquement réagi de concert, les Treasuries à 10 ans reprenant 35bps de rendement pour terminer à 4.25% tandis que le rendement du Bund à 10 ans a augmenté de 25bp pour s'afficher au-dessus de 2.4%. **Ainsi, les performances des indices souverains et des indices de crédit IG se trouvent majoritairement en territoire négatif sur février** : l'Iboxx souverain Eurozone perd 1.2% sur le mois, l'Iboxx Treasury se replie de 1.4%, -0.9% pour l'investment grade en EUR et -2.1% pour l'IG US.

Heureusement, les spreads ont continué de se contracter, portés par des marchés actions qui volent de record en record et par un appétit toujours soutenu pour les actifs risqués. Les spreads IG EUR sont en repli de plus de 15bps depuis le début de l'année (même si l'afflux d'offre primaire IG a commencé à légèrement peser sur la dernière semaine de février) et de 50bps sur la partie HY. Ce bon comportement des spreads de crédit a permis aux indices HY de rester en positif depuis le début de l'année (+0.9% pour le HY EUR et +0.3% pour le HY US) avec **des inflows dans les fonds souvent supérieurs aux émissions nettes.**

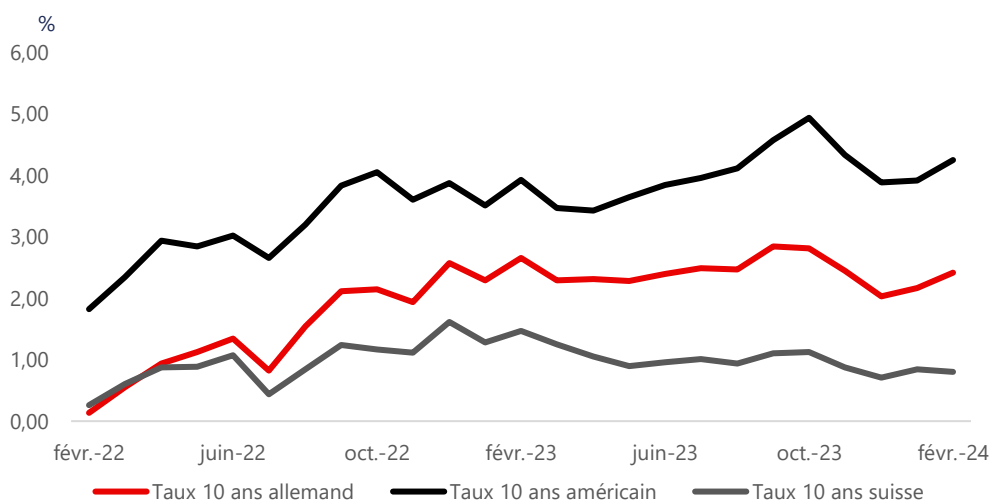
A noter que comme attendu, les segments subordonnés surperforment depuis le début de l'année avec +1.2% pour les AT1 EUR (vs -0.5% pour la dette senior) et +0.8% pour la dette subordonnée corporates. Les ratings continuent d'évoluer favorablement avec par exemple le mois dernier le relèvement de Stellantis ou du Portugal.

Nous n'attendons pas de changement majeur sur l'environnement de taux en mars, les banques centrales devant confirmer la pause sur les taux directeurs. Les spreads nous semblent déjà bas par rapport aux normes historiques et ne devraient pas jouer aussi positivement qu'en février. Le flux de refinancement va se poursuivre sur mars pour la dette HY : après Faurecia et TUI, nous attendons Nexans, Aston Martin ou Loxam dans les prochains jours.



Heureusement, les spreads ont continué de se contracter, portés par des marchés actions qui volent de record en record et par un appétit toujours soutenu pour les actifs risqués.

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 29/02/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

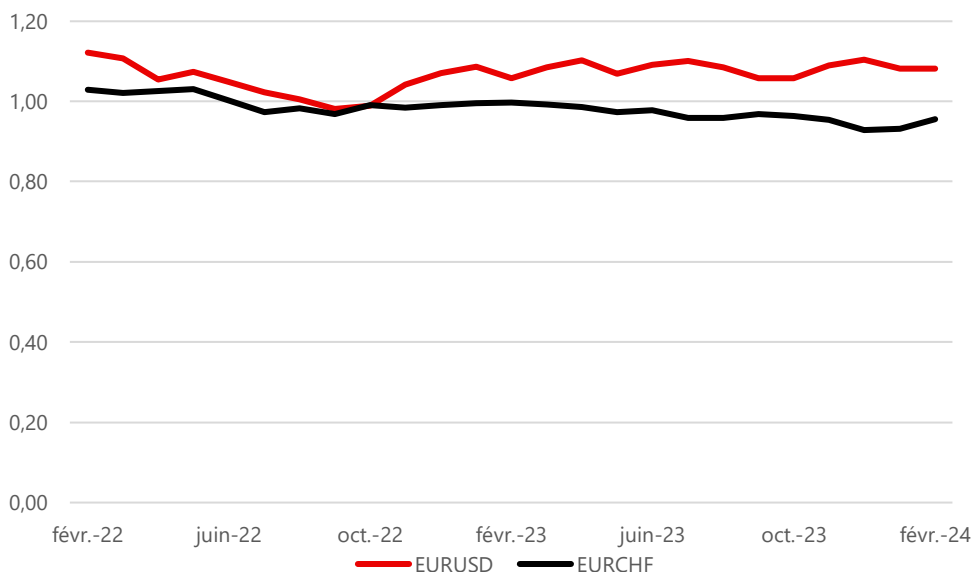
Après avoir perdu du terrain en novembre et en décembre, **l'indice du dollar** s'est bien comporté en janvier et a continué d'augmenter en février (0,9 %). Cette évolution est due à une série de données économiques toujours solides, ce qui signifie que le différentiel de croissance reste en faveur des États-Unis par rapport au reste du monde. Cependant, l'indice du dollar est toujours inférieur de 2,4 % au niveau atteint à la fin du mois d'octobre 2023.

La paire **EUR-USD** est restée pratiquement stable en février à 1.08, après avoir baissé de 1,3 % jusqu'au 13 février avant d'augmenter de 1,0 % à la fin du mois. La paire a encore du mal à s'orienter à court terme, les marchés continuant à évaluer quand et dans quelle mesure les banques centrales réduiront leurs taux d'intérêt cette année. En fin de compte, nous ne serions pas surpris de voir la paire s'affaiblir vers 1,05 car la résistance de l'économie américaine à court terme pourrait conduire la Fed à retarder la première baisse de taux à juin, tandis que la prochaine réunion de la BCE le 7 mars pourrait déclencher une discussion sur les baisses de taux dans les mois à venir.

L'inflation suisse s'est ralentie en janvier à 1,3 % et 1,2 % en glissement annuel, respectivement au niveau de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente, soit des niveaux inférieurs à ceux atteints en décembre (respectivement 1,7 % et 1,5 % en glissement annuel). Par conséquent, la BNS n'a aucune raison de maintenir des taux élevés, d'autant plus que sa principale préoccupation était d'importer l'inflation du reste du monde, où elle est également en baisse. Le CHF continue de se déprécier et le cross **CHF-USD** a encore baissé en février, passant de 1,16 à 1,14. Parallèlement, la dépréciation du CHF par rapport à l'EUR a été encore plus forte en février, la paire **CHF-EUR** ayant baissé de 2,2 % après avoir été pratiquement stable en janvier.

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 29/02/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Le prix du **Brent** a légèrement baissé en février pour atteindre 81,95 USD à la fin du mois et reste au-dessus de la barre des 80 USD.

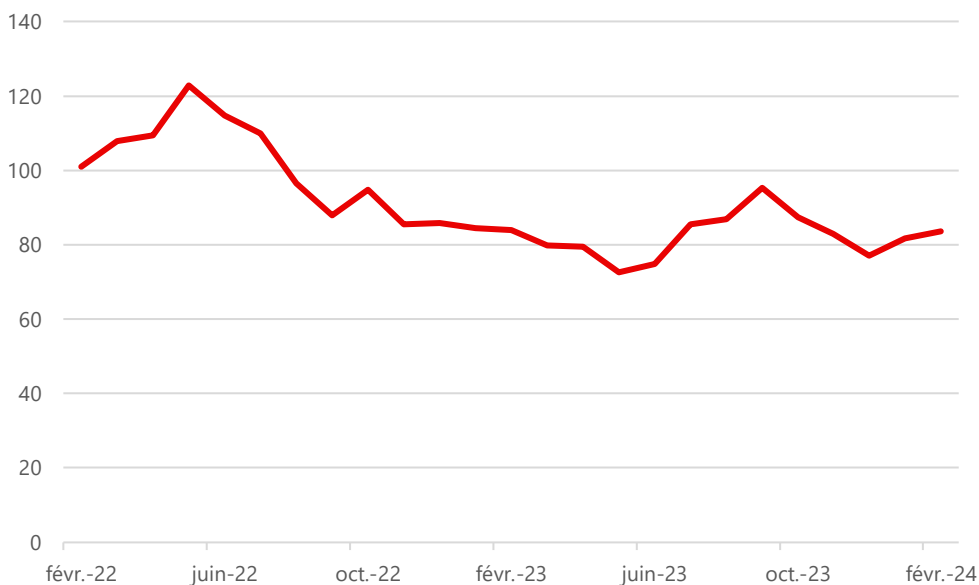
À l'avenir, les prix du pétrole devraient continuer à chercher un équilibre entre une demande mondiale attendue plus faible en raison d'un ralentissement de la dynamique économique et de nouvelles contraintes sur l'offre en raison des quotas de l'OPEP+ pour soutenir les prix. En outre, les tensions géopolitiques, comme l'a montré l'attaque des rebelles houthis contre la navigation commerciale en mer Rouge en janvier dernier, pourraient conduire à des pics de prix épisodiques en raison des craintes de perturbations de la chaîne d'approvisionnement.



Les prix du pétrole devraient rester dans une situation de tiraillement entre une demande mondiale plus faible en raison du ralentissement de la dynamique économique et les quotas de production imposés par l'OPEP+.

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 29/02/2024

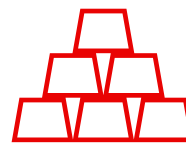
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

Le **métal jaune** est resté stable en février et reste ancré au-dessus de la barre symbolique des 2'000 USD depuis la mi-décembre 2023.

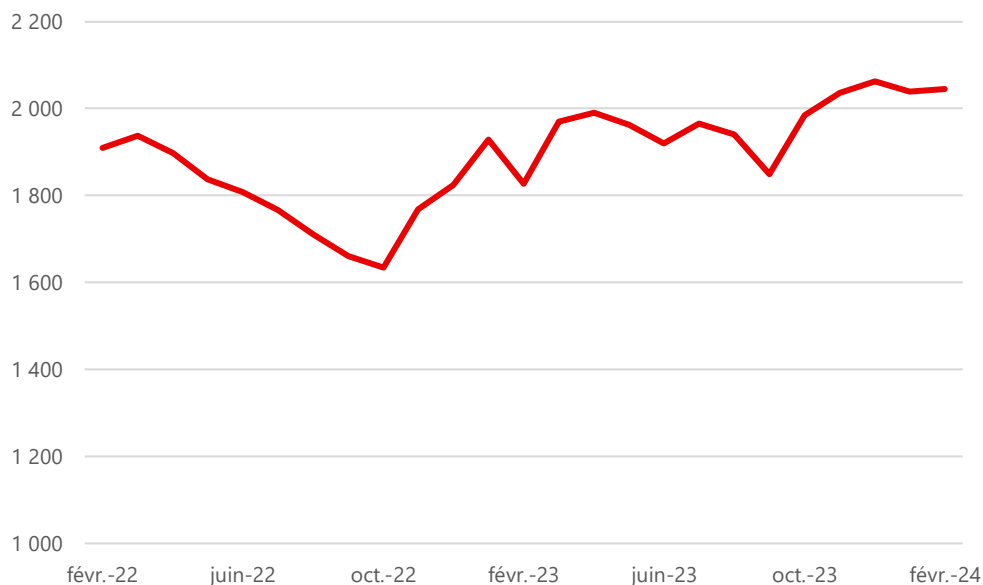
Les tensions géopolitiques croissantes et la baisse des taux d'intérêt contribuent à maintenir l'or à un niveau plancher. À l'avenir, les réductions de taux directeurs des banques centrales pourraient maintenir les prix à un niveau élevé, mais nous tenons à souligner que ces réductions sont probablement déjà incorporées dans les prix de l'or. Les risques géopolitiques peuvent entraîner des épisodes de hausse de l'or, ce qui justifie une certaine exposition au métal précieux.



L'augmentation des tensions géopolitiques et la baisse des taux devraient contribuer à maintenir un plancher pour l'or.

OR

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS

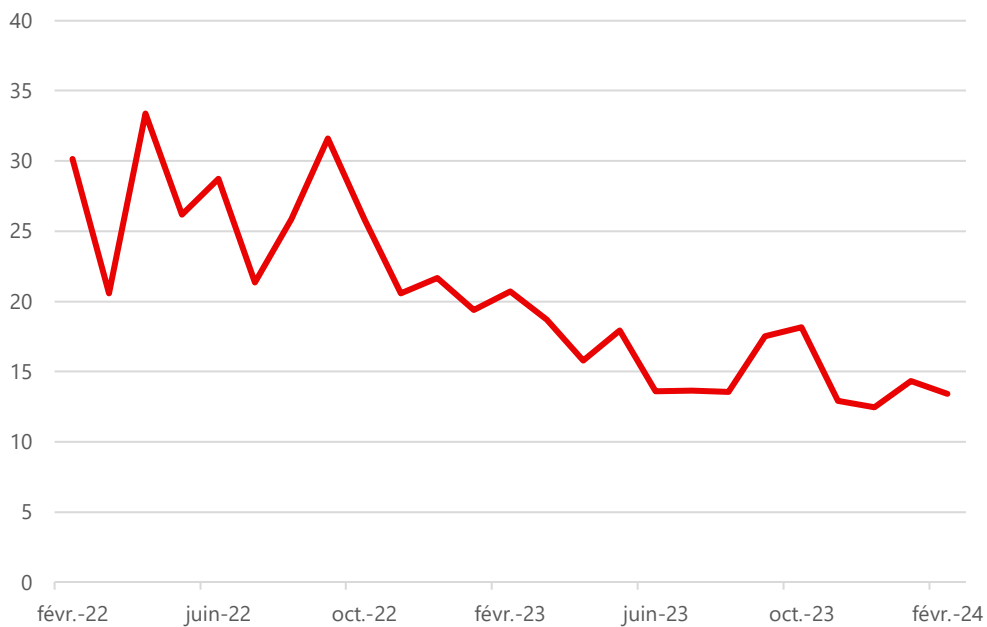


Source : Bloomberg, 29/02/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 29/02/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
4-mars	Suisse	Inflation	mars-24	1,2
5-mars	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	févr.-24	53,4
	Zone euro	PMI services Markit	mars-24	50,0
	Royaume Uni	PMI services Markit	mars-24	54,3
	Italie	Croissance du PIB	mars-24	0,2
7-mars	Zone euro	Réunion de la BCE	févr.-24	4,0
	Suisse	Taux de chômage	févr.-24	2,2
8-mars	Etats-Unis	Emplois	févr.-24	353,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	févr.-24	3,7
	Zone euro	Emploi	mars-24	0,3
	Zone euro	Croissance du PIB	mars-24	0,0
	Allemagne	Production industrielle	janv.-24	-1,6
9-mars	Chine	Inflation	févr.-24	-0,8
11-mars	Japon	Croissance du PIB	mars-24	-0,4
12-mars	Etats-Unis	Inflation	févr.-24	3,1
	Royaume Uni	Taux de chômage	janv.-24	3,8
13-mars	Zone euro	Production industrielle	janv.-24	2,6
15-mars	Etats-Unis	Confiance des ménages	mars-24	76,9
	Etats-Unis	Production industrielle	févr.-24	-0,1
18-mars	Chine	Production industrielle	janv.-24	4,6
19-mars	Japon	Production industrielle	févr.-24	-7,5
	Japon	Réunion de la Banque du Japon	févr.-24	-0,1
20-mars	Etats-Unis	Réunion de la Fed	févr.-24	5,5
	Royaume Uni	Inflation	févr.-24	4,0
21-mars	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	mars-24	5,2
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	mars-24	46,5
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	mars-24	47,5
	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	avr.-24	5,3
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	mars-24	47,2
22-mars	Allemagne	Climat des affaires ifo	mars-24	85,5
28-mars	Etats-Unis	Croissance du PIB	mars-24	3,2
	Royaume Uni	Croissance du PIB	mars-24	-0,3
	Suisse	Indicateur avancé Kof	mars-24	101,6



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 29 février 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.