



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Juillet 2024

MACROÉCONOMIE

Les surprises mesurées par l'indice Citigroup montrent une légère détérioration pour l'économie américaine. Si le PMI manufacturier sorti le 3 juin a été supérieur aux attentes et en phase d'expansion, l'ISM manufacturier a fourni l'image opposée.

Les offres d'emplois (rapport JOLTS reports sorti le 4 juin pour le mois d'avril) **poursuivent leur décélération à un peu plus de 8 millions mais restent sur un niveau élevé.** La baisse se révèle juste un peu plus rapide que les attentes des économistes depuis plusieurs mois déjà. Par contre, cela ne se traduit pas encore dans le marché de l'emploi puisque les créations d'emplois non agricoles ont rebondi de 165000 en avril à 272000 en mai, bien au-dessus des attentes des économistes.

L'inflation américaine reste sur des niveaux relativement élevés depuis un an et ne décroît que marginalement en mai à 3,3%. Le déflateur du PIB du premier trimestre est sorti le 27 juin un peu au-dessus des attentes à 3,1%. Les attentes sont désormais que la Fed ne baisse pas ses taux avant le mois de décembre.



AVEC UNE INFLATION PERSISTANTE AU-DESSUS DE 3%, LA FED NE DEVRAIT PAS BAISSER SON TAUX DIRECTEUR AVANT LE MOIS DE DÉCEMBRE.

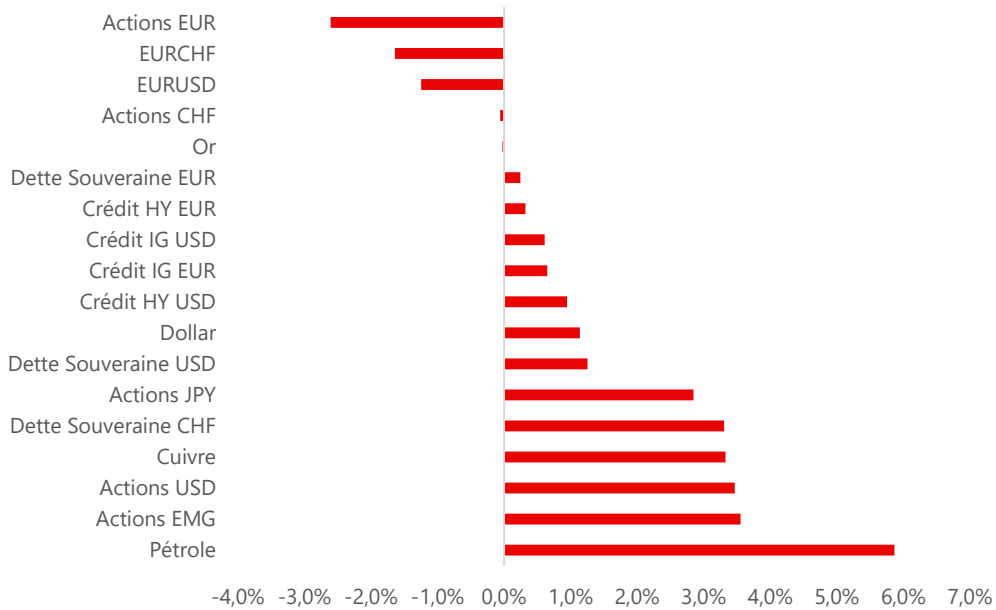
En zone euro, la croissance du PIB pour le premier trimestre a été confirmée à 0,4% et les indicateurs avancés sortis le 21 juin ont été en deçà des attentes des économistes avec toujours une phase d'expansion dans les services et de contraction dans le manufacturier, qui s'est à nouveau détérioré. Dans cet environnement la BCE a baissé son taux de refinancement de 25 points de base le 6 juin le passant à 4,25%.

Le Royaume Uni n'a pas baissé ses taux en juin et les maintient à 5,25%. L'inflation cœur du mois de mai à 3,5% (glissement annuel) sortie le 19 juin montre une décrue en ligne avec les attentes des économistes, ce qui ouvre la voie à de futures baisses de taux.

La BNS a surpris les investisseurs en baissant son taux directeur de 25 points de base le 20 juin pour atteindre 1,25%, c'est la deuxième baisse de taux pour la BNS au cours du premier semestre. L'inflation en Suisse en avril et mai se situe autour de 1,4% donc dans l'intervalle visé par la BNS pour garantir une stabilité des prix, on peut donc s'attendre à une pause dans les prochains mois dans le cycle actuel de baisse de taux alors l'indicateur avancé KOF s'est amélioré en mai.

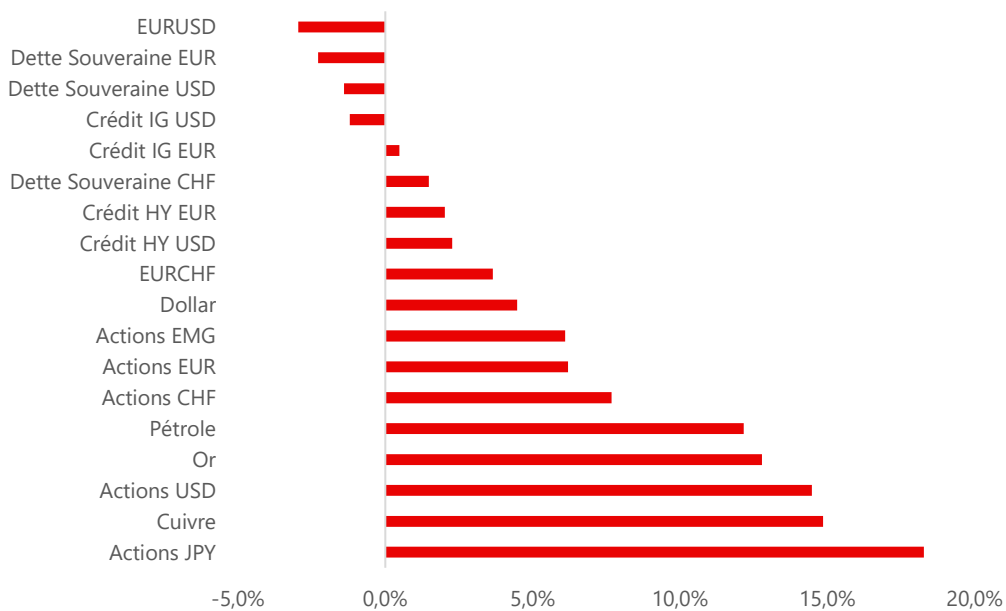
PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 30/06/2024

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



Source : Bloomberg, 30/06/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

La Banque du Japon maintient ses taux inchangés à 0,1%. L'inflation sortie le 21 juin est un peu au-dessus des attentes à 2,8% et clairement au-dessus de la cible de 2% fixée par la BoJ en 2013 au début d'Abenomics. Les indicateurs avancés montrent une phase d'expansion tant dans les services que le manufacturier même si le PIB s'est contracté au premier trimestre.

La Chine pour sa part reste toute proche de la déflation avec une inflation en avril et en mai stable à 0,3% alors que les indicateurs avancés montrent une phase d'expansion économique. Les exportations de la Chine en mai sont sorties en hausse de 7,6% en forte accélération par rapport au mois d'avril et supérieures aux attentes des économistes.

MARCHÉS ACTIONS

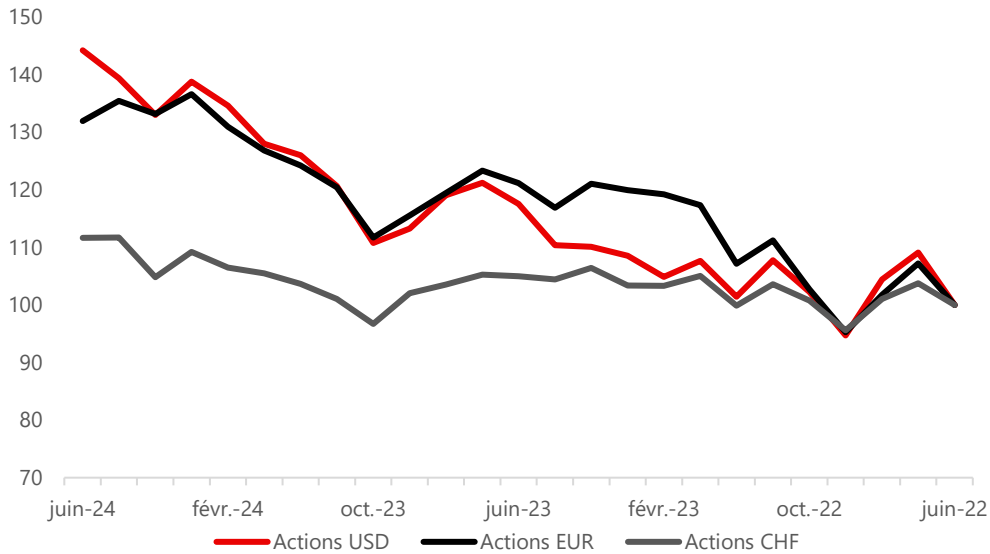
Les marchés actions ont connu une configuration exceptionnelle au mois de juin, avec une **forte progression des indices américains** (S&P 500 +3,5%, Nasdaq 100 +6,2% en USD) et dans le même temps un **recul des indices européens** (Stoxx Europe 600 -1,3% en EUR). Cette divergence de tendance tient au retour de la perception du **risque de fragmentation financière en zone euro** du fait de la situation politique en France après la dissolution de l'Assemblée Nationale. La crainte des marchés réside dans la possibilité d'une aggravation des déficits publics en cas d'arrivée au pouvoir du RN ou du Nouveau Front Populaire pouvant dégrader les conditions d'emprunt de la France. Le marché français a dans ce contexte nettement sous-performé ses pairs européens (-6,4% en EUR) en entraînant à la baisse les marchés des pays jugés les plus fragiles financièrement, comme l'Italie (FTSE MIB -3,9% en EUR).

LA FORTE SOUS-PERFORMANCE DES MARCHÉS EUROPÉENS TIENT AU RETOUR DE LA PERCEPTION DU RISQUE DE FRAGMENTATION FINANCIÈRE EN ZONE EURO.

Sur le plan sectoriel, **les secteurs ayant particulièrement souffert en Europe sont : les banques** (Stoxx 600 Europe Banks -4,4% en EUR) sensibles au risque de fragmentation financière, **l'immobilier** (Stoxx 600 Europe Real Estate -3,8%) sensible aux taux d'intérêts, **les utilities** (Stoxx 600 Europe Utilities -3,5%), très liées aux états, et **l'industrie** (Stoxx 600 Europe Industrial Goods & Services -3,4%), particulièrement cyclique. Aux Etats-Unis, la technologie poursuit son parcours exceptionnel, comme le montre la nouvelle surperformance du Nasdaq 100 sur les S&P 500 (+6,2% vs +3,5% en USD sur le mois).

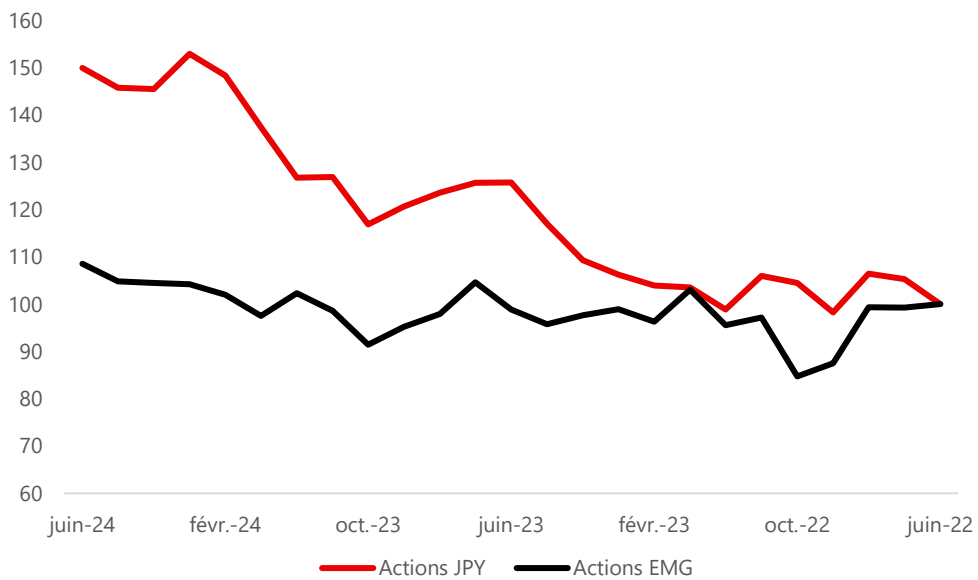
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2024

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Les taux US ont reflué de 10bps en juin pour terminer le mois à 4.4%. Si les indicateurs macro ont démontré que la désinflation semblait s'amorcer aux US, le niveau est encore loin de satisfaire les exigences de la FED, d'où un discours encore très *hawkish* de plusieurs membres du FOMC. Le marché a mis une option sur une première baisse en septembre, mais un décalage en décembre reste une option sérieuse, notamment avec la possibilité de rebaisser en janvier 2025. Outre un léger assouplissement des indicateurs, le premier débat télévisé Biden / Trump semble avoir donné un avantage considérable pour le parti républicain.

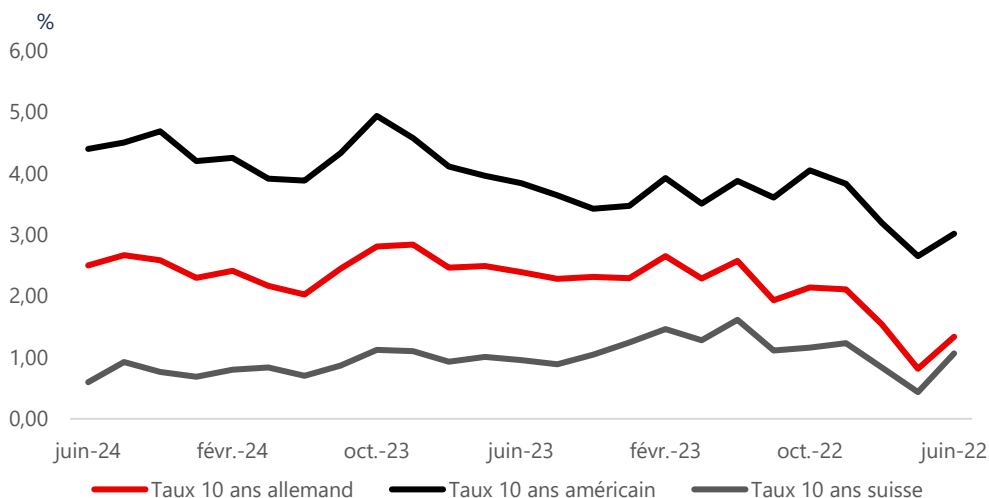
Côté Europe, le Bund 10y a surperformé en juin avec un rendement en baisse de 16bp. Le mouvement aurait pu être plus prononcé sans une remontée des indicateurs d'activité (PMI) et une résurgence des risques de fragmentation financière (élections françaises). Le spread des OAT 10y et du BTP 10y sont d'ailleurs remontés à respectivement 80bp et 157bps à fin juin. Le niveau du Bund reste toutefois intéressant sur ces niveaux, avec une baisse de l'inversion de la courbe (*bear steepening*) sur la fin du mois.

Côté crédit, l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale en France a créé un mouvement d'écartement notable sur les spreads cash et sur les CDS. L'IG européen a vu son spread remonter de 108 à 120bp tandis que le HY s'affiche vers 370bp désormais. Comme les spreads se sont bien mieux comportés aux US, **il nous semble intéressant de profiter des 30bp de *pick up* transatlantique en IG et près de 60bp en HY, d'autant que les fondamentaux européens ne démeritent pas.** Sans surprise, et au regard de l'impact négatif de la durée au premier semestre, les performances ont été mauvaises pour le souverain et l'IG au S1. Nous estimons qu'il faut continuer à jouer les segments avec le plus de portage (segments subordonnés) sachant que l'effet durée devrait être neutre à positif au S2 2024.



LES TAUX US ONT REFLUÉ DE 10BPS EN JUIN POUR TERMINER LE MOIS À 4.4%.

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVICES

La force structurelle du dollar ne se dément pas depuis le deuxième semestre 2011. Depuis lors le billet vert a eu tendance à consolider à plat contrairement aux cycles précédents qui étaient bien plus marqués. Depuis le début de l'année, l'indice dollar s'est apprécié de 4,5% ce qui inclut la progression de 1,2% au cours du mois de juin. La hausse de 2024 fait plus que compenser la baisse de 2,1% de 2023.

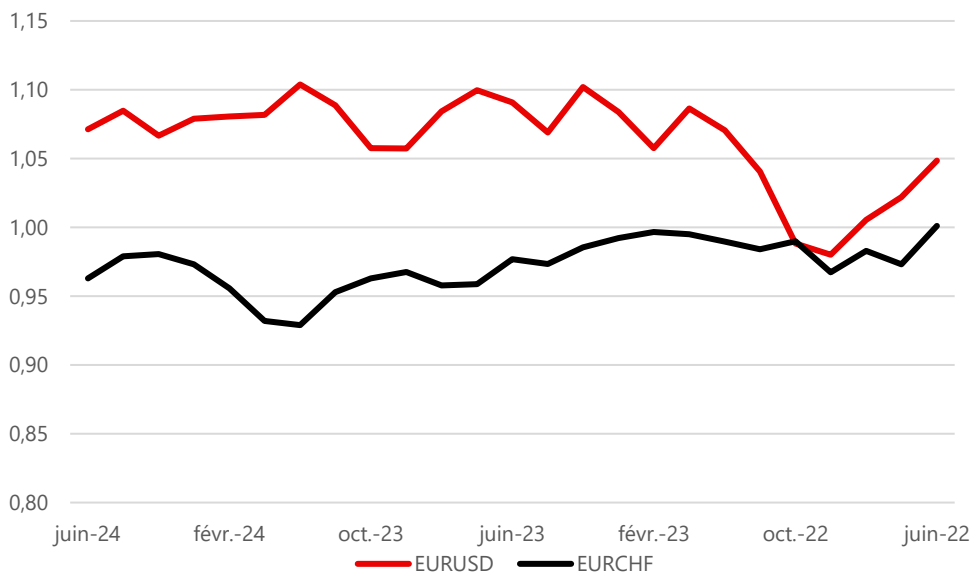
En juin, la Banque Nationale Suisse a pris les investisseurs par surprise et a baissé son taux directeur pour la seconde fois en 2024 de 25 points de base. **Avec le retour du risque politique en Europe après les élections françaises, le franc suisse a retrouvé une partie de son statut de valeur refuge** et s'est apprécié de 2,8% en juin contre euro ce qui permet d'atténuer la dépréciation de 3,5% contre euro au premier semestre 2024.

Après un léger rebond en mai, le yen a repris sa tendance baissière pour toucher 161 contre USD à la fin du mois de juin. La stabilisation de mai avait été réalisée au prix d'intenses interventions sur le marché des changes de la Banque du Japon. Le yen devrait rester faible tant que la Banque du Japon poursuit sa politique monétaire, toujours très accommodante, et que le cycle de baisse des taux de la Fed ne s'enclenche pas.

La paire EUR-USD continue d'évoluer dans un canal assez étroit depuis le début 2023 avec un taux de change de 1.07 à fin juin même si la baisse de taux de la BCE en juin a été la source d'un peu plus de volatilité sur le taux de change qui ne bougeait presque plus. Depuis le début de l'année, l'euro s'est déprécié contre dollar de 3%. La force de l'économie américaine et les tensions géopolitiques ont tendance à favoriser le dollar par rapport à l'euro.

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR

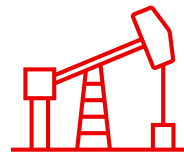


Source : Bloomberg, 30/06/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

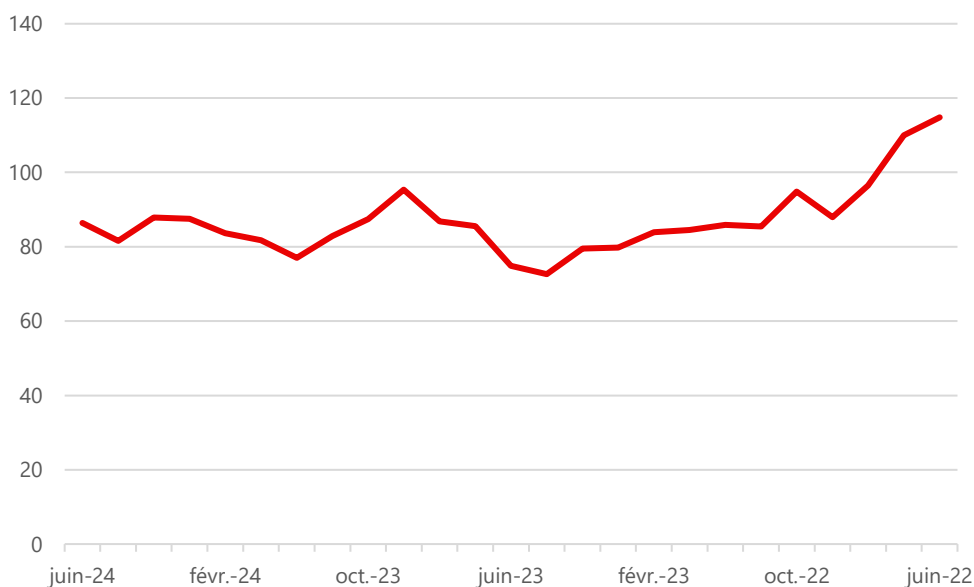
Les matières premières ont subi un mouvement de correction alors que le pétrole brut a rebondi au cours du mois de juin, 8,8% pour le Brent et 6,2% pour le WTI, ce qui permet au pétrole d'annuler la correction de mai. Le pétrole bénéficie d'une saisonnalité favorable même si sans nouvelle restriction de production, l'offre devrait excéder la demande d'ici la fin de l'année, ce qui pourrait à nouveau peser sur les prix.



Le prix du pétrole brut rebondit en juin.

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



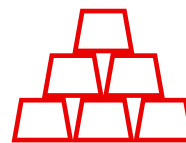
Source : Bloomberg, 30/06/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

La correction sur les matières premières a également pesé sur les métaux précieux. Dans cette phase de correction l'or a été plus résistant que l'argent puisqu'en juin l'or n'a baissé que de 30 points de base alors que l'argent cédait 6,1%. Malgré cette correction l'argent affiche la meilleure performance sur le premier semestre parmi les actifs que nous suivons avec une hausse de 23,5%. La correction sur les prix s'est faite alors que les positions spéculatives qui avaient beaucoup monté depuis le début de l'année se sont en partie normalisées. Sur la durée nous préférons l'or qui bénéficie de l'attrait des banques centrales contrairement à l'argent. Le risque géopolitique reste un facteur de soutien au prix de l'or.



Le prix de l'argent corrige en juin alors que l'or se montre plus résilient mais au premier semestre l'argent affiche la meilleure performance.

OR

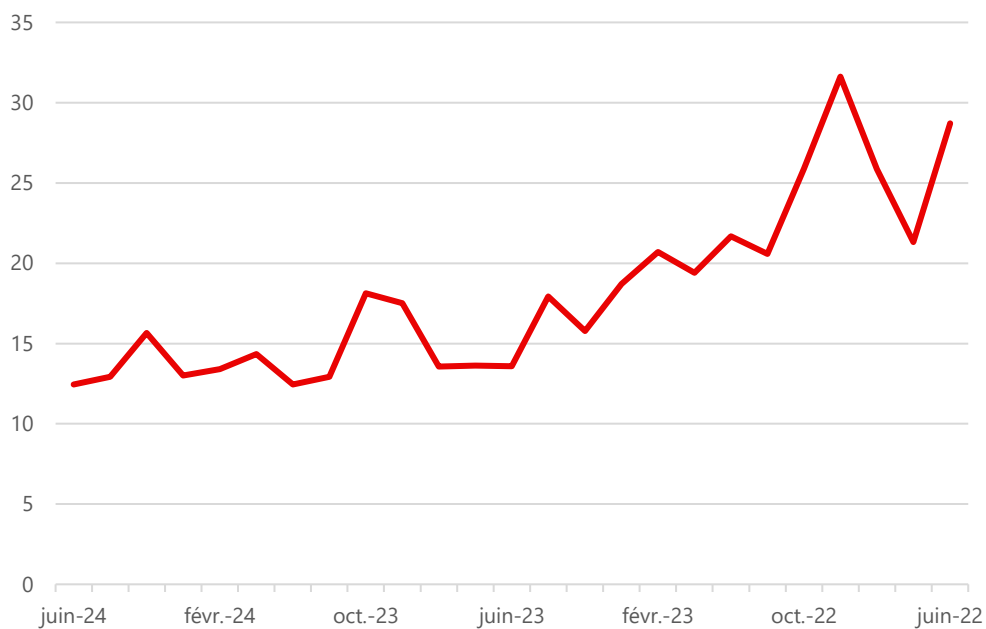
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/06/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
1-juil.	Etats-Unis	PMI manufacturier	juin-24	49,2
	Chine	PMI manufacturier Caixin	juil.-24	51,7
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	juil.-24	45,6
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	juil.-24	51,4
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	juil.-24	50,1
	Suisse	PMI manufacturier	juil.-24	46,4
2-juil.	Zone euro	Inflation	juin-24	2,6
	Zone euro	Taux de chômage	mai-24	6,4
3-juil.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	juin-24	53,8
	Etats-Unis	Minutes de la Fed	mars-25	
	Zone euro	PMI services Markit	juil.-24	52,6
	Royaume Uni	PMI services Markit	juil.-24	51,2
4-juil.	Suisse	Taux de chômage	juin-24	2,4
	Suisse	Inflation	juin-24	1,4
5-juil.	Etats-Unis	Emplois	juin-24	272,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	juin-24	4,0
	Allemagne	Production industrielle	mai-24	-0,1
10-juil.	Chine	Inflation	juin-24	0,3
11-juil.	Etats-Unis	Inflation	juin-24	3,3
12-juil.	Etats-Unis	Confiance des ménages	juil.-24	68,2
	Chine	Exportations	juin-24	7,6
	Japon	Production industrielle	juin-24	2,8
15-juil.	Chine	Ventes au détail	juin-24	3,7
	Chine	Croissance du PIB	juin-24	5,3
	Chine	Production industrielle	juin-24	6,2
	Zone euro	Production industrielle	mai-24	-0,1
17-juil.	Etats-Unis	Production industrielle	juin-24	0,7
	Royaume Uni	Inflation	juin-24	2,0
18-juil.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	juil.-24	1,3
	Zone euro	Réunion de la BCE	juil.-24	3,8
	Royaume Uni	Taux de chômage	mai-24	4,4
25-juil.	Etats-Unis	Croissance du PIB	juin-24	1,4
	Allemagne	Climat des affaires ifo	juil.-24	88,6
30-juil.	Zone euro	Croissance du PIB	juin-24	0,3
	France	Croissance du PIB	juin-24	0,2
	Allemagne	Croissance du PIB	juin-24	0,2
	Italie	Croissance du PIB	juin-24	0,3
	Suisse	Indicateur avancé Kof	juil.-24	102,7
31-juil.	Etats-Unis	Réunion de la Fed	juil.-24	5,5



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 30 juin 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.