



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Septembre 2024

MACROÉCONOMIE

Après avoir envoyé des signes de faiblesse au milieu de l'été, l'économie américaine a une fois de plus prouvé que les cassandres s'étaient trompées. L'évolution positive du processus de désinflation a ravivé les espoirs d'un atterrissage en douceur.

En août, l'économie américaine a envoyé un message général de résilience, balayant le sentiment de panique qui a effrayé les marchés à la suite des chiffres de l'emploi de juillet.

Bien que rétrospectif, le **PIB du deuxième trimestre a atteint un niveau solide de 3,0 %**, après 1,4 % au premier trimestre. Le dynamisme des services (PMI à 55,2 contre 54,1) a principalement compensé le fait que le secteur manufacturier s'est enfoncé un peu plus dans le marasme (48 contre 49,6).



EVOLUTION POSITIVE DU PROCESSUS DE DÉSINFLATION COMBINÉE À UN REFROIDISSEMENT DU MARCHÉ DE L'EMPLOI : BAISSÉ DES TAUX D'INTÉRÊT AUX ETATS-UNIS EN SEPTEMBRE

L'inflation américaine a continué à baisser. L'IPC est passé de 3 % à 2,9 %, ce qui est inférieur aux attentes. Les chiffres de l'inflation du mois d'août font suite à un deuxième trimestre encourageant pour la Fed. À Jackson Hole, **Powell a reconnu que le marché du travail se refroidissait et a ouvert la porte à une réduction des taux en septembre.** Le rapport sur l'emploi de septembre pourrait être décisif quant au choix entre une baisse de 25 et 50 points de base, car la Fed a récemment souligné qu'elle mettrait davantage l'accent sur la composante emploi de son mandat.

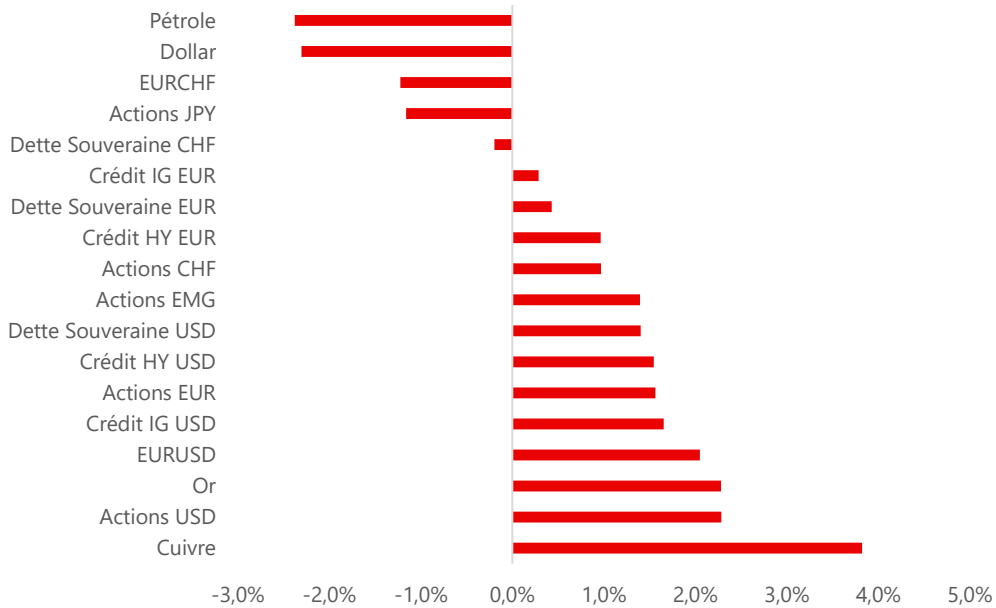
Dans la zone euro, l'indice PMI des services a surpris à la hausse (53,3 contre 51,9). Il a contrasté avec un secteur manufacturier en difficulté (seulement 45,8), stable depuis trois mois et en récession depuis plus de deux ans. **L'inflation dans l'UE s'est presque normalisée** : avec l'IPCH à 2,2 %, l'objectif d'inflation est à portée de main. Cependant, la composante de base s'élève toujours à 2,8 % et **l'inflation domestique persistante nécessite toujours une surveillance étroite de la part de la BCE.** D'où des attentes élevées d'une réduction de 25 pb, combinée à un ton hawkish le 12 septembre prochain.

Avec une inflation de base de 3,3 % en juillet et une économie solide, tant du côté des services (PMI passant de 52,5 à 53,3) que du côté de l'industrie (passant de 52,1 à 52,5), **la Banque d'Angleterre devrait retarder la prochaine étape de sa campagne de réduction des taux après une baisse de 25 points de base le mois dernier.** Autre preuve de la résistance du marché du travail, le taux de chômage a baissé sous les attentes du consensus (4,2 % contre 4,5 % prévus).

Au Japon, l'inflation s'est établie à 2,8 % pour le troisième mois consécutif. L'indice PMI des services laisse entrevoir une légère croissance, tandis que l'activité manufacturière oscille entre récession et croissance (49,8). Après avoir relevé ses taux à deux reprises cette année et réaffirmé son engagement en faveur de la normalisation de la politique monétaire, la BoJ procédera à de nouvelles hausses dans les mois à venir.

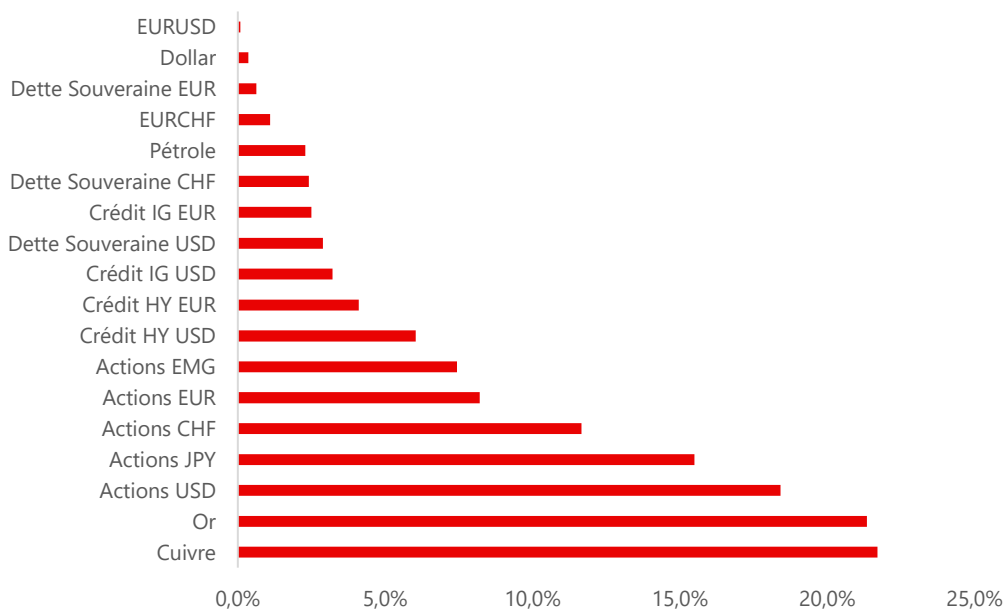
PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 30/08/2024

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



Source : Bloomberg, 30/08/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

La Chine s'est éloignée de la déflation, l'IPC passant de 0,2 % à 0,5 %. Mais l'économie chinoise reste confrontée à des vents contraires importants. La croissance n'a été que de 4,7 % au deuxième trimestre. Les exportations n'ont augmenté que de 7 % (9,9 % prévus) et la production industrielle a déçu (5,1 % contre 5,5 % prévus).

En Suisse, l'IPC a atteint 1,3 % en juillet, ce qui devrait amener la BNS à réduire ses taux pour la troisième fois cette année lors de sa réunion de septembre. Le baromètre économique du KOF a montré une légère accélération de l'activité économique le mois dernier.

MARCHÉS ACTIONS

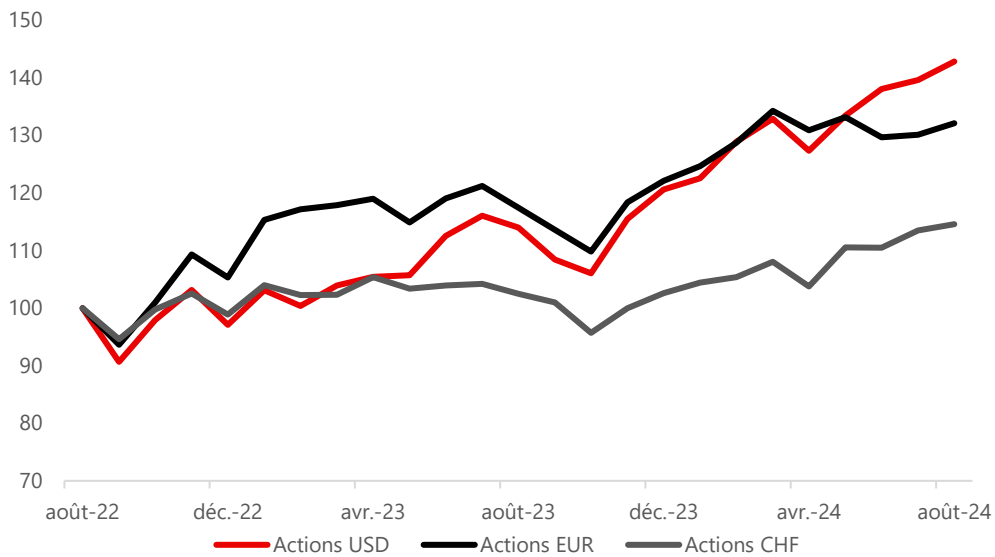
À première vue, il pourrait sembler que le mois d'août a été calme sur le marché des actions (S&P500 +2,3 %, STOXX 600 Europe +1,3 %). Cependant, **une chute brutale et de courte durée dans les premiers jours du mois a été immédiatement suivie par un puissant rallye.** Un rapport décevant sur l'emploi aux États-Unis et le dénouement de positions massives de carry-trade sur le Yen ont suffi à déstabiliser les marchés et à renvoyer le VIX à des niveaux plus observés depuis la pandémie de Covid. Des doutes sont également apparus quant à la capacité du secteur technologique à continuer à tirer les marchés vers le haut. Au cours des trois premiers jours du mois d'août, le S&P 500 a perdu 6,4 %, son plus mauvais départ mensuel depuis 2002 ! **Mais il est rapidement apparu que ce sentiment de panique était exagéré.** Les indicateurs économiques publiés les jours suivants ne pointaient pas vers un scénario de récession, tandis que l'inflation continue à se rapprocher de l'objectif de la Fed (PCE 2,5 % et CPI 2,9 %). Jackson Hole a été l'occasion pour J. Powell de confirmer une première baisse de taux pour septembre. Enfin, les résultats de Nvidia ont généré une légère correction sur le titre sans pour autant se répercuter sur le marché. **Dans l'ensemble, un paysage économique résilient, où la désinflation constante permet à la Fed à réduire ses taux, a soutenu les marchés actions.**

UN MOIS D'AOÛT QUI
POURRAIT SEMBLER
CALME

Aux États-Unis, **les anticipations de réduction des taux ont soutenu l'immobilier (+5,6%), juste derrière les biens de consommation de base (+5,8%).** La santé (+5,0 %) occupe la dernière place du podium. Le changement de dynamique dans la campagne électorale américaine, Harris devançant Trump dans la plupart des sondages, a pesé sur le « Trump trade », **un coup dur pour le secteur de l'énergie (-2,3%).** En Europe, la distribution a rebondi (+4,8%), suivie par les télécommunications (+4,3%) et l'assurance (+4,0%).

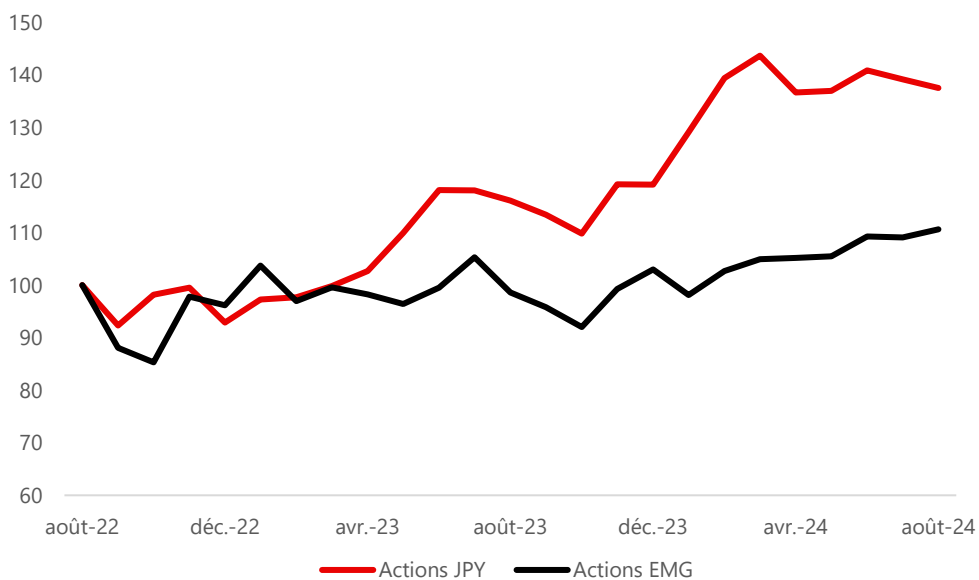
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/08/2024

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/08/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Le mois d'août a été marqué par deux événements majeurs : le débouclage des positions de *carry trade* sur le yen qui a conduit à l'explosion de la volatilité *equity* le lundi 5 août, dans un marché en manque de liquidité, et le *repricing* des anticipations de baisse des taux de la FED suite à un marché de l'emploi dégradé.

Si le pic de volatilité *equity* a vite été digéré, permettant au marché du crédit de rebondir rapidement, la configuration sur les taux a nettement évolué : le marché n'achète pas le scénario de la récession, ce qui met un floor sur la partie longue de la courbe, mais la partie courte bénéficie de plus en plus d'investisseurs jouant le call « FED » (anticipation d'environ 200bp de baisse de taux d'ici à fin 2025). **Le rendement des Treasuries 2 ans s'est ainsi replié de 34bp sur août quand le rendement du 10 ans US n'a perdu que 13bp. La pente de la courbe de taux évolue donc désormais autour de zéro.**

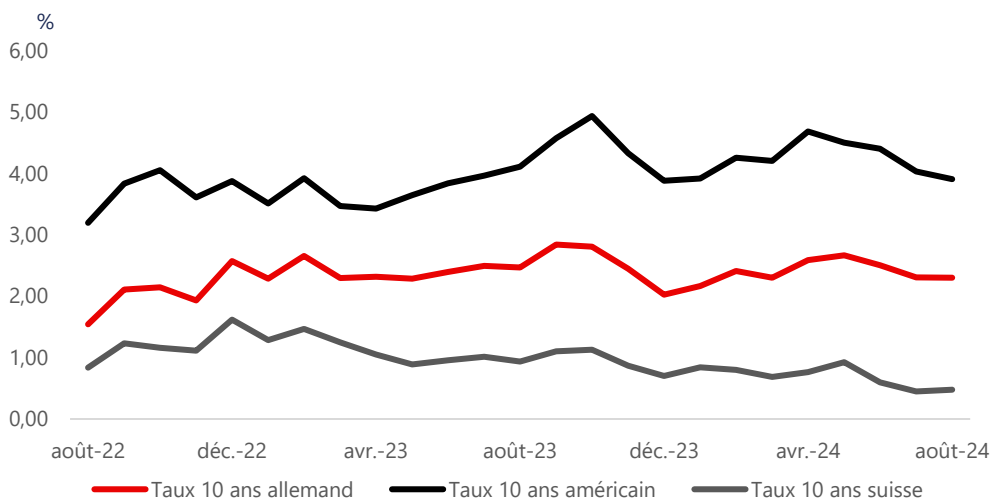
Sur la partie européenne, la bonne tendance sur l'inflation n'a pas permis aux taux d'aller bien plus bas même si nous retrouvons la même évolution qu'aux US pour la pente de la courbe. En effet, le marché continue d'anticiper 75bp de baisse pour la BCE d'ici la fin de l'année, ce qui a permis au taux 2 ans de se replier de 13bp, à comparer avec un Bund 10 ans dont le rendement est resté stable sur le mois.

Le rebond de l'appétit pour les actifs risqués ainsi que l'effet duration positif ont permis de boucler un second mois consécutif de bonnes performances sur l'obligataire, notamment aux US où l'IG avait pris beaucoup de retard sur le premier semestre 2024. Les dettes subordonnées *corporates* et financières surperforment depuis le début de l'année, tout comme le *high yield* dont la compression n'a pas été remise en cause. Notons enfin que la dette émergente en dollar revient fort et affiche désormais 6% de performance depuis le début de l'année.



UN SECOND MOIS CONSÉCUTIF DE BONNES PERFORMANCES SUR L'OBLIGATAIRE

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/08/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVICES

Jackson Hole ayant confirmé l'orientation de la Fed, la chute du dollar s'est prolongée en août : le DXY a perdu 2,3 %, revenant au point de départ de l'année 2024. Les différentiels de taux d'intérêt entre le billet vert et ses contreparties devraient peser sur le dollar.

L'EURUSD a progressé de +2,06%. L'euro est sorti de sa fourchette de 2024, renouant avec ses plus hauts de la mi-2023. La BCE risque d'avoir moins de marge de manœuvre que la Fed pour réduire les taux, probablement en raison de l'inflation domestique persistante.

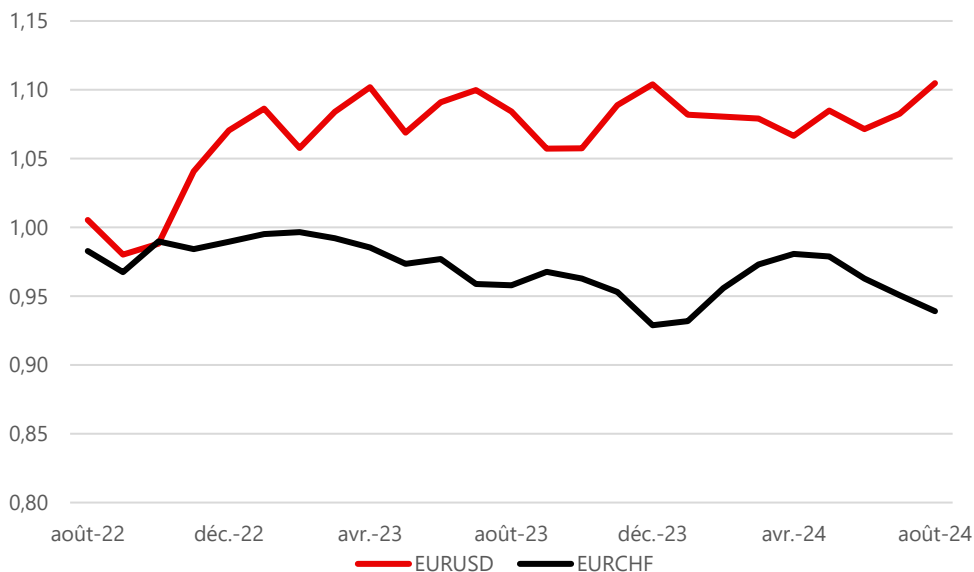
Même si l'on s'attend à ce que la BNS réduise ses taux en septembre, les réductions de taux très attendues de la Fed et le sentiment d'incertitude géopolitique et macroéconomique ont soutenu le franc suisse face au dollar. **Le CHFUSD a terminé le mois à +3,34%**. La paire a atteint son plus haut niveau depuis janvier, au-dessus de 1,18.

Le yen a continué à se renforcer face au dollar (+2,61%), suite à ses excellentes performances en juillet. Après être revenu à 150 contre le dollar le mois dernier, il a atteint 144 à la fin du mois d'août.

Les solides données économiques britanniques ont incité la Banque d'Angleterre à se montrer très prudente dans son approche des futures baisses de taux. **Cette fermeté (relative) a soutenu la livre sterling, qui a progressé de 2,12 % par rapport au dollar.**

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 30/08/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

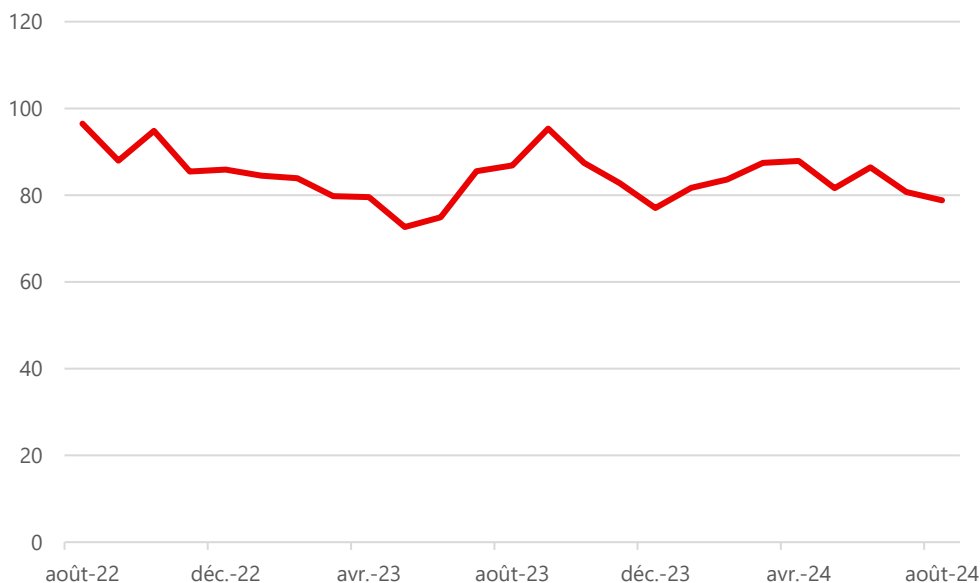
La volatilité était de retour sur le marché du pétrole. La gestion de l'offre de l'OPEP+ n'a pas pu contrebalancer la baisse des attentes de la demande au début du mois d'août. D'autre part, les troubles en Libye ont temporairement fait perdre plus de 500 000 barils par jour. **D'où les fluctuations du prix du baril entre 76 et 82 dollars, le Brent terminant le mois à -4,83%.**



**L'INCERTITUDE
RAMÈNE LA
VOLATILITÉ SUR LE
MARCHÉ DU PÉTROLE**

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



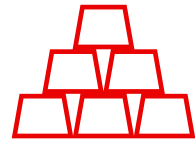
Source : Bloomberg, 30/08/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

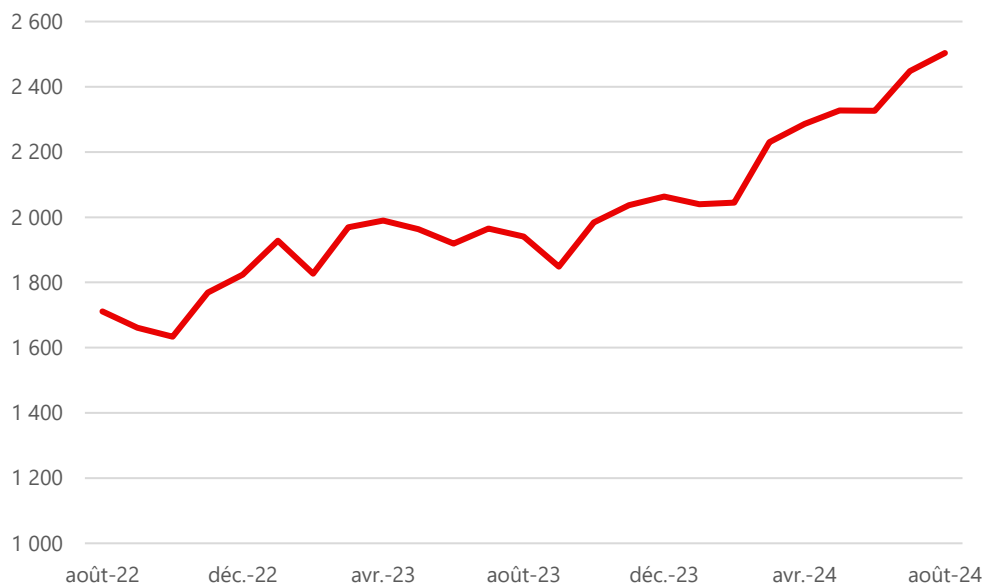
Le scénario macroéconomique global reste très favorable à l'or : les taux réels diminuent, les incertitudes géopolitiques et macroéconomiques augmentent, poussant le rendement mensuel du métal jaune à 2,28%. Contrairement à l'or, l'argent a du mal à se remettre de la panique de début août (-0,49% en août) en raison de sa nature plus procyclique. Sur le long terme, nous préférons l'or, qui bénéficie de l'attrait des banques centrales.



**LE CONTEXTE
MACROÉCONOMIQUE
GLOBAL RESTE TRÈS
FAVORABLE À L'OR**

OR

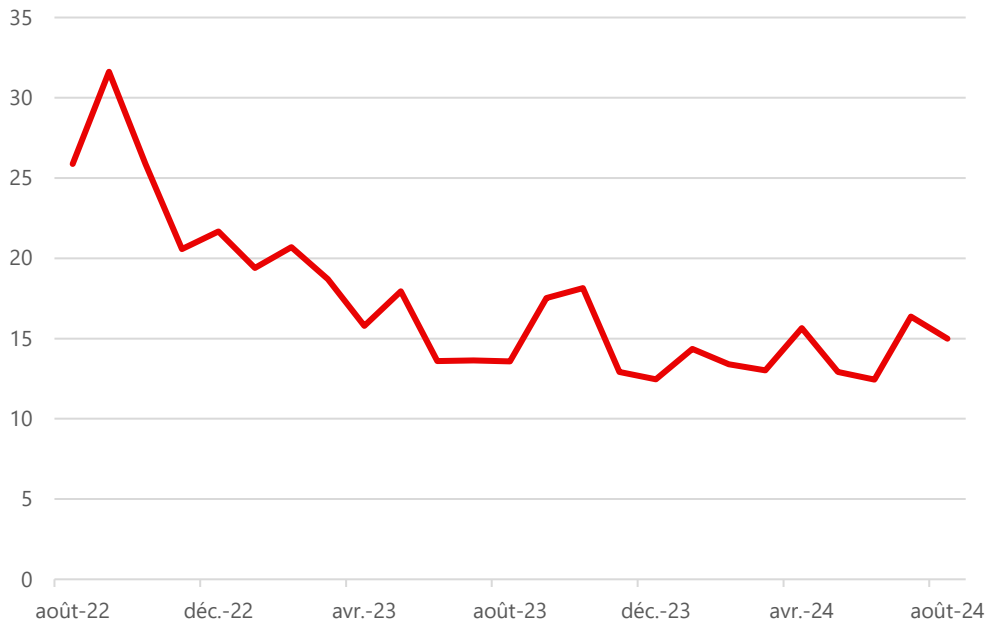
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/08/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/08/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
4-sept.	Zone euro	PMI services Markit		52,9
	Royaume Uni	PMI services Markit		53,7
5-sept.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier		51,4
	Suisse	Taux de chômage		2,5
6-sept.	Etats-Unis	Emplois		114,0
	Etats-Unis	Taux de chômage		4,3
	Zone euro	Emploi		0,2
	Zone euro	Croissance du PIB		0,3
	Allemagne	Production industrielle		1,4
9-sept.	Chine	Inflation		0,5
	Japon	Croissance du PIB		3,1
10-sept.	Chine	Exportations		7,0
	Royaume Uni	Taux de chômage		4,2
11-sept.	Etats-Unis	Inflation		2,9
12-sept.	Zone euro	Réunion de la BCE		3,8
13-sept.	Etats-Unis	Confiance des ménages		67,9
	Zone euro	Production industrielle		-0,1
	Japon	Production industrielle		2,8
14-sept.	Chine	Ventes au détail		2,7
	Chine	Production industrielle		5,9
17-sept.	Etats-Unis	Production industrielle		-0,6
18-sept.	Etats-Unis	Réunion de la Fed		5,5
	Royaume Uni	Inflation		2,2
19-sept.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie		-7,0
	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre		5,0
23-sept.	Zone euro	PMI manufacturier Markit		45,8
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit		52,5
24-sept.	Allemagne	Climat des affaires ifo		86,6
	Japon	PMI manufacturier Nikkei		49,8
26-sept.	Etats-Unis	Croissance du PIB		3,0
	Suisse	Réunion de la Banque Nationale Suisse		0,8
30-sept.	Chine	PMI manufacturier Caixin		50,4
	Royaume Uni	Croissance du PIB		0,6
	Suisse	Indicateur avancé Kof		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 30 août 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.