



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Décembre 2024

MACROÉCONOMIE

Le retour de Donald Trump à la Maison Blanche s'est déjà fait sentir dans les PMI de fin novembre, qui ont affiché le meilleur Composite depuis avril 2022 (55,3 contre 54,3 att.), dans le sillage de l'envolée des services (57 contre 55 att.). Même l'industrie manufacturière (48,8) montre des signes de reprise, car les barrières commerciales pourraient être un atout pour la relance de l'industrie manufacturière américaine. L'ISM Services reflète également une excellente dynamique (56 vs 53,8 att.). Et **le consommateur est toujours résilient** avec des ventes au détail toujours en hausse (+0,4 % vs +0,3 % att.). Sans surprise, la croissance du PIB au 3ème trimestre a été confirmée à 2,8% en rythme annualisé.

Dans ce contexte économique solide, la Fed a baissé ses taux de 25 pbs à 4,75%. L'occasion pour Powell de réaffirmer l'indépendance de la banque centrale et de rappeler qu'il **resterait président jusqu'à la fin de son mandat en janvier 2026**, quelles que soient les futures décisions de l'administration Trump. De plus, **la Fed est de plus en plus confiante dans la désinflation.** Certes, l'inflation CPI a légèrement rebondi (+2,6 % a/a en att. après 2,4 % en septembre) et le sous-jacent (+3,3 % en att.) se trouve dans une fourchette de 3,2 %-3,4 % depuis 6 mois. Mais **Powell a clairement indiqué que les prix de l'immobilier sont les principaux responsables et qu'ils devraient revenir progressivement à la normale.** Les autres prix du panier de biens évoluent de manière cohérente avec l'objectif d'inflation de 2 %. Ainsi, le léger rebond de l'inflation PCE (+2,3 % en glissement annuel, +2,8 % en glissement annuel) n'est pas préoccupant, mais **valide en partie la révision à la hausse des attentes du marché en ce qui concerne la trajectoire des Fed funds.**

Quant au marché de l'emploi, le FOMC estime qu'il est désormais moins tendu qu'en 2019, à la veille de la pandémie. **Il n'est donc plus une source de pression inflationniste.** Malheureusement, les chiffres de novembre n'offrent pas un diagnostic fidèle de la santé du marché du travail car ils ont été faussés par les effets combinés des ouragans d'octobre et des grèves dans l'industrie (Boeing). Les 12000 créations d'emplois n'apportent donc pas de nouvelle information tandis que le taux de chômage stable à 4,1% pourrait être révisé également. Cela rend le rapport de décembre (encore plus) crucial.



LE RETOUR DE DONALD TRUMP SE FAIT DÉJÀ SENTIR DANS DES INDICATEURS D'ACTIVITÉ EN HAUSSE

En Europe, la bonne croissance du 3ème trimestre a été confirmée (+0,4% t/t). **Mais les PMI ont démontré que la situation a changé depuis (Composite : 48.1 vs 50 att.).** Les PMI sont sortis sous le seuil des 50 à deux reprises au cours des trois derniers mois et les **services (49,2) sont désormais en territoire de récession.** L'inflation de novembre n'a pas surpris (+2,3 %), de même que la composante sous-jacente (+2,7 %) : ces chiffres légèrement supérieurs à l'objectif s'expliquent par des effets de base. **Fait révélateur, le swap d'inflation 5Y5Y de la zone euro est passé sous la barre des 2 %, pour la première fois depuis 2022.**

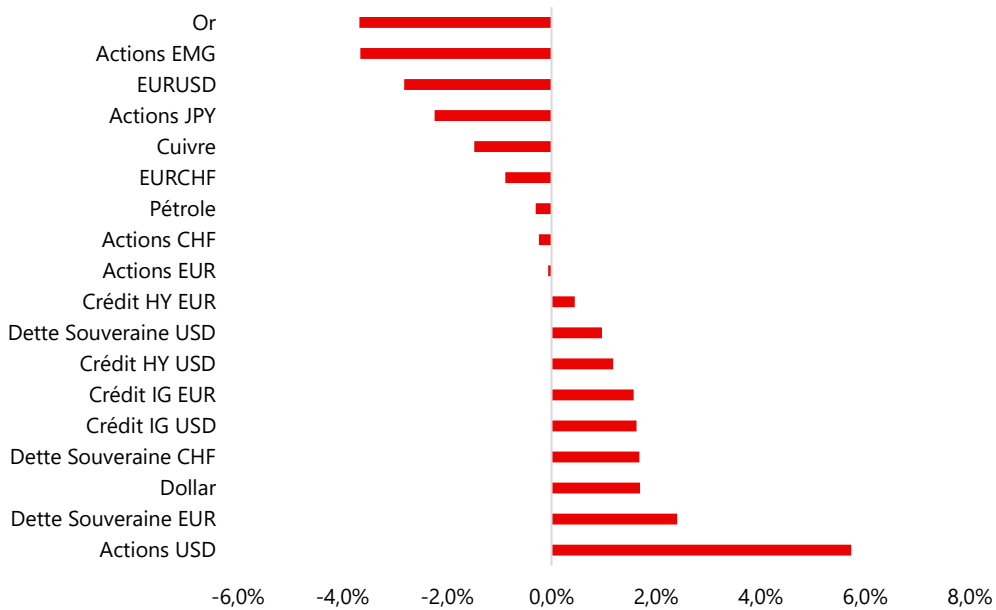
Par conséquent, la pression s'accroît sur la BCE pour qu'elle s'engage dans une campagne d'assouplissement durable. La BCE devra passer outre le chiffre des salaires négociés (+5,4 % au troisième trimestre), qui ont été tirés vers le haut par des hausses ponctuelles en Allemagne, et **surmonter les querelles internes entre faucons et colombes.** Les discours divergents des responsables de la banque centrale laissent penser que la perspective d'une réduction de 50 points de base est encore trop ambitieuse pour la BCE à l'heure actuelle. **La banque centrale devrait préférer poursuivre sa série de baisses successives de 25 points de base lors de la réunion de décembre.**

Au Royaume-Uni, la BoE a réduit ses taux d'intérêt de 25 points de base pour les ramener à 4,75 %. Bien que la décision ait été quasi-unanime (8 voix pour une baisse, 1 pour un maintien), **la banque centrale restera prudente.** L'inflation a rebondi à 2,3% (vs 2,2% att.) avec un indice de base toujours à 3,3% (vs 3,1 att.). Les salaires moyens pourraient faire augmenter les prix des services et rendre l'inflation plus persistante. De plus, **le « maxi-budget » des travaillistes devrait augmenter l'inflation de 0,5pp en 2025.** La croissance décevante du PIB (+0,1% t/t vs +0,2% att.) et la baisse du PMI composite (49,9 vs 51,8 att.) **n'ont pas été suffisantes pour que le marché anticipe une nouvelle baisse des taux de la BoE en décembre.**

Au Japon, la **croissance du PIB au T3 a atteint +0,9% t/t annualisé.** La hausse des salaires a stimulé la consommation privée (+0,9% annualisé après 0,7% au T2). Soutenir les salaires est également l'objectif d'un plan de relance de 250 milliards de dollars récemment annoncé (principalement par le biais de réductions d'impôts). Le nouveau Premier ministre Shigeru Ishiba a été contraint de prendre cette mesure par le Parti démocrate du peuple, dont dépend son parti pour gouverner. **Dans l'ensemble, une boucle salaires-prix pourrait réapparaître dans le paysage économique japonais.** Les derniers chiffres de l'inflation vont dans ce sens (+2,3 % vs +2,2 % att.). La faiblesse du yen est une autre raison qui pourrait amener la BoJ à réhausser ses taux. **À l'heure où nous écrivons ces lignes, les marchés évaluent à 60 % la probabilité d'un relèvement en décembre,** mais il est clair que la banque centrale remontera ses taux pour la troisième fois de cette campagne avant la fin du premier trimestre 2025.

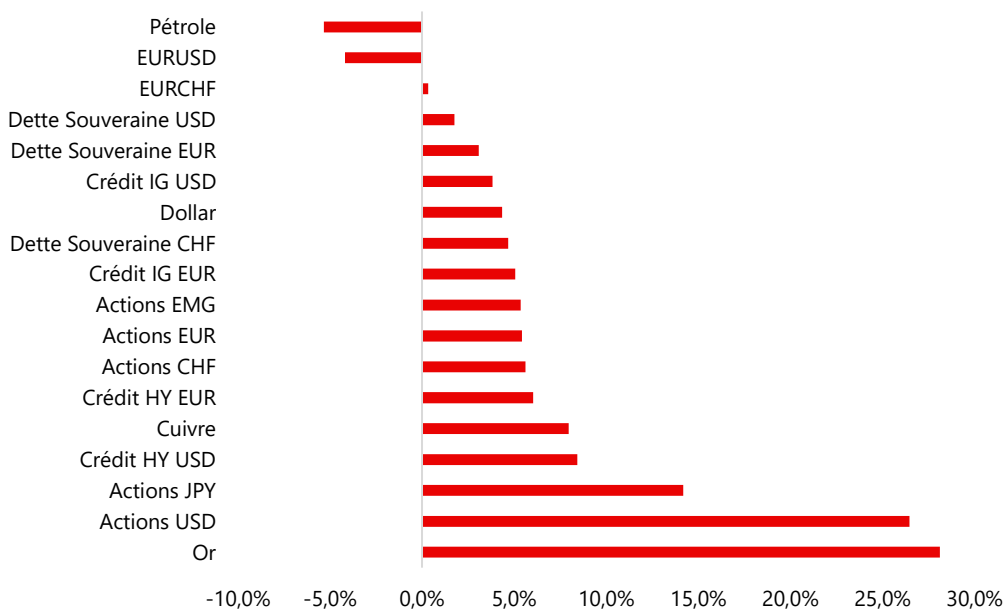
PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 30/11/2024

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



Source : Bloomberg, 30/11/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Depuis leur annonce en septembre, **les premières mesures visant à relancer l'économie chinoise commencent à être perceptibles dans les indicateurs avancés**. En témoignent l'amélioration des PMI Caixin (Composite : 51,9 vs 50,6 att.) et des ventes au détail (+4,8 % a/a vs 3,8 % att.). **Cependant, ils sont encore loin d'être suffisants et le pays est toujours au bord de la déflation**. L'inflation a déçu (+0,3 % a/a contre +0,4 % att.) tandis que les prix à la production (PPI : -2,9 % a/a contre -2,5 % att.) et les prix de l'immobilier (-5,9 % a/a) sont toujours en baisse. La banque centrale a maintenu ses taux d'intérêt directeurs inchangés, tandis que le plan annoncé par le gouvernement (1400 milliards de dollars) vise davantage à restructurer les dettes des gouvernements locaux qu'à revigorer l'économie. **Il est probable que les autorités chinoises attendent de nouveaux indices sur les futures politiques commerciales de Trump pour décider de la manière dont elles concevront leur plan de relance**. L'excédent commercial de la Chine reste impressionnant (+12 % a/a), car de nombreuses entreprises ont essayé de concentrer leurs exportations en amont des tensions commerciales qui se dessinent. Un nouveau rappel que la croissance de la Chine dépend excessivement du reste du monde, ce qui n'aidera pas face à D.Trump.

En Suisse, le PIB a augmenté de +0,4 % par rapport au trimestre précédent (+0,2 % après ajustement pour les événements sportifs). Les services ont stimulé la croissance (commerce de détail : +1%) alors que l'industrie manufacturière a reculé (-1,1%). L'industrie chimique et pharmaceutique (+0,2%) n'a connu qu'une légère expansion après une forte croissance au 2ème trimestre. **La faiblesse de la croissance n'est pas une surprise puisque le ralentissement de l'inflation (+0,6% a/a vs +0,8% att.) fait resurgir les craintes de déflation**. Martin Schlegel a commenté que les taux d'intérêt négatifs font partie de la boîte à outils de la BNS même si « *personne n'aime les taux d'intérêt négatifs* ».

MARCHÉS ACTIONS

La vague républicaine qui a vu Donald Trump et son parti s'emparer de la Maison Blanche et du Congrès a déclenché un rallye des actions américaines (S&P500 : +5.7%, NASDAQ 100 : +5.2%). **La lecture des performances sectorielles sur le mois** ne laisse guère de doute quant à l'identité de ceux qui pourraient tirer le meilleur parti des politiques de la nouvelle administration. **Tesla** (+38.1%), dont le PDG Elon Musk sera un proche conseiller du 47^e président des Etats-Unis, a vu son cours s'envoler. Le constructeur automobile devrait bénéficier **des mesures de déréglementation** de l'économie promises par les Républicains. Dans son sillage, le secteur de la **consommation discrétionnaire** s'est envolé (+13.2%). Les valeurs **financières** (10.2%) et **énergétiques** (6.3%) devraient aussi voir le cadre réglementaire s'alléger. Et **l'industrie** (+7.3%) pourrait être abritée de la concurrence internationale par des barrières douanières. A l'inverse, les **laboratoires pharmaceutiques** (+0.1%) ont pâti de la nomination de Robert F. Kennedy au poste de Secrétaire à la Santé. Les petites et moyennes capitalisations (Russell 2000 : +10.8%) ont vu leurs cours bondir : moins de réglementations et moins d'impôts seraient la recette idéale pour doper leur rentabilité.

Dans l'ensemble, les progrès du marché ont un peu moins tenu aux 7 Magnifiques que lors des précédentes semaines. En effet, la très bonne publication de **Nvidia** qui a allègrement dépassé le consensus a été accueillie avec une certaine indifférence (+4.1%). Les perspectives pour les data centers restent excellentes mais la *guidance* donnée par le management s'est révélée peut-être un peu moins exceptionnelle que ce à quoi les investisseurs avaient été habitués. D'autre part, **l'activité économique fait mieux que résister et accélère même** si l'on en croit les enquêtes PMIs (Composite 55.4 vs 54.1 att.), ce qui profite donc aux valeurs les plus exposées au marché intérieur américain.

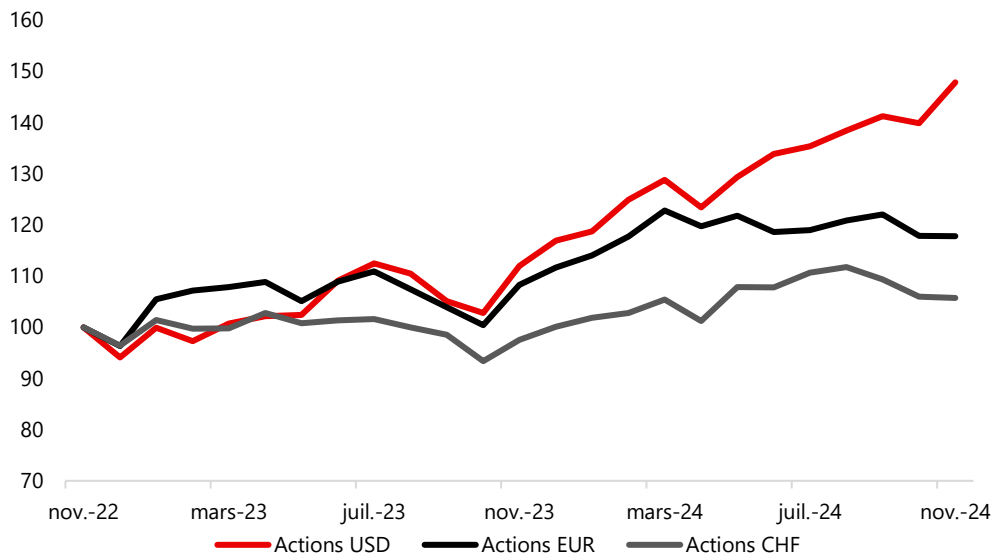
Cette robustesse de l'activité a aussi amené les marchés à réduire **leurs anticipations de baisses de taux par la Fed** car l'inflation reste au-dessus de l'objectif (CPI : +2.6% y/y). D'où quelques inquiétudes en fin de mois. Mais la banque centrale reste rassurante sur la trajectoire des prix.

En Europe, les marchés actions ont souffert avant de rebondir en fin de mois (Stoxx Europe 600 : +1.0%). Le retour de Donald Trump est un danger pour les entreprises exportatrices. De plus, la hausse des tensions en Ukraine a pesé sur les cours. Au niveau économique, **les indicateurs d'activité sont en berne** (PMI Composite : 48.1 vs 50 att.) mais la BCE se refuse pour l'instant à signaler un assouplissement rapide. Les secteurs cycliques de l'automobile (-4.1%) et de la chimie (-4.6%) ont donc continué leur calvaire. Bien que très exposée à ces secteurs, l'Allemagne (DAX : +2.9%) s'en tire bien mieux que la France (CAC40 : -1.6%) où l'instabilité du gouvernement inquiète. BNP Paribas (-9.7%) et Crédit Agricole (-10.1%) ont donc décroché.

**LA VAGUE
RÉPUBLICAINE QUI A
VU DONALD TRUMP
ET SON PARTI
S'EMPARER DE LA
MAISON BLANCHE ET
DU CONGRÈS A
DÉCLENCHÉ UN
RALLYE DES ACTIONS
AMÉRICAINES**

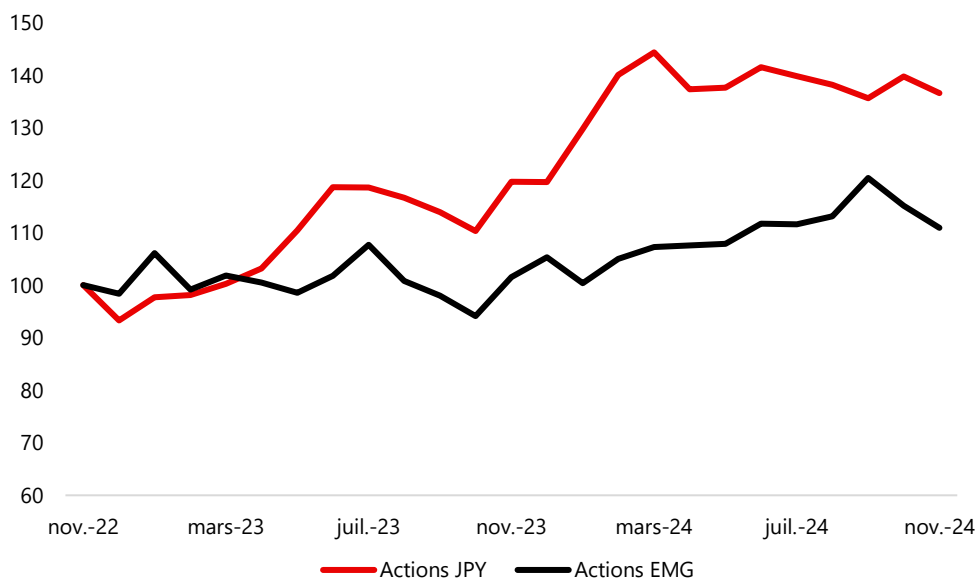
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2024

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Après un mois d'Octobre compliqué pour les taux (repricing en hausse des attentes d'inflation et des déficits publics suite à l'élection de Donald Trump), **les principaux emprunts d'Etat ont vu leur rendement décroître sur novembre**, tirés par une escalade des craintes géopolitiques (missile ICBM tiré par la Russie), l'enlisement de l'économie européenne (indicateurs PMI très dégradés, probable révision en baisse des anticipations de croissance de la BCE lors du meeting de décembre), et la nomination de Scott Bessent au poste de secrétaire US au Trésor, lui qui avait annoncé vouloir ramener les déficits budgétaires au niveau de 3% du PIB (contre +6.2% à l'heure actuelle).

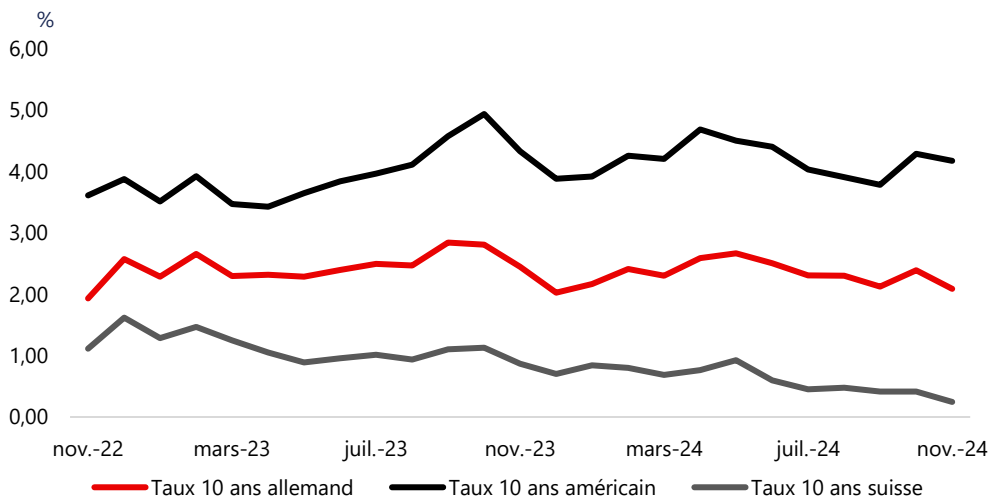
Le 10 ans US a ainsi vu son rendement repasser sous les 4.2% (soit environ 20bp de resserrement sur le mois) tandis que le Bund 10 ans a fini autour de 2.1%, soit près de 30bp plus serré que fin octobre. **Evidemment, ce mouvement a contribué à la bonne performance du monde crédit.** L'Iboxx EUR IG a dégagé un return de 1.5% sur novembre contre +0.5% pour l'Iboxx EUR HY. On remarquera que les spreads restent globalement serrés sur la partie corporates, proche de leurs plus bas annuels, ce qui limitera les perspectives d'*upside* en 2025 sur les grands indices. Plus que jamais, la sélection sera un moteur d'alpha important en 2025.

Le marché primaire a été une nouvelle fois très dynamique avec notamment une nouvelle salve d'obligations HY, ce qui a porté le montant global d'émissions à plus de EUR90md pour les dettes libellées en euros. Le marché de la dette perpétuelle s'est également montré recherché avec plusieurs refinancements AT1 et quelques nouvelles dettes hybrides (Roquette Frères, Abertis, Heimstaden, pétrolières...).



LES PRINCIPAUX EMPRUNTS D'ETAT ONT VU LEUR RENDEMENT DÉCROÎTRE SUR NOVEMBRE

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

Pendant la majeure partie du mois, le DXY s'est renforcé (+1,7 %). Le dollar a bondi lorsqu'il est devenu officiel que Donald Trump serait de retour à la Maison Blanche. En effet, **les droits de douane proposés par Trump sont susceptibles d'attiser les pressions inflationnistes et pourraient obliger la Fed à maintenir les taux à un niveau élevé.** Par ailleurs, la croissance est indéniablement plus résiliente aux États-Unis que dans le reste du monde. Toutefois, dans les derniers jours du mois, la nomination de Scott Bessent a freiné le dollar. En effet, le nouveau secrétaire au Trésor pourrait modérer les ambitions du président en matière de politiques inflationnistes.

Après l'élection, l'euro a dégringolé (EURUSD : -2,8 %). L'EURUSD a atteint son niveau le plus bas depuis 2022 (moins de 1,04), car l'Europe - en particulier l'Allemagne - pourrait être durement affectée par les droits de douane. En outre, les écarts croissants en matière de dynamique de croissance et de taux d'intérêt sont de plus en plus favorables au dollar, car la BCE poursuivra sa campagne de réduction en décembre - et au-delà. La monnaie unique a légèrement rebondi au cours de la dernière semaine du mois.

Le livre sterling a perdu du terrain (GBPUSD : -1,3 %), même si la persistance de l'inflation des services obligera la BoE à maintenir ses taux à un niveau élevé plus longtemps que prévu. L'activité économique a envoyé des signes d'essoufflement, ce qui a pesé sur la devise britannique.

Le franc suisse a également reculé par rapport au billet vert (CHFUSD : -1,9 %). La croissance du troisième trimestre n'a pas réitéré sa remarquable progression du deuxième trimestre. De plus, l'inflation se trouve désormais dans la partie basse de la cible de la banque centrale, obligeant Martin Schlegel à reconnaître que **la BNS pourrait rétablir des taux d'intérêt négatifs si nécessaire.** Mais le regain de tensions en Ukraine a rappelé le statut de valeur refuge de la monnaie suisse, ce qui a soutenu le CHF.

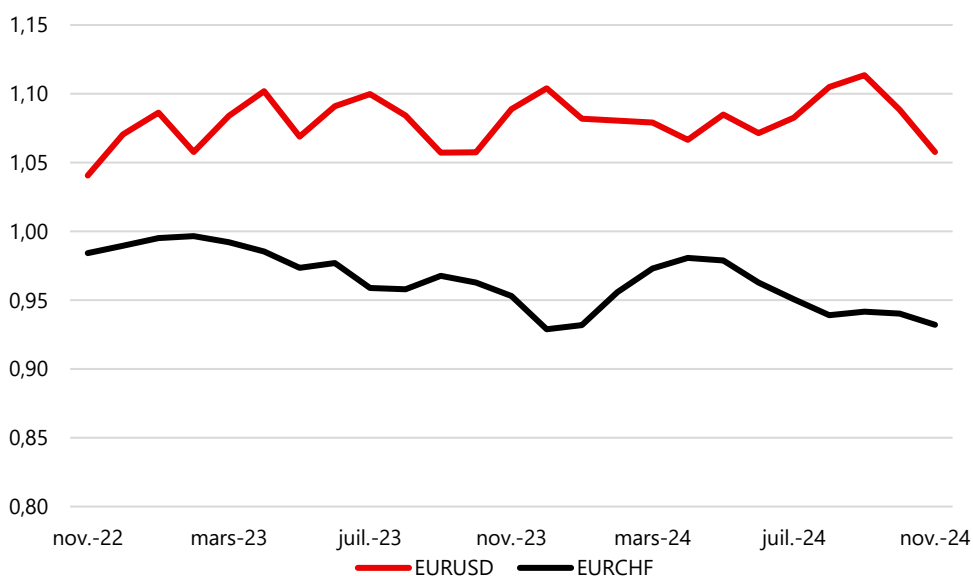
A la différence des autres grandes devises, le JPY s'est apprécié (JPYUSD : +1,5 %). Certes le JPY était largement sous-évalué après deux mois de décrochage continu. Mais un rapport sur l'inflation légèrement supérieur aux attentes et l'espoir d'un vaste plan de réduction des impôts pour soutenir la croissance ont ravivé les paris **sur une nouvelle hausse des taux de la BoJ dès le mois de décembre.** L'USDJPY a glissé sous la barre des 150, un signe notable.



LE DOLLAR A BONDI LORSQU'IL EST DEvenu OFFICIEL QUE DONALD TRUMP SERAIT DE RETOUR À LA MAISON BLANCHE

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 30/11/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Une nouvelle escalade en Ukraine et l'élection de Donald Trump (qui fait craindre de nouvelles restrictions sur les exportations de pétrole iranien) ont temporairement ravivé la prime géopolitique du pétrole, poussant le Brent vers 75 dollars.

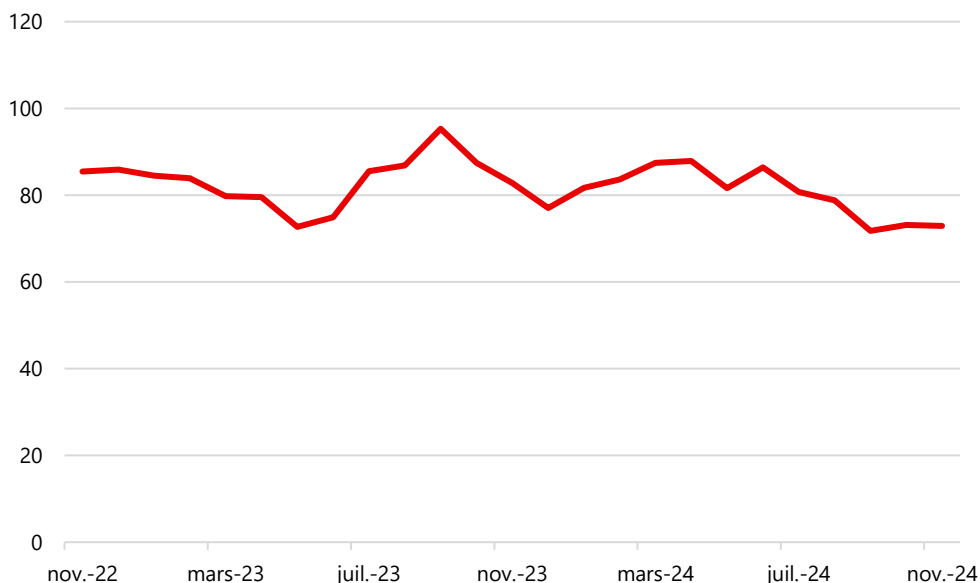
Mais le marché mondial reste excédentaire (Brent -0,3 %, WTI : -1,8 %). L'atonie de la croissance en dehors des États-Unis pèse sur la demande : le consommateur marginal, la Chine, voit ses besoins intérieurs en pétrole se contracter. **L'offre de pétrole reste forte** : la tendance reste celle d'une OPEP+ qui tente de gérer les prix (elle a étendu sa réduction de 180 000 b/j jusqu'à la fin de 2024), mais en vain, étant donné les vastes quantités déversées sur les marchés internationaux par les producteurs américains (États-Unis, Canada et Amérique latine). **Dans ce contexte, la proposition de Scott Bessent d'augmenter la production américaine de 3 millions de b/j a de quoi effrayer l'OPEP.**



La tendance reste celle d'une OPEP+ qui tente de gérer les prix, mais en vain

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)

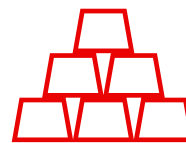


Source : Bloomberg, 30/11/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

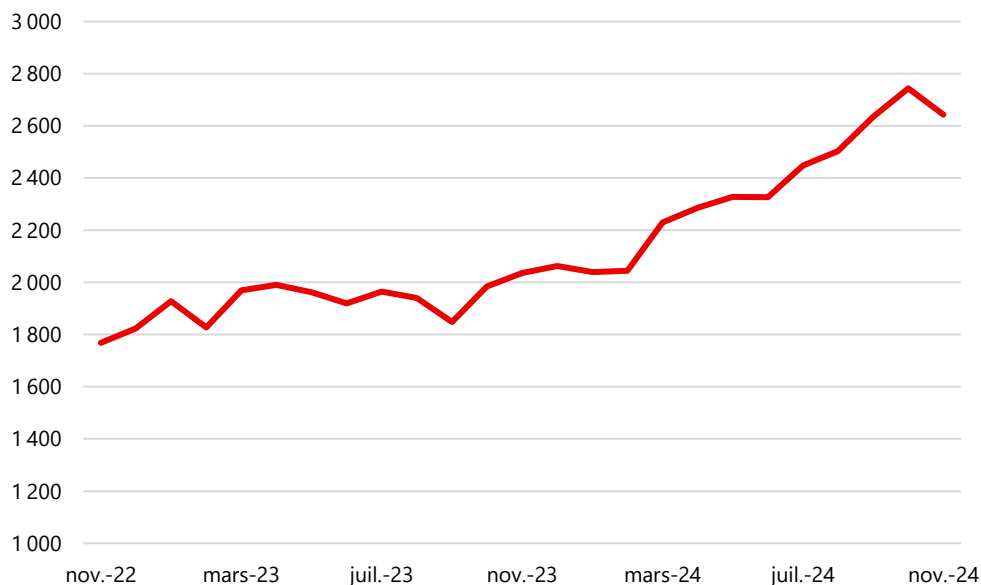
L'**or a chuté en novembre** (-3,7 %), retrouvant sa corrélation inverse avec un dollar et des rendements américains à long terme en hausse. La performance depuis le début de l'année reste impressionnante. L'**argent a suivi la même trajectoire jusqu'au nouveau cycle de tensions en Ukraine** : le statut de valeur refuge de l'or a permis de soutenir le métal jaune, tandis que l'argent a continué à plonger (-6,2 %). A long terme, nous préférons l'or, car il bénéficie de l'attention de la plupart des banques centrales.



L'or a chuté, retrouvant sa corrélation inverse avec un dollar et des rendements américains à long terme en hausse

OR

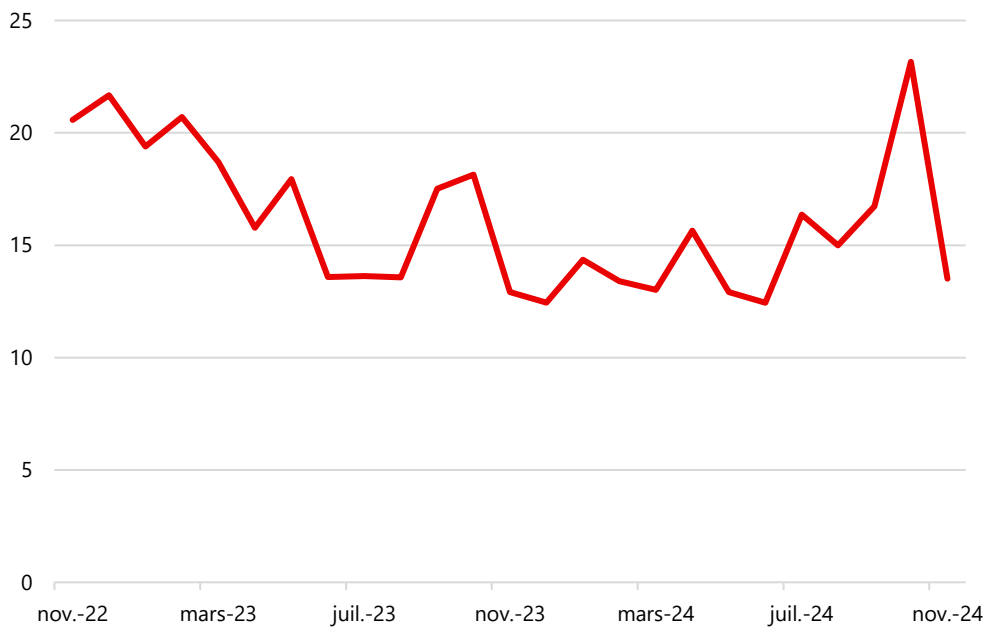
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/11/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
2-déc.	Etats-Unis	PMI manufacturier	nov.-24	46,5
	Chine	PMI manufacturier Caixin	déc.-24	51,5
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	déc.-24	45,2
	Zone euro	Taux de chômage	oct.-24	6,3
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	déc.-24	48,6
	Italie	Croissance du PIB	déc.-24	0,0
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	déc.-24	49,0
	Suisse	PMI manufacturier	nov.-24	49,9
3-déc.	Suisse	Inflation	nov.-24	0,6
4-déc.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	nov.-24	56,0
	Zone euro	PMI services Markit	déc.-24	49,2
	Royaume Uni	PMI services Markit	déc.-24	50,0
5-déc.	Suisse	Taux de chômage	nov.-24	2,6
6-déc.	Etats-Unis	Confiance des ménages	déc.-24	71,8
	Etats-Unis	Emplois	nov.-24	12,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	nov.-24	4,1
	Zone euro	Emploi	déc.-24	0,2
	Zone euro	Croissance du PIB	déc.-24	0,4
	Allemagne	Production industrielle	oct.-24	-2,5
9-déc.	Chine	Inflation	nov.-24	0,3
	Japon	Croissance du PIB	déc.-24	0,9
10-déc.	Chine	Exportations	nov.-24	12,7
11-déc.	Etats-Unis	Inflation	nov.-24	2,6
12-déc.	Zone euro	Réunion de la BCE	nov.-24	3,3
	Suisse	Réunion de la Banque Nationale Suisse	nov.-24	0,5
13-déc.	Zone euro	Production industrielle	oct.-24	-2,0
	Japon	Production industrielle	nov.-24	3,0
16-déc.	Chine	Ventes au détail	nov.-24	4,8
	Chine	Production industrielle	nov.-24	5,8
17-déc.	Etats-Unis	Production industrielle	nov.-24	-0,3
	Royaume Uni	Taux de chômage	oct.-24	4,3
	Allemagne	Climat des affaires ifo	déc.-24	85,7
18-déc.	Etats-Unis	Réunion de la Fed	déc.-24	4,8
	Royaume Uni	Inflation	nov.-24	2,3
19-déc.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	déc.-24	-5,5
	Etats-Unis	Croissance du PIB	déc.-24	2,8
	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	janv.-25	4,8
23-déc.	Royaume Uni	Croissance du PIB		0,1
30-déc.	Suisse	Indicateur avancé Kof	déc.-24	101,8



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 novembre 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.