



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Janvier 2024

MACROÉCONOMIE

Alors que tous les regards étaient braqués sur la Fed, la réunion du FOMC de décembre s'est révélée bien plus passionnante que ne le laissait présager la décision attendue de maintenir les taux inchangés à 5,25-5,5%. La Fed et J. Powell ont adopté une **posture clairement accommodante**, tant sur le plan quantitatif que qualitatif. **Les projections ont été révisées sensiblement à la baisse**, la fin du cycle de resserrement étant confirmée et le « dot » médian indiquant 3 baisses, pour un total de 75 pb, en 2024. J. Powell a par ailleurs déclaré que le **calendrier des réductions de taux avait été discuté** au cours de la réunion - une évolution notable - et, plus important encore, a souligné que **la Fed est consciente du risque de commencer à baisser ses taux trop tardivement**. Ainsi, les marchés s'attendent désormais à une 1ère réduction en mars et à des baisses totalisant près de 150 pb l'an prochain. Si ces prévisions se concrétisent, elles pourraient permettre d'éviter (de retarder ?) la récession qui survient typiquement en fin de cycle, mais les risques d'une inflation sous-jacente restant dans une zone préoccupante (2,5-3%) grandiraient.

Cette réunion a suivi la publication d'un IPC globalement conforme aux attentes, avec un indice sous-jacent stable à 4% an/an et un indice global à 3,1% an/an en novembre. L'IPP de novembre a en revanche surpris à la baisse, le sous-jacent (hors alimentation & énergie) étant tombé à 2 % an/an. **La plupart des autres données ont témoigné d'une dynamique conjoncturelle toujours solide**. Les ventes au détail ont battu les attentes en novembre et l'indice ISM des services a surpassé les prévisions, rebondissant à un niveau élevé de 52,7, signe toujours de résilience des consommateurs. Dans le même temps, la croissance de la productivité non agricole au T3 a été révisée à la hausse, pour s'inscrire à un niveau robuste de 5,2%. Il est trop tôt pour savoir s'il s'agit là du début d'une nouvelle tendance ou d'un rattrapage par rapport aux faibles chiffres précédents, mais cela ajoute de l'eau au moulin d'un scénario de croissance non inflationniste.



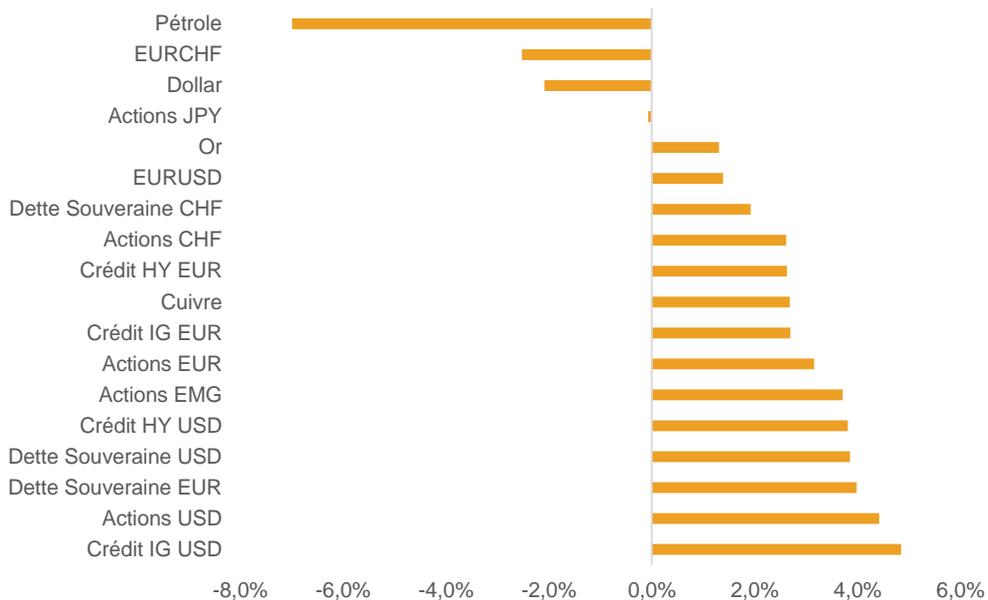
MÊME SI NOUS ANTICIPONS UNE DÉTÉRIORATION PLUS MARQUÉE DES DONNÉES COURANT 2024, JUSTIFIANT DES BAISSSES DE TAUX PAR LA FED, NOUS SUPPUTONS QUE CELLES-CI POURRAIENT ARRIVER PLUTÔT VERS LA MI-ANNÉE, LORSQUE L'INFLATION SOUS-JACENTE SERA PLUS PROCHE DE L'OBJECTIF ET LES CHIFFRES DE L'EMPLOI BIEN MOINS TENDUS, ET NON PAS EN FIN DE T1/DÉBUT DE T2.

Sur le marché du travail, la situation reste tendue. Les données JOLTS ont certes envoyé un signal de relâchement, avec 8,7M d'ouvertures de postes, soit le plus bas niveau depuis mars 2021, **mais les nouvelles inscriptions au chômage restent à des niveaux bas et les chiffres de l'emploi de novembre se sont avérés plus solides que prévu avec 199'000 postes créés, un taux de chômage redescendu à 3,7%** et une croissance des salaires stable à 4%, trop rapide pour une inflation de 2%. Même si nous anticipons une détérioration plus marquée des données courant 2024, justifiant des baisses de taux, nous supputons que celles-ci pourraient arriver plutôt vers la mi-année, lorsque l'inflation sous-jacente sera plus proche de l'objectif et les chiffres de l'emploi bien moins tendus, et non pas en fin de T1/début de T2 comme le prévoient actuellement les marchés.

La **réunion de la BCE** s'est révélée beaucoup moins conciliante, C. Lagarde affichant un enthousiasme bien moindre pour des réductions de taux. Elle a reconnu les risques baissiers en matière de croissance, mais a continué à formuler des signaux contradictoires sur l'inflation. Quand bien même les indices d'inflation sous-jacente reculent tous et la transmission de la politique monétaire est nette, la BCE note que des pressions sur les prix persistent dans le cadre d'une forte croissance salariale et d'un déclin de la productivité, d'où le maintien d'une approche « dépendante des données ». **C. Lagarde a déclaré : « Nous n'avons pas du tout parlé de baisses des taux », « pas de discussion, pas de débat sur cette question »**. Les marchés accordent toutefois toujours une probabilité de près de 60% à une baisse en mars, et sont convaincus d'une baisse en avril.

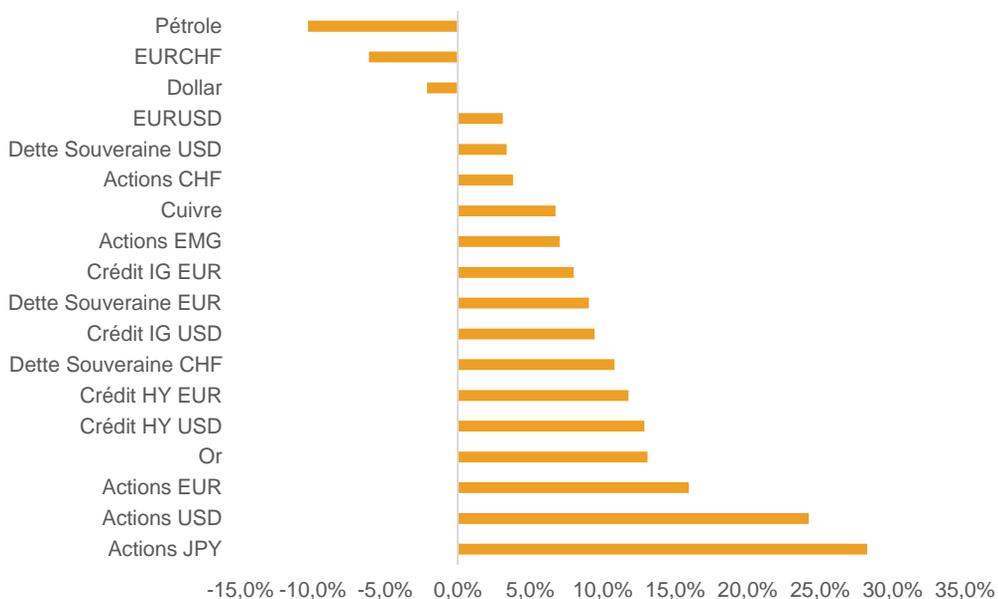
PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 31/12/2023

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



Source : Bloomberg, 31/12/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Ces projections nous semblent justifiées. En effet, le fort repli de l'inflation dans la zone euro en novembre, de 2,9% à 2,4% pour l'indice global et de 4,2% à 3,6% pour le sous-jacent, témoigne de l'impact de la politique monétaire sur l'économie, comme le signale depuis des mois la diminution de la masse monétaire. De plus, **avec une contraction confirmée de la croissance du PIB au T3 (-0,1%)**, et des PMI qui ont connu en décembre leur 5ème mois consécutif de contraction généralisée, les données pour la zone euro indiquent une **forme de stabilisation à un bas niveau**, avec l'espoir d'une amélioration plus tard en 2024 si la fonction de réaction de la BCE s'avère suffisamment accommodante. L'indice économique Sentix a gagné 1,8 pt à -16,8 en décembre, son meilleur niveau depuis mai, mais reste en territoire négatif. Les volumes des ventes au détail ont pour leur part affiché en octobre leur première progression en 3 mois, bien qu'en dessous des attentes, avec une augmentation de 0,1% mois/mois et un recul an/an qui s'est atténué de -2,9% à -1,2%, signal que la désinflation commence à soulager un peu les consommateurs. Une fonction de réaction excessivement ferme, avec des baisses de taux implémentées trop tardivement, pourrait en revanche déclencher une récession plus profonde.

MARCHÉS ACTIONS

En décembre, le FOMO a envahi les marchés actions dans l'espoir que la Fed et la BCE réduiront leurs taux de 150 points de base en 2024. **L'optimisme ambiant a transformé un changement de narratif en faveur d'un scénario d'atterrissage en douceur en un véritable rallye**, les États-Unis (NASDAQ +5,52 %, DJIA +4,84 %, SPX +4,42 %) surperformant l'Europe (SX5E +3,18 %, SXXP +3,77 %). D'où une capitulation haussière que nous voyons résister en janvier.

L'OPTIMISME
AMBIANT A
TRANSFORMÉ UN
CHANGEMENT DE
NARRATIF EN
FAVEUR D'UN
SCÉNARIO
D'ATTERRISSAGE
EN DOUCEUR EN
UN VÉRITABLE
RALLYE.

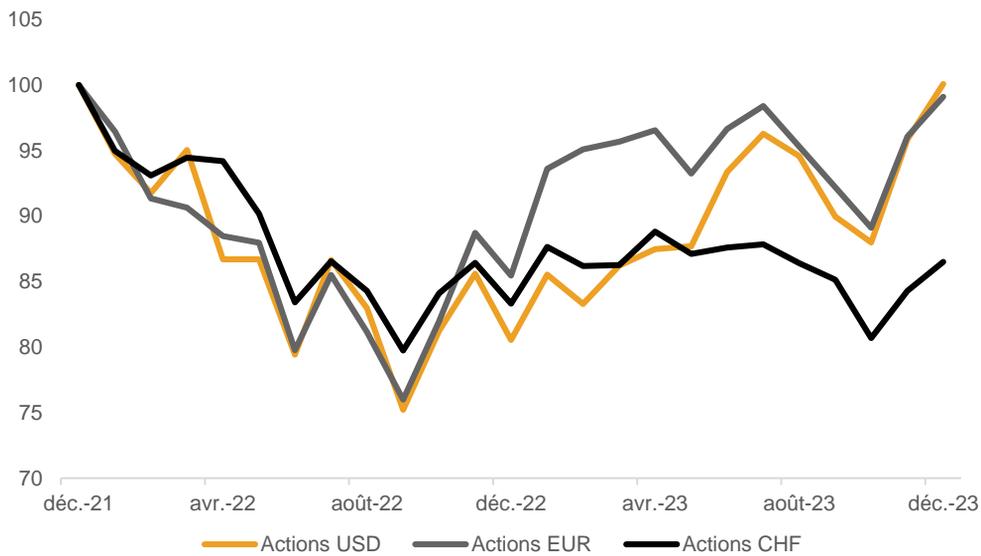
Les extraordinaires mois de novembre et décembre auxquels nous avons assisté ont résulté de quatre facteurs essentiels : Des résultats économiques satisfaisants, une baisse des rendements, une chute des prix du pétrole et le déploiement de liquidités. Tout cela a engendré un sentiment d'euphorie triomphante chez les investisseurs. **En Europe, le VSTOXX est tombé à son plus bas niveau post-Covid, tandis que le SX5E a atteint un RSI supérieur à 80 pour la première fois en 23 ans.** Les secteurs cycliques et défensifs de l'UE ont perdu la trace des rendements obligataires et des indices PMI. **Aux États-Unis, l'action moyenne a atteint son niveau de surachat le plus élevé depuis les années 1990.** Un tel alignement a poussé le SXXP vers ses sommets de la fin 2021 et le SX5E a même dépassé son sommet de 2007, atteint à la veille de la crise financière mondiale. Dans le même temps, le SPX a atteint un record historique.

Cependant, les records passés ont été atteints dans des périodes de faibles taux d'intérêt, ce qui n'est pas le cas actuellement et ne le sera pas non plus à la fin de l'année 2024.

Nous sommes également convaincus que l'économie européenne est au bord de la récession, ce qui s'est traduit par une saison des bénéfices terne au troisième trimestre. Le PMI composite de décembre à 47 (48 attendu) laisse présager une reprise difficile. Aux États-Unis, la résilience de l'économie en 2023 dans un contexte de ralentissement de l'inflation indique que la relation entre le marché du travail et les prix n'est pas linéaire, ce qui suggère qu'une cassure n'est pas à exclure à un moment donné. D'où nos prévisions baissières pour l'année prochaine. En outre, **des prévisions de BPA supérieures à 10 % pour 2024 sont également incompatibles avec une économie atone. Rappelons qu'une récession réduit généralement les BPA de -5 à -15% !**

MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/12/2023

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/12/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Après un mois de novembre historique, la hausse des actifs risqués s'est poursuivie en décembre, toujours alimentée par les anticipations de pivot des banques centrales et par la baisse des taux longs aux US et en Europe. Ainsi, le 10 ans US s'est replié de 50bp sur décembre contre 40bp environ pour le 2 ans.

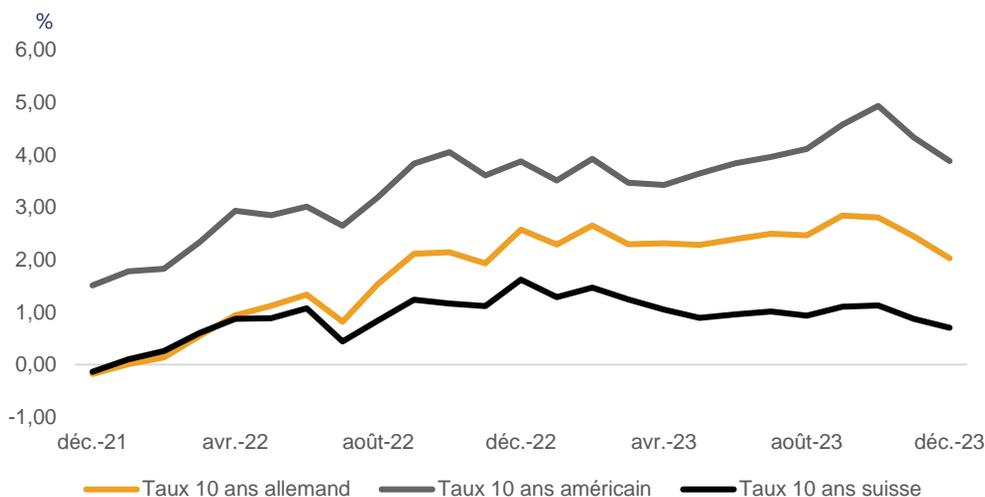
Les taux en Europe ont évolué en parallèle des taux US avec une surperformance des pays du sud qui bénéficient toujours d'orientations positives de leurs ratings. Cette accélération dans la baisse des taux laisse peu de marge de manœuvre pour 2024, à moins d'un scénario de forte contraction des économies, ce qui n'est pas le scénario central aujourd'hui.

Côté crédit, l'appétit des investisseurs est resté solide sur décembre avec des spreads qui terminent au plus bas de l'année 2023. Sur ces niveaux, nous voyons peu de potentiel de resserrement additionnel sur 2024, notamment aux USA où les spreads sont déjà bien plus bas que leur moyenne à 10 ans. La performance pour 2024 viendra donc essentiellement du portage, qui est plus avantageux actuellement sur la partie subordonnée des émetteurs (hybrides corporates et subordonnées financières).



LA HAUSSE DES ACTIFS RISQUÉS S'EST POURSUIVIE EN DÉCEMBRE, TOUJOURS ALIMENTÉE PAR LES ANTICIPATIONS DE PIVOT DES BANQUES CENTRALES ET PAR LA BAISSÉ DES TAUX LONGS AUX US ET EN EUROPE.

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/12/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

Les fortes attentes concernant un abaissement prochain des taux par la Fed ont fait chuter le **DXY** à 101, son plus bas niveau depuis juillet dernier. La tendance a été renforcée par des attentes légèrement plus faibles en matière de croissance économique américaine, après un T3 exceptionnel.

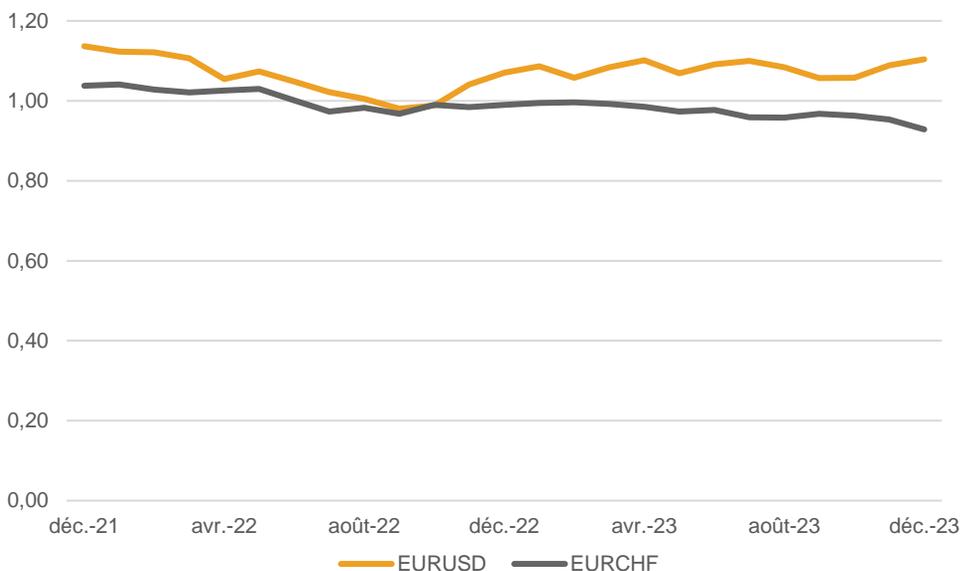
A l'inverse, **l'EUR** a bénéficié d'une BCE intransigeante pour dépasser les **1,10 USD**. Plus spécifiquement, **l'EUR** a d'abord profité des propos tenus par J. Powell, avant de bondir encore le lendemain lorsque C. Lagarde s'est montrée plus ferme que prévu. Il faut y voir le signe que, à mesure que les investisseurs adoptent le narratif de taux proches de leur pic, les différentiels de taux d'intérêt redeviendront déterminants dans l'évolution des devises.

La fermeté de la BoE a permis à la **GBP** d'accroître ses gains par rapport à l'USD, dépassant les **1,27 USD** après la réunion de son comité de politique monétaire. Cela étant, l'inflation a fortement surpris à la baisse (3,9% contre 4,4% attendu), alimentant les espoirs de réductions rapides des taux par la banque centrale l'an prochain et ramenant la GBP à près de 1,26.

Le **CHF** a atteint son point le plus haut contre USD depuis 2011, surpassant **1,18 USD** après avoir testé 1,20. La BNS a maintenu ses taux inchangés à 1,75% mais a souligné l'incertitude autour de la stabilité des prix. En outre, la banque centrale a poursuivi ses efforts pour maintenir un plancher sous le CHF, en puisant dans ses réserves de change.

Bien que la BoJ n'ait rien changé à ses précédentes décisions en décembre (taux d'intérêt au jour le jour stable à -0,1% et contrôle de la courbe des taux permettant aux obligations d'État à 10 ans de dépasser 1%), l'espoir que Kazuo Ueda annonce une normalisation de la politique monétaire japonaise dans les prochains mois a aidé le **JPY** à se redresser depuis ses plus bas sur 30 ans. En novembre, la paire **USD/JPY** avait dépassé le niveau de 150, avant un retour en force du yen, qui s'est apprécié jusqu'à 141.

USD & CHF ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 31/12/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Après avoir chuté et presque renoué avec son plus bas niveau de l'année (\$73), le Brent a connu un rebond marqué l'amenant à près de \$80, sur fond de perturbations commerciales provoquées par les attaques au large des côtes du Yémen. Le spread sur les contrats « futures » à court terme sur le Brent est ainsi rapidement passé de « contango » à « backwardation », un mouvement plutôt haussier. **Cela étant, durant les toutes dernières heures du mois, l'incertitude entourant le contexte macroéconomique a recommencé à peser sur les prix.**

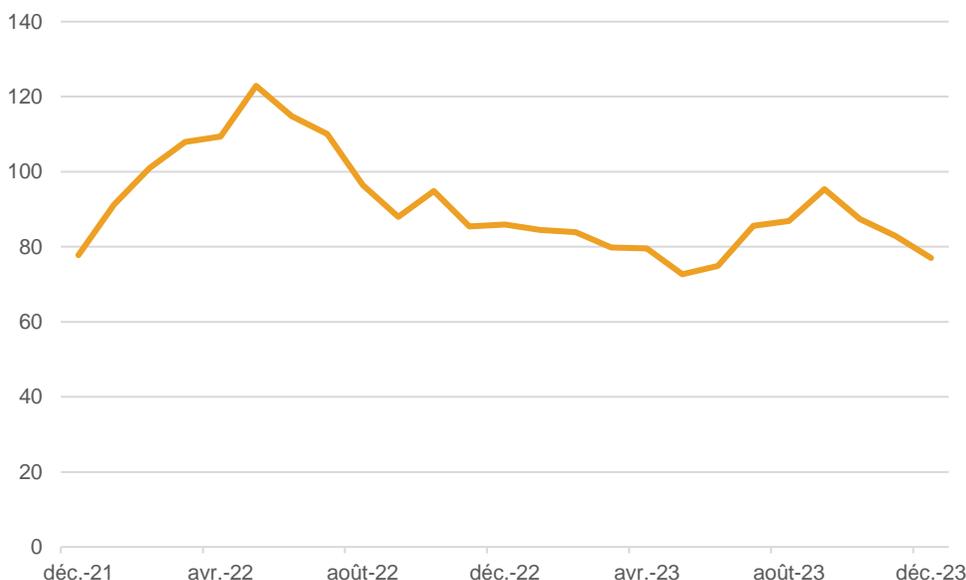
En outre, la résilience de l'offre devrait se poursuivre en 2024 : l'industrie américaine du schiste s'est révélée robuste tout au long de 2023, tandis que les sanctions infligées à l'Iran et la Russie n'ont pas entravé la production outre mesure. La solidité de l'OPEP - et sa capacité à faire respecter les réductions de production - a même été remise en question lorsque l'Angola a tourné le dos au cartel après un désaccord concernant l'attribution des quotas.



L'incertitude entourant le contexte macroéconomique a recommencé à peser sur les prix.

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)

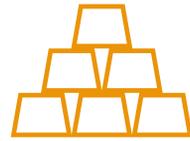


Source : Bloomberg, 31/12/2023
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

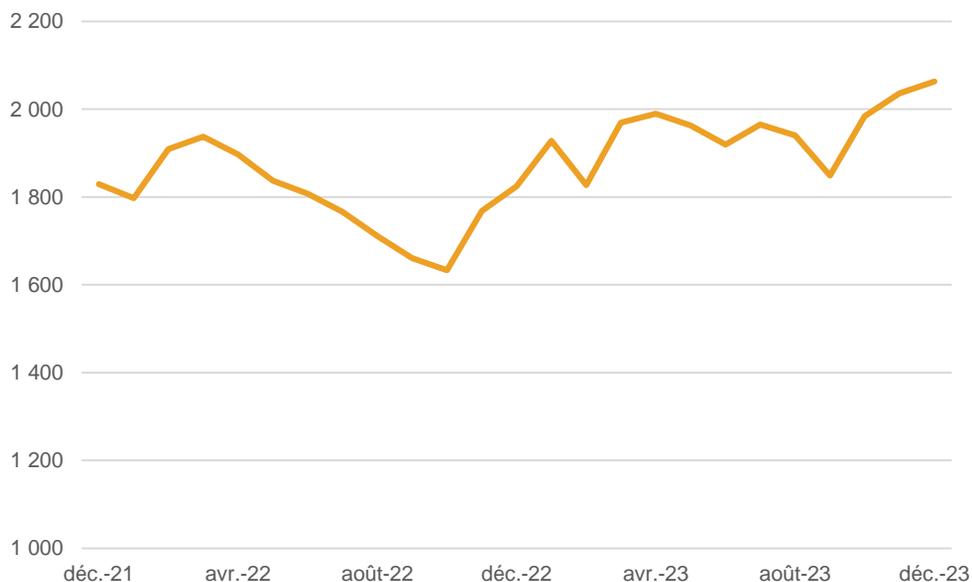
La baisse des taux a permis à l'or de dépasser ses sommets historiques, établissant un nouveau record de \$2072 l'once début décembre, puis l'améliorant à \$2077 à la fin du mois. Les taux étant appelés à baisser dans les mois à venir avec le ralentissement conjoncturel, et la résistance des \$2060 dépassée, **les vents porteurs se multiplient pour le métal jaune.**



La baisse des taux a permis à l'or de surpasser ses sommets historiques.

OR

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS

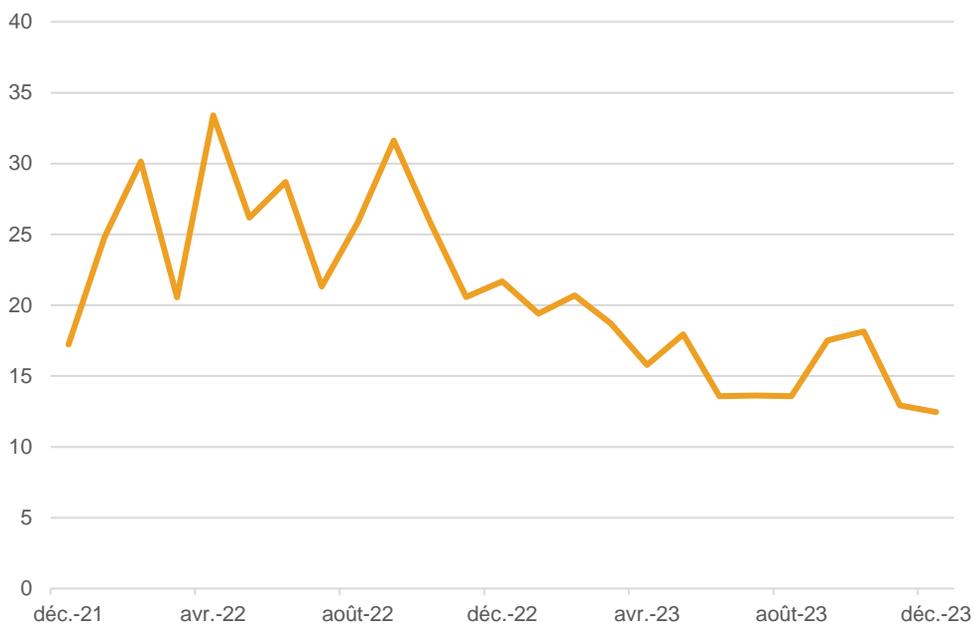


Source : Bloomberg, 31/12/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/12/2023

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
4-janv.	Zone euro	PMI services Markit	janv.-24	48,1
	Royaume Uni	PMI services Markit	janv.-24	52,7
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	janv.-24	47,9
5-janv.	Etats-Unis	Emplois	déc.-23	199,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	déc.-23	3,7
	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	déc.-23	52,7
	Zone euro	Inflation	déc.-23	2,4
8-janv.	Suisse	Inflation	déc.-23	1,4
9-janv.	Zone euro	Taux de chômage	nov.-23	6,5
	Allemagne	Production industrielle	nov.-23	-0,4
	Suisse	Taux de chômage	déc.-23	2,1
11-janv.	Etats-Unis	Inflation	déc.-23	3,1
12-janv.	Chine	Exportations	déc.-23	0,5
	Chine	Inflation	déc.-23	-0,5
15-janv.	Zone euro	Production industrielle	nov.-23	-0,7
16-janv.	Royaume Uni	Taux de chômage	août-23	4,3
17-janv.	Etats-Unis	Production industrielle	déc.-23	0,2
	Chine	Ventes au détail	déc.-23	10,1
	Chine	Croissance du PIB	déc.-23	4,9
	Chine	Production industrielle	déc.-23	4,3
	Royaume Uni	Inflation	déc.-23	3,9
	18-janv.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	janv.-24
	Japon	Production industrielle	déc.-23	-0,9
19-janv.	Etats-Unis	Confiance des ménages	janv.-24	69,7
23-janv.	Japon	Réunion de la Banque du Japon	janv.-24	-0,1
24-janv.	Zone euro	PMI manufacturier Markit	janv.-24	44,4
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	janv.-24	46,2
25-janv.	Etats-Unis	Croissance du PIB	déc.-23	4,9
	Zone euro	Réunion de la BCE	janv.-24	4,0
	Allemagne	Climat des affaires ifo	janv.-24	86,4
29-janv.	Allemagne	Croissance du PIB	déc.-23	-0,1
30-janv.	Zone euro	Croissance du PIB	déc.-23	-0,1
	France	Croissance du PIB	déc.-23	-0,1
	Italie	Croissance du PIB	déc.-23	0,1
	Suisse	Indicateur avancé Kof	janv.-24	97,8
31-janv.	Etats-Unis	Réunion de la Fed	janv.-24	5,5



MILLENIMUM PATRIMOINE

Mas de Maruèze – Route de Jol

30700 Saint-Quentin-La-Poterie

Tel : 04 66 57 21 53

frederic.garnier@millenium-patrimoine.fr

Document achevé de rédiger le 31 décembre 2023.

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 Millenium Patrimoine.