



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Novembre 2024

MACROÉCONOMIE

Aux États-Unis, le PIB a progressé à un rythme annualisé de 2,8 % au troisième trimestre. L'économie américaine continue sur sa lancée et les craintes de récession sont en recul. En particulier, les dépenses de consommation personnelles ont augmenté de 3,7 % en rythme annualisé au troisième trimestre. Le chiffre du PIB n'a guère surpris, les indicateurs ayant été généralement solides au cours des derniers mois. **En octobre, un rapport exceptionnel sur l'emploi (+254 000 créations d'emplois vs +140 000 att.) a vu le taux de chômage chuter de 4,2% à 4,1%.** L'indice PMI composite a dépassé les attentes (54,3 contre 54), de même que l'indice ISM des services (54,9 contre 51,7 att.).

Le revers de la médaille est que **l'inflation a ralenti un peu moins vite que prévu** (IPC +2,4 % en annuel contre 2,3 % att.) et que l'inflation sous-jacente est restée stable (+3,3 % contre 3,2 % att.). Les services sont les principaux responsables de cette légère déception en matière d'inflation car les salaires (salaires horaires +4 % a/a et +0,4 % m/m) ont rebondi. Par conséquent, les salaires réels sont en hausse et le consommateur américain reste un moteur de croissance. Pour preuve, les ventes de détail ont augmenté de 0,4 % m/m (contre 0,3 % att.).

Ces données économiques solides ont également fait grimper en flèche les rendements à long terme. Les marchés ayant compris que l'assouplissement monétaire de la Fed sera plus progressif que prévu, **le 10 ans a gagné près de 70 points de base en l'espace de 6 semaines.** Cette pentification a également été la conséquence du « Trump trade » : les marchés se sont préparés à un éventuel retour de l'ancien président à la Maison Blanche, ce qui serait synonyme d'un environnement plus inflationniste.



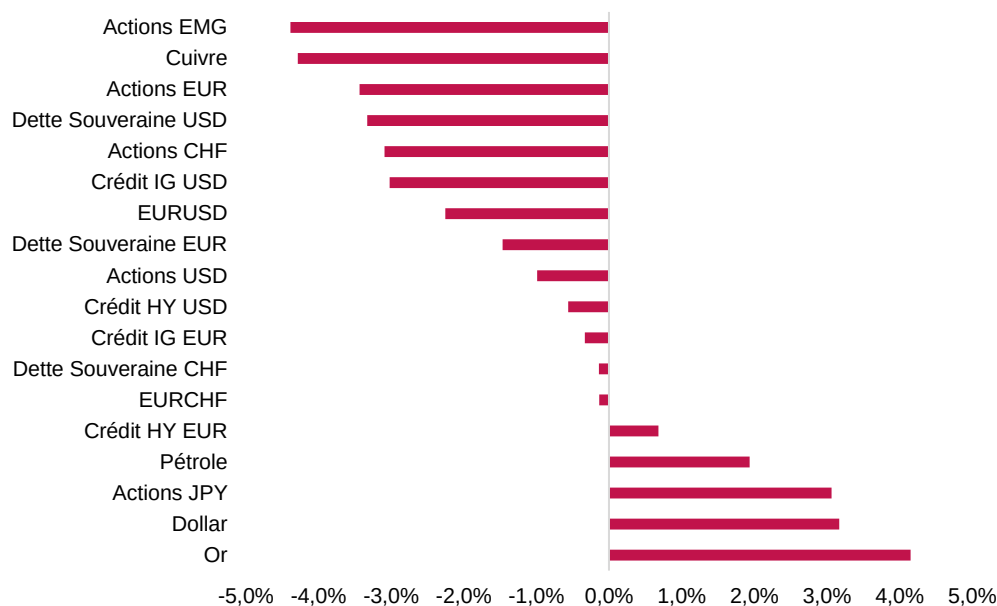
L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE CONTINUE SUR SA LANCÉE

En Europe, l'inflation du mois d'octobre a légèrement rebondi pour atteindre l'objectif de la BCE (2,0 % contre 1,9 % att.). Le défi à venir est celui de stabiliser l'inflation aux environs de 2%. **La BCE a décidé de réduire les taux d'intérêt pour la deuxième fois consécutive**, en ramenant le taux de rémunération des dépôts à 3,25 %. Après la réunion de septembre, cette décision n'était pas prévue par les marchés, mais des PMI déprimés ont plaidé en faveur d'un nouvel assouplissement. L'indice composite est désormais inférieur à 50 pour le deuxième mois consécutif (49,7 après 49,6 en septembre), ce qui indique une contraction de l'économie. L'enquête PMI a vu l'Allemagne surprendre légèrement à la hausse, tandis que la France a surpris à la baisse.

La BCE estime que la zone euro ne se dirige pas vers une récession, mais vers un atterrissage en douceur. Certes, le **PIB du 3ème trimestre a été une bonne surprise** (+0,4% t/t vs +0,2% att.) mais « l'effet JO » de l'été est ponctuel. Il est également vrai que le pivot de la BCE sur les taux commence à se diffuser dans les indicateurs de sentiment économique (indices ZEW de la zone euro et de l'Allemagne supérieurs aux att., climat des affaires et confiance des consommateurs de l'Ifo allemand donnant des signes de rebond). Mais alors que **l'Allemagne prévoit officiellement une nouvelle récession en 2024** (-0,2 % de contraction du PIB après -0,3 % en 2023) et que la France se dirige vers une douloureuse consolidation budgétaire, une nouvelle baisse de taux en décembre semble s'imposer si la banque centrale veut gagner son pari.

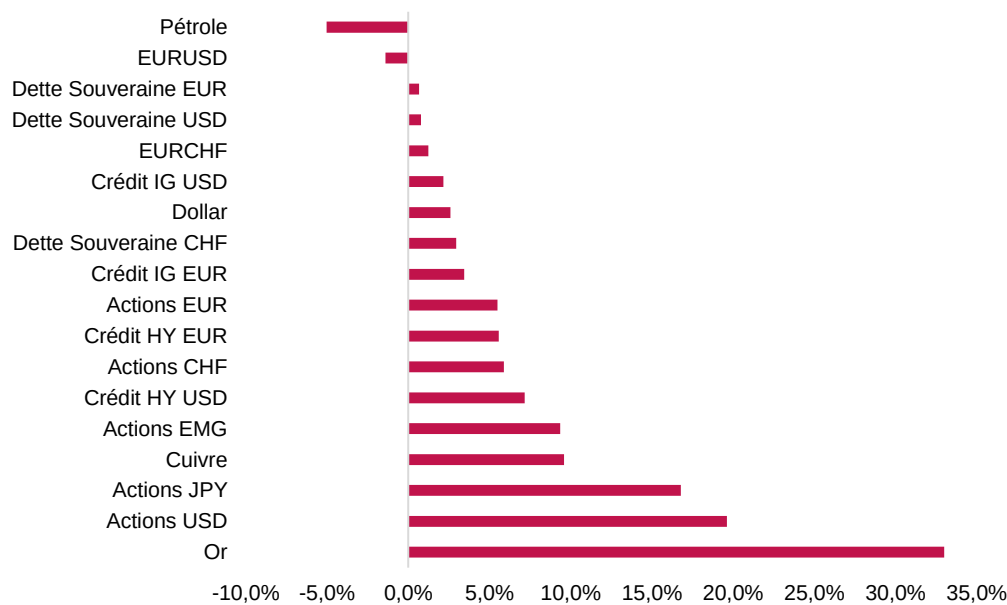
Au Royaume-Uni, la croissance des salaires a ralenti, passant de 4,1 % à **3,8 % a/a**. L'inflation a également chuté à 1,7 % (contre 1,9 % att.). L'indice PMI composite a baissé pour le troisième mois consécutif, à 51,7. **Il est très probable que la BoE procède à sa deuxième réduction de taux lors de sa réunion de novembre.** Mais elle restera prudente, en particulier en raison de l'annonce du budget : Rachel Reeves s'est engagée à augmenter non seulement les impôts, mais aussi les dépenses et les emprunts, ce qui a entraîné une hausse des rendements de 25 points de base.

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 31/10/2024

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



Source : Bloomberg, 31/10/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

En Suisse, l'inflation a chuté à 0,8 % a/a (contre 1,1 % att.). Les indicateurs d'activité ont envoyé des signes d'essoufflement après une forte croissance au 2ème trimestre. Le KOF a chuté à 99,5 (vs 105 att.). Les marchés s'attendent à ce que la BNS procède à une nouvelle réduction de taux en décembre.

La **croissance chinoise ne s'est pas effondrée** (+4,6% a/a au T3 vs 4,5% att.), soutenue par une forte production industrielle (+5,4% a/a) et des ventes au détail étonnamment élevées (+3,2% a/a et +0,4% m/m). Mais la Chine n'est pas encore sortie d'affaire. La croissance du PIB au cours du T3 n'a été que de 3,6 % en rythme annualisé, loin de l'objectif officiel de 5 %. **De plus, la déflation menace toujours. L'IPC a ralenti à +0,4 % a/a** contre +0,6 att. (0 % m/m contre 0,4 % att.) et les prix de l'immobilier continuent de baisser (-5,7 % a/a). Les premières mesures de relance ont été prises en compte dans les PMI de fin octobre, qui ont dépassé de peu la barre des 50 (resp. 50,1 et 50,2).

Au Japon, l'inflation a ralenti à 2,5 % (après 3 %) et à 2,4 % pour l'indice sous-jacent (après 2,8 %). Les PMI de l'industrie et des services sont sortis sous les 50, l'indice des services chutant même de 53,1 à 49,3. La BoJ a décidé de ne pas relever ses taux, mais a signalé que la faiblesse du yen posait problème, ce qui pourrait augurer d'une nouvelle hausse des taux début 2025. Dans le même temps, **le parti au pouvoir, le PLD, a perdu sa majorité au parlement**. Il est probable qu'il doive entrer dans une coalition, ce qui ferait perdre au Japon une partie de sa stabilité historique.

MARCHÉS ACTIONS

En octobre, **une forte incertitude liée à l'élection présidentielle américaine et des attentes très élevées pour la saison des résultats** ont pesé sur les actifs risqués (S&P 500 : -1%, Nasdaq : -0,85%, STOXX600 : -3,35%).

Dans un premier temps, les excellents résultats des banques américaines ont rassuré (S&P 500 Financials : +2.5%, meilleur secteur). Mais **des pans entiers de l'économie ont déçu**, notamment le Luxe français, très exposé à la Chine, où les ventes ont sensiblement ralenti. Seul Hermès a surnagé. Dans l'ensemble, l'Europe a déçu, dans le sillage des déboires des constructeurs automobiles.

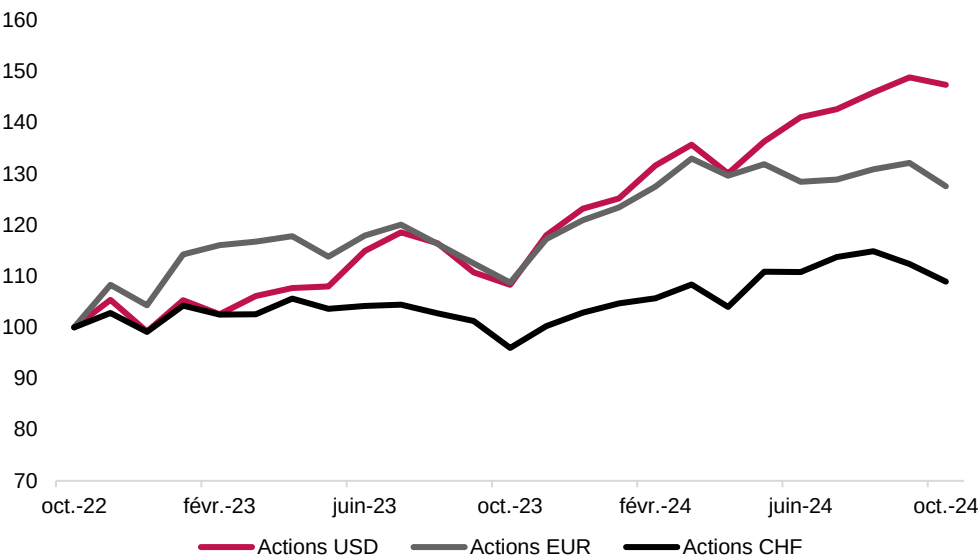
Les résultats les plus attendus étaient ceux de la Tech où **TSMC a montré sa capacité à générer des marges robustes**, alors que **les projections d'ASML pour le segment hors IA ont largement déçu**. Sur les 6 des 7 Magnifiques qui ont fait part de leurs résultats, la réaction de marché a été disparate. La première à publier, **Tesla, a convaincu** par sa capacité à générer des marges et un flux de trésorerie impressionnants, tout en continuant à investir. **Amazon et Alphabet** s'en sont assez bien sortis. Mais les résultats de **Microsoft, Meta et Apple ont été moins bien accueillis**, principalement en raison de décalage de cash-flows, alors que **leurs investissements dans l'IA (notamment les capex) restent solides**. D'autres poids lourds américains comme Eli Lilly et AMD ont été très sévèrement sanctionnés pour ne pas avoir satisfait les attentes. **Un contexte d'incertitude politique exacerbée a rendu les investisseurs extrêmement nerveux, à quelques jours du dénouement de la course à la Maison Blanche**. La preuve en est que les rendements à long terme ont gagné 70 points de base en seulement 6 semaines, dans ce qui est maintenant bien connu sous le nom de « Trump trade ».

Pourtant les chiffres macroéconomiques restent bons. Le PIB américain a progressé à un rythme annualisé de **2,8 % au T3**. Les dépenses de consommation personnelle ont augmenté de 3,7 % en rythme annualisé, nouvel indice que le consommateur américain ne faiblit pas. **Le marché du travail continue sur sa tendance de retour en douceur à la normale** : le rythme des ouvertures de postes a continué à ralentir (+7,44m contre 7,99m att.) fin octobre.

L'INCERTITUDE LIÉE
À L'ÉLECTION
PRÉSIDENTIELLE
AMÉRICAINE ET DES
ATTENTES TRÈS
ÉLEVÉES POUR LA
SAISON DES
RÉSULTATS ONT
PESÉ SUR LES
ACTIFS RISQUÉS

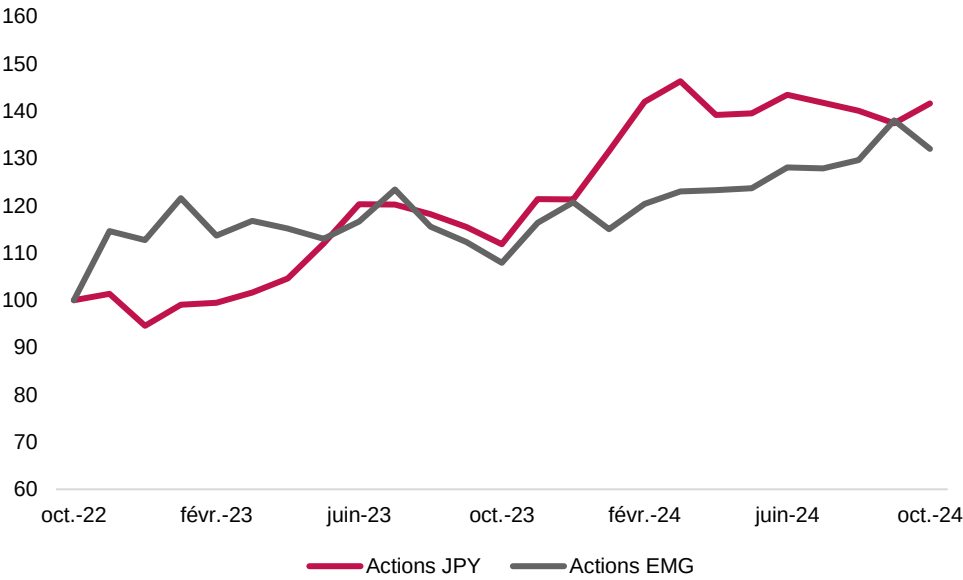
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2024

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

En octobre, la hausse des rendements des obligations d'État américaines a été impressionnante. Le rendement à 10 ans des États-Unis a atteint 4,30 %, soit une augmentation notable de 70 points de base en seulement six semaines, répartie entre 20 points de base en septembre et 50 points de base en octobre. **Cette fois, c'est la campagne électorale américaine qui s'est invitée sur les marchés, avec le retour du "Trump trade".** Bien que les sondages continuent de prédire une élection historiquement serrée, les marchés sentent que la dynamique de la campagne penche en faveur de Donald Trump. Par conséquent, les cours commencent à anticiper ce qu'un scénario de "Trump bis" pourrait impliquer, c'est-à-dire la mise en place d'un programme fortement inflationniste : des droits de douane plus élevés, des baisses d'impôts massives et une réduction de l'immigration. De plus, les chiffres macroéconomiques publiés ce mois-ci ont une nouvelle fois confirmé le dynamisme de la croissance américaine. **Le PMI composite américain s'est établi à 54,3**, fermement ancré en zone de croissance, et **la croissance du PIB au T3 est solide, avec un taux annualisé de 2,8 %**.

La forte hausse des rendements en octobre s'est propagée sur l'ensemble des obligations américaines : les rendements réels (TIPS à 10 ans) se sont rapprochés de 2 %, soit une augmentation de 32 points de base, revenant au niveau de juillet c'est-à-dire avant le dénouement des opérations de carry trade et les craintes de ralentissement de la croissance. La hausse du taux réel suscite des questions, car la croissance est résiliente mais sans accélération, et la Fed a commencé à réduire les taux à la mi-septembre. Le rendement des obligations d'entreprise IG aux États-Unis a augmenté de 42 points de base, suivant de près le mouvement des obligations souveraines, la durée étant élevée à 6,7, pas très loin de celle des bons du Trésor américains à 8. La durée plus faible du segment HY américain, à 3,9, a seulement entraîné une hausse de 30 points de base dans ce segment en octobre.

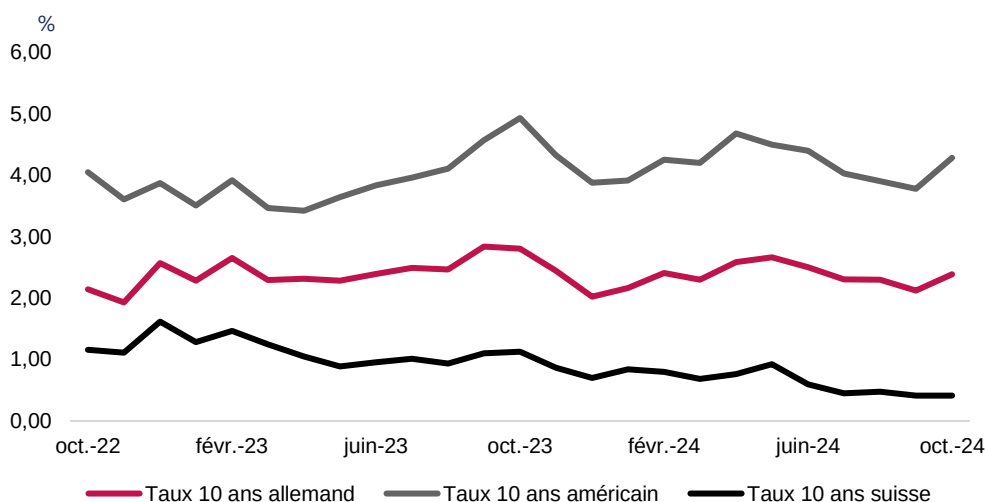
La stabilisation des spreads américains en fin de mois contraste avec leur resserrement récent : au cours des quatre semaines précédentes, les taux HY avaient à peine bougé, tandis que le rendement à 10 ans augmentait fortement. Ainsi, les spreads s'étaient considérablement resserrés depuis la mi-septembre. À 330 points de base sur le HY américain le 30 octobre, le spread OAS était proche de son plus bas niveau en 15 ans, reflétant la solidité de l'économie américaine. Sur le segment IG, le spread avait également diminué, mais à 124 points de base, il n'était pas aussi proche des précédents plus bas.

La situation en Europe est légèrement différente. Bien que les spreads soient structurellement plus faibles qu'aux États-Unis, leur niveau actuel est bien plus éloigné des plus bas historiques, en raison d'une dynamique de croissance moins positive.



LA HAUSSE DES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT AMÉRICAINES A ÉTÉ IMPRESSIONNANTE

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

L'USD a bondi (DXY : +3,17%), stimulé par des indicateurs de croissance solides, ainsi que par la bonne santé du marché du travail américain. Il semble désormais que la campagne d'assouplissement monétaire de la Fed sera l'une des plus lentes parmi les pays développés, ce qui a inversé les différentiels de taux en faveur du dollar. En outre, le retour du « Trump trade » a été un facteur de soutien supplémentaire pour le billet vert.

L'EURUSD a reculé (-2,25 %). Des chiffres d'inflation et de croissance assez en berne ont clairement montré que la BCE devra rapidement assouplir sa politique monétaire. À 1,08 USD, l'euro se situe au milieu de la fourchette 1,05-1,11 où il évolue depuis début 2023.

Les attentes de baisse de taux de la BoE novembre et les incertitudes entourant le budget annoncé par les travaillistes **ont pesé sur la livre sterling (GBPUSD : -3,56 %).** Toutefois, les taux d'intérêt élevés maintiennent la livre à 1,29 USD, un niveau relativement élevé par rapport aux deux dernières années.

La faible inflation en Suisse alimente les espoirs d'une baisse des taux de la BNS en décembre. **Le CHF a logiquement reculé en octobre (CHFUSD : -2,14%).** À 1,15 USD, la devise suisse reste proche du haut de la fourchette 1,08-1,18 dans laquelle elle est logée depuis 18 mois.

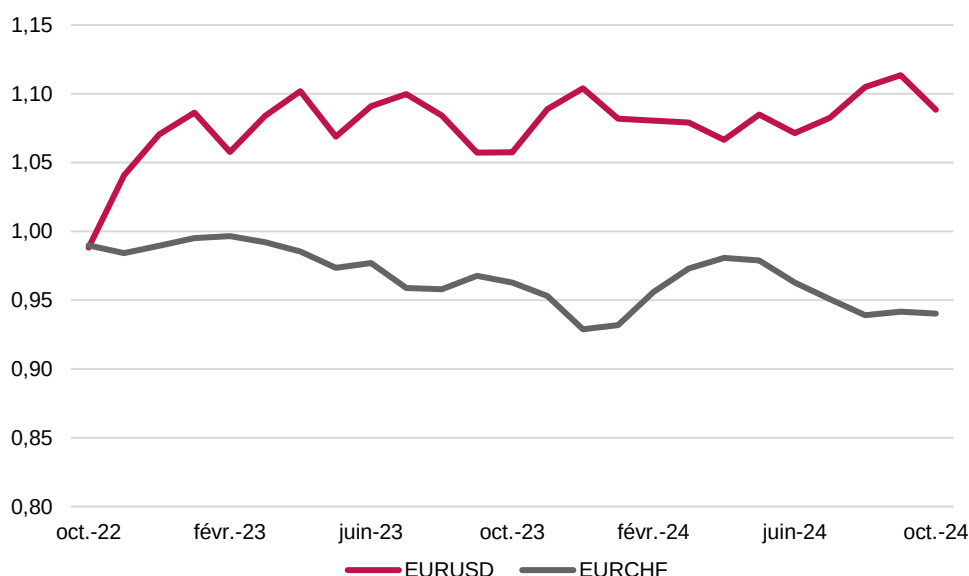
Parmi les principales devises, c'est le yen qui a perdu le plus de terrain face au dollar le mois dernier. La paire USDJPY a progressé de 5,85 %, franchissant le seuil symbolique des 150. Elle a atteint 153 à la suite de l'échec du LDP à former une coalition. Mais le dernier jour du mois, la BoJ a suggéré que la faiblesse du yen pourrait être une raison d'accélérer sa campagne de hausse, limitant ainsi le déclin de la devise nippone.



LES DIFFÉRENTIELS DE CROISSANCE ET DE TAUX D'INTÉRÊT JOUENT EN FAVEUR DU DOLLAR

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 31/10/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Après avoir plongé au cours des trois mois précédant octobre jusqu'à casser les 70 dollars, le **Brent a fortement rebondi au cours des premiers jours du mois dernier et a atteint 80 dollars** alors que les investisseurs se préparaient à une nouvelle escalade du conflit entre l'Iran et Israël. **Pendant la majeure partie du mois d'octobre, le cours du pétrole a fluctué au gré des nouvelles** en provenance du Moyen-Orient. Pour le troisième mois consécutif, la volatilité du pétrole a eu tendance à augmenter. A l'heure où nous écrivons ces lignes, le conflit n'a pas touché les installations pétrolières iraniennes, ce qui a permis d'effacer une partie de la prime géopolitique du baril. **Dans l'ensemble, le cours du brut a progressé (Brent : +1,94 %, WTI : +1,6 %).**

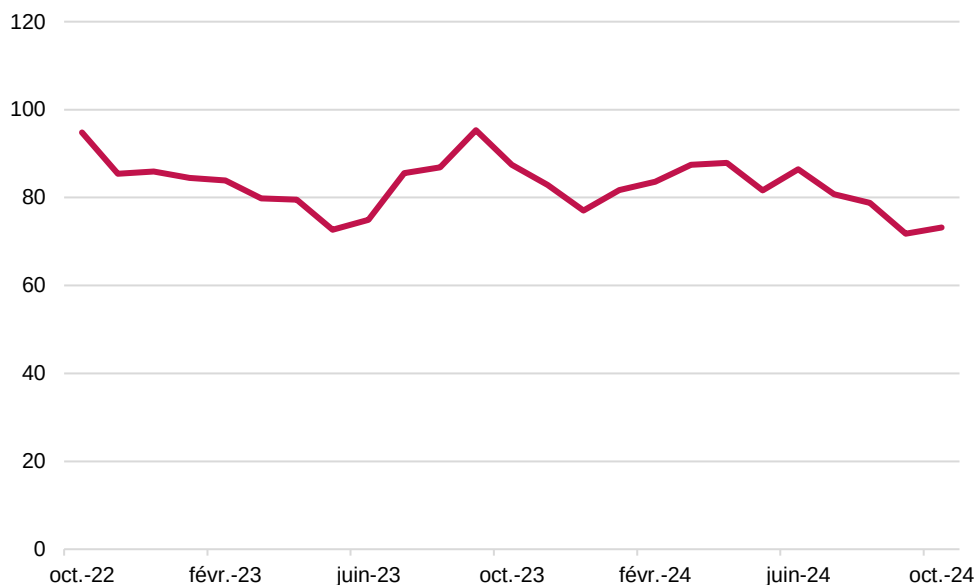
Plus fondamentalement, le World Energy Outlook de l'AIE a souligné que **l'offre sur le marché du pétrole est excédentaire**, l'Amérique (États-Unis, Brésil, Canada, Guyane) jouant le rôle de producteurs marginaux. L'excédent de capacités est estimé à 6 millions de barils par jour et constitue une menace pour la politique de pilotage des prix de l'OPEP.



Pendant la majeure partie du mois, le pétrole a fluctué au gré des nouvelles en provenance du Moyen-Orient

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)

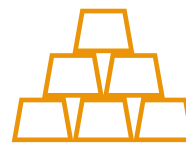


Source : Bloomberg, 31/10/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

L'or n'a pas cessé de progresser (+4,15 %), malgré des conditions légèrement moins favorables qu'en septembre, les taux réels ayant légèrement augmenté. Il semble que les **achats massifs des banques centrales et un environnement géopolitique tendu** aient été plus que suffisants pour propulser le métal jaune vers un nouveau sommet historique. La croissance mondiale s'étant maintenue, **l'argent a également atteint son plus haut niveau depuis 10 ans (+4,82 %)**, bénéficiant à la fois de son caractère procyclique et de son statut de valeur refuge. Il semble également que la banque centrale russe commence à en accumuler dans ses réserves. Toutefois, nous préférons l'or, car il bénéficie de l'intérêt de la plupart des banques centrales à long terme.



L'or défie la hausse des taux et atteint un nouveau record historique

OR

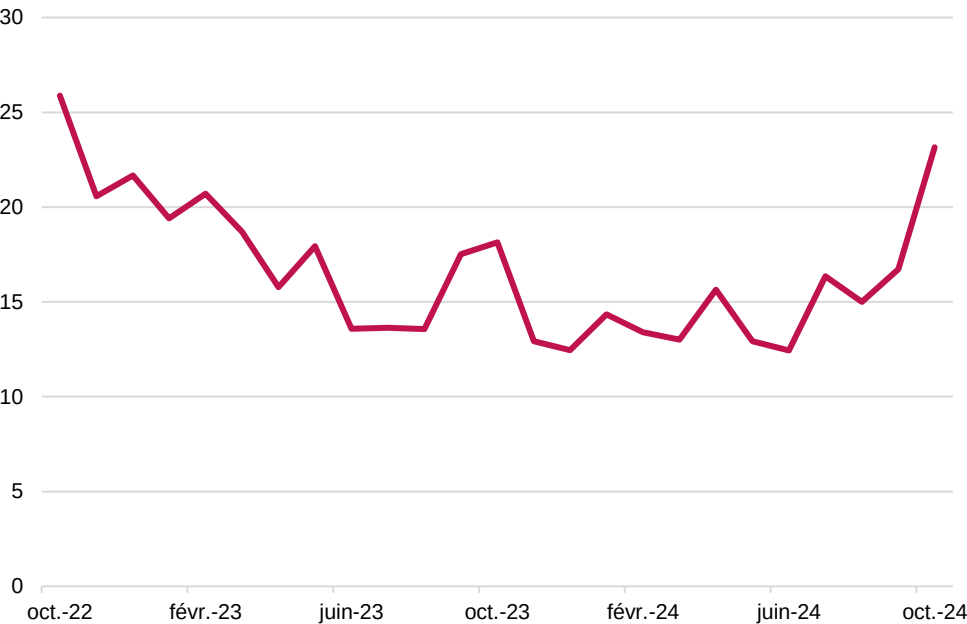
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX
ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/10/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
4-nov.	Zone euro	PMI manufacturier Markit	nov.-24	45,9
5-nov.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	oct.-24	54,9
	Royaume Uni	PMI services Markit	nov.-24	51,8
	Suisse	Taux de chômage	oct.-24	2,6
6-nov.	Zone euro	PMI services Markit	nov.-24	51,2
7-nov.	Etats-Unis	Réunion de la Fed	oct.-24	5,0
	Chine	Exportations	oct.-24	2,4
	Royaume Uni	Réunion de la Banque d'Angleterre	déc.-24	5,0
	Allemagne	Production industrielle	sept.-24	2,9
8-nov.	Etats-Unis	Confiance des ménages	nov.-24	70,5
9-nov.	Chine	Inflation	oct.-24	0,4
12-nov.	Royaume Uni	Taux de chômage	sept.-24	4,0
13-nov.	Etats-Unis	Inflation	oct.-24	2,4
	Zone euro	Production industrielle	sept.-24	1,8
	France	Taux de chômage	sept.-24	7,3
14-nov.	Zone euro	Emploi	sept.-24	0,1
	Zone euro	Croissance du PIB	déc.-24	0,4
	Royaume Uni	Croissance du PIB	sept.-24	0,5
15-nov.	Etats-Unis	Production industrielle	oct.-24	-0,3
	Chine	Ventes au détail	oct.-24	3,2
	Chine	Production industrielle	oct.-24	5,8
	Japon	Production industrielle	oct.-24	1,4
	Japon	Croissance du PIB	sept.-24	2,9
20-nov.	Royaume Uni	Inflation	oct.-24	1,7
21-nov.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	nov.-24	10,3
22-nov.	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	nov.-24	49,9
	Allemagne	Croissance du PIB	déc.-24	0,2
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	nov.-24	49,2
25-nov.	Allemagne	Climat des affaires ifo	nov.-24	86,5
26-nov.	Etats-Unis	Minutes de la Fed	mars-25	
27-nov.	Etats-Unis	Croissance du PIB	déc.-24	2,8
29-nov.	Zone euro	Inflation	nov.-24	2,0
	France	Croissance du PIB	déc.-24	0,4
	Suisse	Croissance du PIB	sept.-24	0,7
	Suisse	Indicateur avancé Kof	nov.-24	99,5



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 octobre 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 Millenium Patrimoine.