

BRUELLAN PANORAMA

Q3/2024



PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES / JUILLET / AOUT / SEPTEMBRE 2024

UN CHEMIN ENTRE LES TÉNÈBRES DE LA RÉCESSION ET
LES FLAMMES DE L'INFLATION

SUISSE

HÂTE-TOI LENTEMENT

EUROPE

LA SITUATION POLITIQUE
VA-T-ELLE TROUBLER LE
CONTE DE FÉES?

ETATS-UNIS

LA FED ET LES DANGERS
DE LA POLITIQUE DU
RÉTROVISEUR

ASIE

FAIRE D'UNE CRISE
UNE OPPORTUNITÉ?

TABLE DES MATIÈRES

- 04 Editorial**
Un chemin entre les ténèbres de la récession et les flammes de l'inflation
- 06 Performances des marchés & grilles d'allocation**
- 10 Suisse**
Hâte-toi lentement
- 12 Europe**
La situation politique va-t-elle troubler le conte de fées?
- 14 Etats-Unis**
La Fed et les dangers de la politique du rétroviseur
- 16 Asie**
Faire d'une crise une opportunité?
- 18 Obligations**
- 22 Disclaimer**
- 23 Où nous trouver**

ÉDITORIAL

UN CHEMIN ENTRE LES TÉNÉBRES DE LA RÉCESSION ET LES FLAMMES DE L'INFLATION

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICE

Depuis plusieurs trimestres déjà, nous tablons sur une reprise économique. Même si cette reprise n'est pas particulièrement forte, elle se caractérise par des pressions inflationnistes nettement moindres, ouvrant la voie à des politiques monétaires plus accommodantes – un facteur de soutien pour les marchés boursiers. En cette mi-année 2024, nous nous en tenons à ce scénario. Cela étant, à horizon 2025, deux scénarios alternatifs méritent également considération, chacun avec des conséquences négatives potentiellement importantes s'ils devaient se concrétiser.

Notre premier scénario alternatif est celui d'une récession, déclenchée par des effets de resserrement monétaire mésestimés. Il est en effet possible que les banques centrales aient sous-évalué les impacts de leurs décisions passées, qui ont fait remonter les taux de 0 à 5,5% et retiré plus de USD 900 mia de liquidités du système. Ce scénario est exacerbé par l'affirmation selon laquelle la politique monétaire est «dépendante des données». De notre point de vue, adopter une posture «dépendante des données» équivaut à conduire en regardant dans le rétroviseur: cela augmente le risque de commettre des erreurs. De telles erreurs de calcul de la part des banques centrales pourraient provoquer une grave récession économique, avec un recul des dépenses de consommation et un cycle baissier sur les marchés actions.

Notre second scénario alternatif, bien que moins probable que le premier, verrait une croissance économique plus forte que prévu, alimentant une seconde vague d'inflation. Dans ce scénario, les banques centrales seraient contraintes de relever sensiblement les taux, ce qui entraînerait un cycle baissier sur les marchés obligataires.

Pour compliquer les choses, chacun de ces scénarios se déroulerait sur fond de tensions géopolitiques, d'une probable élection de Donald Trump et de dettes/déficits publics insoutenables.

Pour l'heure, cependant, l'économie mondiale continue de montrer des signes d'une reprise qui s'élargit. Les prévisions de croissance du PIB pour 2024 ont été revues à la hausse durant les derniers trimestres, les projections s'établissant désormais à 2,4% pour les États-Unis, à 0,7% pour la zone euro et à 5% pour l'Asie hors Japon. Les indicateurs avancés tels que l'indice PMI manufacturier mondial, qui a passé près de 18 mois en territoire de contraction, sont revenus au-dessus du seuil expansionniste. Quant au secteur des services, qui était déjà robuste, il continue de se renforcer.

Parmi les 30 plus grandes économies, la proportion de celles affichant une expansion manufacturière est ainsi passée de 38% en début d'année à 63%, le même ratio pour le secteur des services ayant progressé de 71% à 82%.

L'analyse des huit cycles manufacturiers à s'être produits depuis les années 1990 situe la durée moyenne d'un tel cycle à environ 36 mois (du point bas au point bas), le pic étant atteint environ 18 mois après le début d'un nouveau cycle. En supposant que le cycle actuel, qui a débuté au dernier trimestre de 2023, soit fidèle à cet historique, nous ne devrions pas observer de décélération avant juin 2025.

L'inflation des prix à la consommation continue de se résorber, malgré des pressions plus persistantes dans la composante des services. Comme indiqué dans la dernière édition de ce Panorama, nos indicateurs suggèrent que la croissance salariale et l'inflation sur le front du logement, qui constituent la majeure partie de l'inflation des services, devraient s'atténuer au cours des prochains mois. Dans l'ensemble, des progrès significatifs ont été réalisés sur le front de l'inflation.

Aux États-Unis, l'inflation des prix à la consommation est retombée d'un pic de 9,1% à 3,3% aujourd'hui. L'amélioration est encore plus frappante en Europe, où de nombreux pays avaient connu des taux d'inflation à deux chiffres. L'IPC a baissé à 3,6% en Espagne, à 2,4% en Allemagne, à 2,3% au Royaume-Uni, à 2,2% en France, à 1,4% en Suisse et à 0,8% en Italie. Quant à l'Asie, l'inflation n'y a jamais été un problème important et la Chine exporte de la désinflation depuis un an.

S'agissant des prix à la production, la plupart des pays se trouvent désormais en territoire déflationniste, à l'exception des États-Unis, où l'IPP s'inscrit en hausse de 2,1%.

Vu ce repli de l'inflation, les banques centrales devraient continuer à adopter des politiques monétaires plus accommodantes. De fait, nombre d'entre elle, notamment en Suisse, dans la zone euro, au Danemark, en Suède, au Mexique, au Brésil, au Pérou et au Chili, ont déjà commencé à abaisser leurs taux en 2024. La Banque du Japon fait figure d'exception, n'ayant pas encore remporté sa bataille contre l'inflation.

La dynamique des BPA à 12 mois s'améliore dans toutes les régions



Les valorisations boursières ne sont pas très attrayantes, en particulier aux États-Unis et au Japon, les indices S&P 500 et Nikkei se négociant tous deux à un ratio cours/bénéfice (P/E) de 21x. En revanche, les multiples sont nettement inférieurs en Europe et en Asie hors Japon, le Stoxx 600 se négociant à 14x et le MSCI Asia ex-Japan à 13x. L'essentiel de la surévaluation du marché américain est imputable à quelques valeurs de très grande capitalisation, surnommées les « Magnificent Seven ». Une analyse équilibrée du S&P 500 montre un P/E plus raisonnable de 16x. Cela dit, l'anticipation d'une croissance économique plus marquée devrait continuer à soutenir les bénéfices et, partant, les marchés boursiers. Les prévisions de BPA à 12 mois reflètent une accélération de la dynamique dans toutes les régions.

En conclusion, nous sommes attentifs à tout signe avant-coureur de nos scénarios alternatifs, récession ou seconde vague d'inflation, bien que leurs probabilités soient actuellement faibles. Et nous restons à ce stade optimistes quant à la reprise économique en cours. Conjugée à des pressions inflationnistes moindres et à l'appui des banques centrales, elle devrait soutenir la croissance des bénéfices et les marchés actions, comme le montre l'accélération de la dynamique de BPA à 12 mois partout dans le monde. Toute correction boursière serait donc à considérer comme un phénomène normal dans un marché haussier sain, et non les prémices d'un marché baissier, ouvrant ainsi des opportunités d'investissements stratégiques.

6 PERFORMANCE DES MARCHÉS

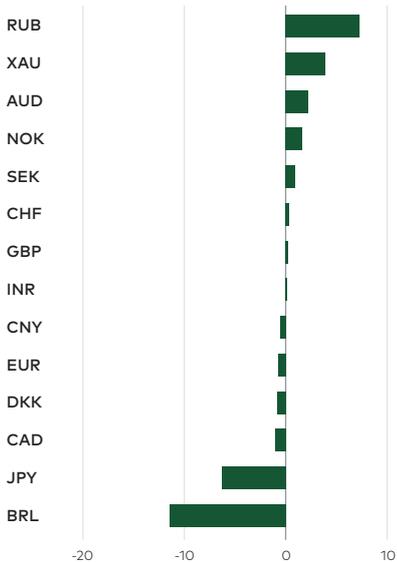
Indicateurs économiques (du 31.03.2024 au 30.06.2024)

	PIB réel %		Inflation %		PMI	Dette % PIB	Compte courant % PIB	Budget % PIB	Chômage %	Taux d'intérêt	
	2023	2024	2023	2024	Dernier					Dernier	Dernier
USA	2.5	2.3	4.1	3.1	51.3	97.3	-3.2	-5.9	3.8	5.4%	4.4%
Zone Euro	0.5	0.7	5.4	2.4	47.3	88.6	2.2	-3.6	6.5	3.3%	2.6%
Suisse	0.8	1.3	2.1	1.4	46.4	20.9	7.6	0.5	2.2	1.2%	0.7%
UK	0.1	0.7	7.3	2.6	51.2	101.0	-3.3	-4.5	4.2	5.2%	4.3%
Asie ex Japon	4.9	5.1	1.8	2.1	-	4.1	1.1	-5.8	3.7	4.5%	3.5%
Japon	1.8	0.3	3.3	2.4	50.4	216.3	4.2	-5.3	2.5	-	1.1%
Brésil	2.9	2.1	4.6	4.0	52.1	62.2	-1.5	-9.6	7.3	-	12.3%
Russie	3.6	3.0	6.0	7.0	54.4	23.1	2.7	-3.1	2.8	15.6%	14.4%
Inde	7.0	7.8	6.6	4.8	57.5	46.5	-0.7	-5.6	8.5	7.3%	7.0%
Chine	5.2	4.9	0.2	0.6	51.7	354.6	1.2	-4.6	4.0	2.6%	2.3%
Monde	3.1	3.0	6.0	4.6	-	-	0.6	-	7.1	-	-

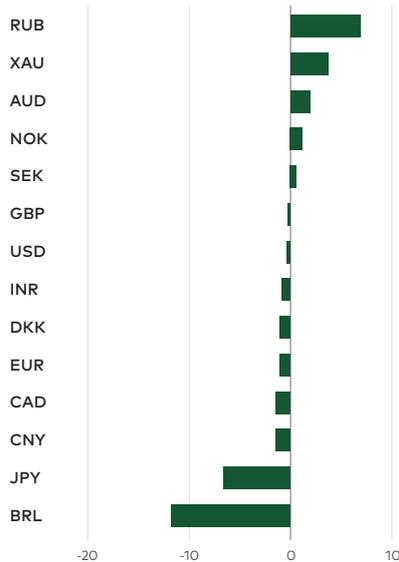
Performance des marchés (du 31.03.2024 au 30.06.2024)

Taux de change

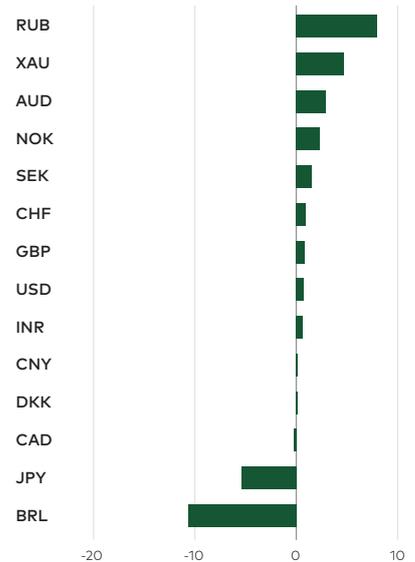
CONTRE USD (%)



CONTRE CHF (%)



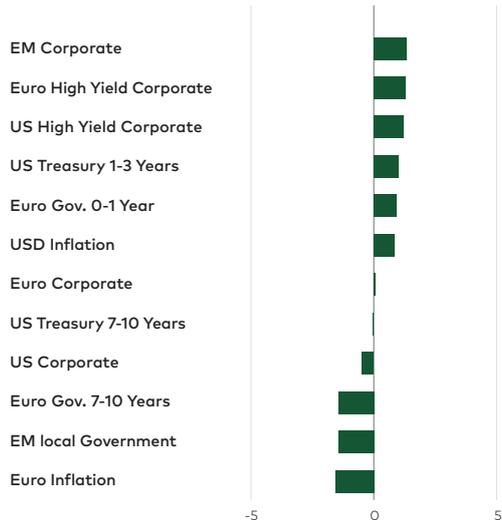
CONTRE EUR (%)



Marché actions / Rendement Total & Valorisation

	USD	EUR	CHF	GPB	Leading PE	
					Médiane LT	Dernier
					S&P 500	4.3%
Eurostoxx	-2.8%	-2.1%	-3.1%	-3.0%	14.2	13.8
Swiss Perf. Index	3.4%	4.2%	3.1%	3.3%	19.1	19.1
FTSE 100	3.9%	4.7%	3.6%	3.7%	14.1	11.8
MSCI Asia Ex-Jpn	6.5%	7.3%	6.2%	6.4%	14.7	14.1
Nikkei 225	-7.1%	-6.4%	-7.4%	-7.2%	20.4	22.0
Brazil Bovespa	-13.0%	-12.4%	-13.3%	-13.1%	14.1	7.7
MSCI Russia	-	-	-	-	6.2	-
India SENSEX	10.2%	11.0%	9.9%	10.1%	20.3	22.6
China CSI 300	-1.2%	-0.5%	-1.5%	-1.3%	15.6	12.0
MSCI World	2.7%	3.4%	2.3%	2.5%	17.3	19.8

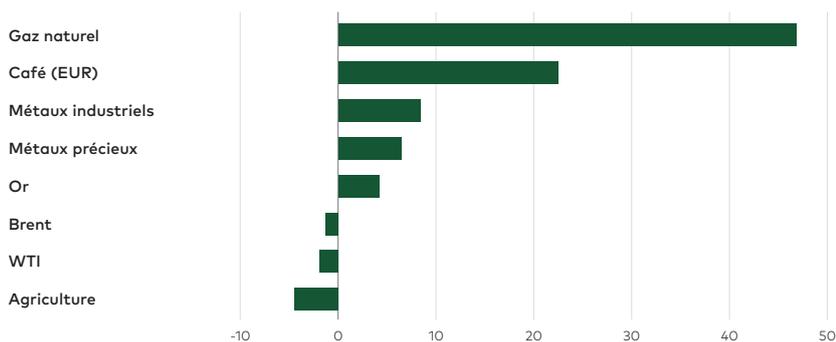
Marché obligataire



Secteurs / Performance & Valorisation (Leading PE)

	Performance			USA		Europe		Monde	
	USA	Europe	Monde	Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier
	Cons. Discr.	0.5%	-8.4%	-2.7%	21.6	26.1	14.8	13.2	18.8
Cons. Non Cycl.	0.5%	-2.0%	-0.6%	19.4	20.3	18.8	16.0	19.3	18.9
Finance	-2.4%	-0.7%	-1.3%	14.3	15.5	11.9	9.4	13.6	13.0
Energie	-3.0%	1.6%	-2.0%	14.5	12.7	10.9	9.0	13.5	11.2
Industrie	-3.2%	-1.1%	-2.6%	18.4	22.6	18.9	20.1	18.3	20.8
Technologie	12.8%	5.2%	11.3%	22.5	34.2	25.8	34.9	23.2	34.0
Matériaux	-5.7%	-1.5%	-4.0%	17.6	20.4	14.7	16.2	16.1	17.3
Services publics	4.1%	-0.8%	2.2%	16.7	16.9	13.8	11.9	16.4	14.5
Santé	-1.4%	6.5%	0.2%	19.4	20.9	20.4	19.6	20.3	20.6
Télécom.	9.2%	0.7%	7.7%	17.7	20.5	16.2	13.8	18.2	19.9
Immobilier	-2.8%	-4.0%	-2.8%	43.9	35.3	23.9	14.3	28.3	26.1

Matières premières



8 GRILLES D'ALLOCATION

Classes d'actifs

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Actions	●			Même si cette reprise n'est pas particulièrement forte, elle se caractérise par des pressions inflationnistes moindres, ouvrant la voie à des politiques monétaires plus accommodantes – un facteur de soutien pour les marchés boursiers.	Un resserrement monétaire mal calculé, qui pourrait entraîner une récession économique sévère.
Obligations	●			Les obligations mondiales présentent des rendements intéressants, sur fond de repli graduel de l'inflation. Les obligations devraient retrouver leurs vertus de diversification si la croissance économique chute de manière plus marquée que prévu.	Une inflation plus persistante que la normale et des politiques budgétaires très expansives.
Or		●		La baisse des taux réels soutient le prix de l'or.	Une remontée des taux d'intérêt réels.
Cash			●		

Actions

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats-Unis		●		La consommation continue de bien résister. Le marché de l'emploi est tendu, les dépenses des consommateurs sont relativement fortes et les ménages sont toujours dans une situation fondamentalement solide.	La santé des consommateurs dépendra largement de l'évolution de l'inflation et des taux d'intérêt, qui pèsent sur l'épargne et le pouvoir d'achat.
Europe		●		Le rebond de l'économie mondiale, conjugué à la baisse des taux décidée par la BCE, soutient la dynamique de croissance bénéficiaire des entreprises européennes. Dans le cadre d'un scénario «Boucles d'or» prolongé, les valorisations des actions ont une marge de progression.	Comme mentionné au trimestre dernier, mais avec une probabilité plus élevée, les risques politiques, en particulier en France, pourraient induire une plus grande volatilité.
Suisse		●		Le niveau des inventaires semble non seulement s'être normalisé, mais il est même bien en-dessous de la moyenne, ce qui pourrait donner lieu à une reprise de l'activité manufacturière.	Si les remous politiques en Europe, et plus particulièrement en France, devaient s'intensifier, cela pourrait non seulement peser sur la demande mais également exercer de nouvelles pressions sur le franc suisse et pénaliser les exportateurs.
Asie Pacifique ex-Japon		●		L'économie chinoise est confrontée à des défis considérables, notamment un secteur immobilier atone, des tensions géopolitiques, une demande intérieure qui faiblit et le chômage des jeunes.	Problèmes liés à l'endettement et à l'immobilier, ainsi qu'un affaiblissement de la demande extérieure.
Japon		●		La récession a été évitée et une modeste reprise se poursuit, dans un contexte de normalisation de la politique monétaire.	Une inflation qui continue à dépasser les gains salariaux, entravant le pouvoir d'achat.

Obligations

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats développés	●			Les obligations souveraines deviennent intéressantes en cette période de début d'assouplissement des politiques monétaires par les banques centrales. Avec le repli de l'inflation, elles retrouvent leur rôle d'actif refuge offrant des rendements nets d'inflation positifs. Les obligations indexées sur l'inflation peuvent amener une diversification intéressante.	Une inflation persistante pourrait freiner davantage l'assouplissement monétaire des banques centrales, et des déficits budgétaires croissants pourraient aggraver les niveaux d'endettement déjà élevés.
Entreprises (IG)	●			Le crédit de haute qualité conjugue bien rendements et spreads, avec un très faible risque de défaillances; privilégier les maturités intermédiaires.	Une récession, provoquant une pression sur les fondamentaux du crédit et du stress financier, entraînerait un élargissement des spreads de crédit.
Haut rendement			●	La prudence est de mise, compte tenu de l'augmentation probable des défauts de paiement et des niveaux de spreads peu attrayants. Privilégier les obligations à haut rendement d'échéance courte.	Les obligations à haut rendement pourraient souffrir davantage durant des périodes de turbulences financières.
Emergents		●		Les valorisations relatives sont intéressantes, et les fondamentaux économiques et du crédit résilients, sur fond de rendements moindres dans les marchés développés.	Les pays émergents pourraient souffrir en cas de récession mondiale, d'appréciation de l'USD ou de recul important des prix des matières premières.

Taux de change

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	
EUR vs USD	●			La BCE adoptant une politique monétaire plus accommodante que celle de la Fed, une appréciation de l'USD contre EUR est attendue.
EUR vs CHF			●	Compte tenu de la solidité des fondamentaux économiques de la Suisse et de son attrait en tant que valeur refuge, le CHF devrait s'apprécier contre EUR.
USD vs CHF			●	La baisse des taux décidée par la BNS diminue l'attractivité du CHF contre USD mais il est peut-être trop tôt pour anticiper un changement de tendance, d'autant que la Fed semble prête à adopter une approche similaire.
EUR vs GBP	●			La Fed a maintenu une politique monétaire plus ferme que celle de la Banque d'Angleterre, ce qui a contribué à renforcer l'USD contre GBP. Cela étant, cette évolution semble désormais totalement intégrée dans les cours.
EUR vs JPY		●		Le différentiel d'intérêt marqué entre les deux pays continue de suggérer une dépréciation du JPY.
USD vs GBP	●			Le déficit de la balance courante et une banque centrale qui accuse du retard plaident en faveur d'une poursuite de la baisse de la GBP.

SUISSE HÂTE-TOI LENTEMENT

ANICK BAUD / SENIOR FUND MANAGER

Le contexte s'améliore doucement pour l'économie suisse, même si cette année devrait voir la croissance s'inscrire en-deçà du potentiel de long terme. Ce qui nous semble particulièrement positif, c'est la normalisation du niveau des stocks, voire, dans certains cas, leur niveau anormalement bas, propice à une reprise des entreprises plus cycliques en seconde partie d'année. Ce qui est surprenant en revanche, c'est que malgré un certain nombre de signaux encourageants et porteurs, les petites et moyennes capitalisations continuent d'être largement à la traîne.

Une croissance inférieure au potentiel:

2024 ressemble en tout point à une année de transition. Si l'économie helvétique a tenu jusqu'ici, malgré une conjoncture morose pour la plupart de ses partenaires européens, c'est grâce notamment à la résilience de la consommation privée, ainsi qu'à un secteur des services toujours robuste. Le second semestre pourrait cependant marquer le retour d'une dynamique positive pour les exportations et le secteur manufacturier, après de long mois d'errance. La raison de cette reprise graduelle est une évolution un peu plus favorable de la conjoncture européenne, qui semble avoir passé le creux de la vague après deux ans de faiblesse. Ne nous réjouissons pas trop vite néanmoins, car si les prémices d'une reprise se dessinent bel et bien, les capacités de production devraient rester malgré tout en-dessous de leur potentiel de long terme dans un environnement toujours marqué par un certain nombre de risques et de défis et par un coût du crédit élevé, hors de Suisse tout du moins. De fait, probablement soutenu par la récente baisse des taux, et pour la première fois depuis presque un an, le PIB helvétique a pu compter au 1er trimestre sur une impulsion positive des investissements en biens d'équipements (+0,8%), preuve que les entreprises sont désormais un peu plus optimistes quant à la situation conjoncturelle pour les prochains mois. Il n'en demeure pas moins que la croissance pour l'année en cours devrait être inférieure à la moyenne historique, espérée autour de +1,2%, hors effets positifs liés aux JO et à l'Euro de foot, et qu'il faudra attendre 2025 pour renouer avec un rythme plus soutenu et plus conforme au potentiel (au-dessus de 1,5%).

Une normalisation des stocks :

L'indice des directeurs d'achat (PMI) qui mesure l'activité manufacturière du pays a pointé en mai pour le 17ème mois consécutif en-dessous du seuil de croissance. Jamais dans l'histoire récente une récession manufacturière n'a été si longue. Si on additionne les écarts cumulés en-dessous de ce seuil fatidique de 50, alors seule la période de la grande crise financière de 2008 a dépassé la période actuelle en intensité (120 écarts cumulés contre 102 actuellement). Et pourtant, à y regarder de plus près, il y a malgré tout quelques motifs de réjouissance dans ces chiffres peu

Les carnets de commandes sont en hausse alors que le niveau des stocks semble particulièrement bas



reluisants. Tout d'abord, depuis le point bas de juillet 2023, les données mensuelles se sont graduellement améliorées. Ensuite, si on analyse les sous-composants, on constate que non seulement les carnets de commandes sont en hausse mais le niveau des stocks semble aussi particulièrement bas (graphique 1). Selon la Banque nationale suisse (BNS), qui effectue chaque trimestre une enquête auprès des entreprises à travers tout le pays, un grand nombre d'entreprises industrielles semblent indiquer que le phénomène de déstockage a pris fin chez leurs clients, ce qui serait bien entendu de très bon augure pour l'évolution de la demande. Même constat du côté des entreprises que nous suivons, pour qui non seulement le niveau des inventaires s'est normalisé, mais est parfois même bien en-dessous de la moyenne, donnant lieu à un sursaut d'activité. Chez le spécialiste des techniques sanitaires Geberit par exemple, après des mois de déstockage, le 1er trimestre a vu les grossistes inverser la tendance et recommencer à constituer des stocks face à un niveau considéré comme anormalement bas. Pour pouvoir confirmer cette évolution positive, il faudra en revanche que cette reconstitution soit suivie d'une reprise ferme de la demande, sans quoi le cercle vicieux se remettra en marche.

Les petites et moyennes valeurs suisses réagissent plus fortement à l'évolution des taux outre-Atlantique



La BNS en remet une couche:

Alors qu'une majorité d'économistes pensait qu'elle ne bougerait pas avant septembre, la BNS a de nouveau pris le marché de court en abaissant ses taux de 0,25% lors de sa réunion du mois de juin. Le fait qu'il n'y ait quasiment pas d'effets de second tour visibles sur le renchérissement, à l'exception d'une hausse des loyers (+1% en trois mois et +3,4% sur un an) mais qui reste maîtrisable, a grandement aidé la BNS à prendre cette décision. Une croissance en-deçà du potentiel de long terme, aussi bien en Suisse qu'à l'étranger, a été un argument supplémentaire pour ne pas laisser des taux sur un niveau considéré comme restrictif. Mais ce qui a probablement fait pencher la balance pour une intervention avant l'été et emporté la décision, c'est la soudaine et forte appréciation du franc suisse depuis quatre semaines. Dans un contexte de fortes incertitudes politiques en Europe, le niveau de la monnaie en termes réels est à nouveau en territoire pénalisant pour les entreprises exportatrices, et plus particulièrement pour le secteur industriel déjà bien affaibli par la récession manufacturière qui sévit depuis plusieurs trimestres. Vu l'incertitude toujours très marquée quant à l'évolution de l'inflation à travers le monde, le travail d'équilibriste de l'institution monétaire helvétique n'est de loin pas terminé.

Les voyants sont au vert pour les petites et moyennes capitalisations et pourtant...:

Cela fait déjà quelques mois qu'un certain nombre de paramètres essentiels au redémarrage des petites et moyennes capitalisations sont en place, mais cette classe d'actifs, aussi bien en Suisse qu'à l'étranger, continue de sous-performer le marché dans son ensemble. La corrélation entre les plus petites valeurs de la cote et les indices PMI est par exemple importante. Et quand bien même le niveau actuel de ces derniers indique toujours une contraction, on assiste depuis une année à une amélioration sensible de la situation manufacturière, ce qui devrait en théorie être favorable aux petites et moyennes capitalisations. Leur prime de valorisation est également bien en-dessous de la moyenne historique, ce qui constitue un autre facteur

important pour une future surperformance. De plus, depuis les points bas d'octobre dernier, elles n'ont même pas rebondi plus fortement alors que, si l'on compare la performance de l'indice des petites et moyennes capitalisations (SPI Extra) à celui des grandes capitalisations (SMI ajusté des dividendes) depuis 6 ans, le delta est de plus de 50% en faveur du SMI. Jamais dans l'histoire de la bourse suisse une telle différence de performance en défaveur des valeurs secondaires n'a existé. Même la dépréciation de la monnaie helvétique en début d'année ne leur a pas profité, bien que leurs bénéfices soient généralement plus sensibles aux soubresauts du franc. Que manque-t-il à leur réveil, si même deux baisses de taux par la BNS n'ont pas eu d'effet ? Il semblerait qu'il faille plutôt chercher du côté des taux américains, puisque les petites et moyennes capitalisations suisses réagissent plus fortement à l'évolution des taux outre-Atlantique (graphique 2). Tant qu'il n'y aura pas davantage de visibilité quant à une future baisse des taux de la part de la Réserve Fédérale (Fed), il est fort à parier que cette classe d'actifs n'aura pas la faveur des investisseurs. Mais attention au retour de manivelle, car la croissance des bénéfices attendue pour cette année (de même que pour 2025 et 2026) est nettement plus importante du côté du SPI Extra que du SMI. Ainsi, en se basant sur les bénéfices de 2026, la valorisation des deux indices est identique (P/E de 15x) alors que les petites et moyennes capitalisations affichent typiquement une prime!

EUROPE

LA SITUATION POLITIQUE VA-T-ELLE TROUBLER LE CONTE DE FÉES ?

MALEK DAHMANI / FUND MANAGER

Au cours du deuxième trimestre, un scénario économique parfait a commencé à se mettre en place pour les bourses européennes, les surprises économiques positives alimentant une solide performance. Jusqu'à ce que des événements politiques viennent bouleverser la donne. De quoi faire dérailler le conte de fées et empêcher une fin heureuse ?

Il était une fois trois ours et une petite fille appelée Boucles d'or. Un jour, la petite fille vit une maison et y entra. Sur la table se trouvaient des bols de gruau. Elle goûta le grand bol et dit: « Cette bouillie est trop salée! » Elle goûta le bol moyen et dit: « Cette bouillie est trop sucrée! » Elle goûta le petit bol et a dit: « Ce gruau est parfait. » Et... le marché est monté!

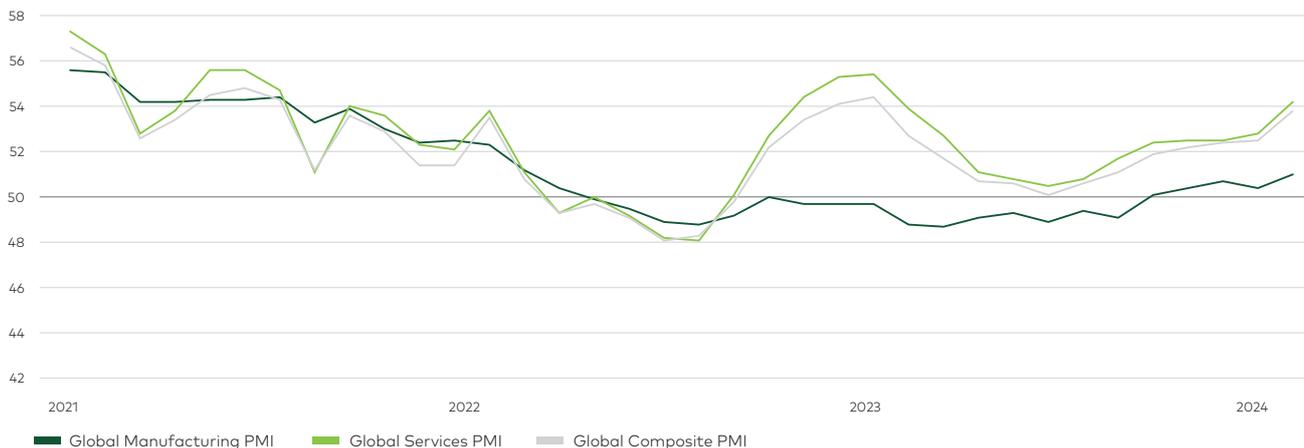
N'est-il pas ironique que le scénario économique préféré des investisseurs et des marchés financiers ne soit rien de plus qu'un conte de fées? Au cours du dernier trimestre, un mélange de croissance, d'inflation qui décélère et de baisse des taux d'intérêt a permis au conte de fées de se poursuivre. Les actions européennes ont progressé de près de 4%, portant la performance du marché depuis le début de l'année à plus de 10% et le gain par rapport aux points bas de septembre 2022 à 35%.

Cette performance peut être raisonnablement justifiée. Tout d'abord, les indicateurs macroéconomiques européens ont surpassé les attentes, comme le souligne l'indice de surprises économiques. En outre, les PMI mondiaux sont à nouveau en territoire expansionniste, ce qui profite aux entreprises européennes exposées au commerce mondial. Partant, les prévisions de croissance des bénéfices des

actions européennes ont été relevées de 3% pour cette année et la prochaine, ce qui suggère que la récente performance n'est pas uniquement le fait d'une expansion des multiples – et que la situation reste donc saine.

Pour ce qui est de l'avenir, approchons-nous désormais de la fin du cycle, avec une potentielle récession prochaine, ou sommes-nous au milieu de la phase d'expansion conjoncturelle, avec encore de la croissance bénéficiaire et une revalorisation des multiples des actions européennes? Le marché penche clairement en faveur de ce dernier scénario, les probabilités de récession étant tombées en deçà de 30%. La confiance des entreprises reste bonne, comme en témoigne le net rebond du volume des fusions & acquisitions cette année. Une telle activité de fusions & acquisitions se produit généralement en milieu de cycle. Les valorisations ne sont pas exagérées et l'impact de l'IA n'est pas entièrement intégré dans les cours, sachant que son impact direct sur les entreprises européennes sera probablement moindre que pour leurs homologues américaines. Avec de possibles distributions de liquidités aux actionnaires grâce à des bilans sains, le potentiel de performance robuste est évident si ce scénario vient effectivement à se réaliser.

Les entreprises européennes bénéficient du rebond de l'activité mondiale



Les probabilités de récession pour la zone euro ont diminué



Quelqu'un, quelque part, pourrait cependant décider qu'il est trop simple, trop facile, et que le gruau a trop bon goût. Dans les contes de fées, de tels retournements de situation sont souvent le fait d'un méchant – dans le cas présent, un politicien.

« La dissolution de l'Assemblée nationale est une épreuve de vérité entre ceux qui choisissent de faire prospérer leur boutique et ceux qui veulent faire prospérer la France. »

(Emmanuel Macron, 12 juin 2024)

Le 9 juin, Emmanuel Macron a annoncé la dissolution de l'Assemblée nationale française après avoir subi une sévère défaite face au parti d'extrême droite, le Rassemblement national, lors des élections législatives européennes. Cette décision, propulsant la France en territoire inconnu, a déclenché un mouvement de vente sur les actions françaises, le CAC 40 reculant de plus de 6% au cours de la semaine qui a suivi. Par effet de ricochet, compte tenu du poids de la France dans le marché boursier européen, le Stoxx 600 a perdu 2%. Cette décision et le changement politique plus général qui a cours en Europe remettent-ils en cause la tendance haussière des actions européennes?

- Tout d'abord, l'issue des élections européennes ne doit pas être résumée aux seuls résultats français. Bien que les partis d'extrême droite aient gagné des sièges et que le nombre de députés verts ait diminué, la coalition de tête reste le centre-droit, laquelle dirigeait déjà le Parlement européen. Ainsi, même si l'on peut s'attendre à une évolution des politiques (moins d'attention portée à la transition écologique?), l'orientation générale ne devrait pas trop changer.
- Deuxièmement, même si la France et l'Allemagne sont confrontées à une situation politique interne compliquée,

le bloc monétaire de l'euro se porte mieux que pendant la crise de la dette et, surtout, est plus apprécié des populations européennes.

- Troisièmement, des événements récents tels que la mini-crise budgétaire de Liz Truss au Royaume-Uni ou l'arrivée au pouvoir de Giorgia Meloni en Italie ont montré que la pression des marchés ou des entités supranationales tend à rationaliser les politiques internes, même de nature populiste.

Compte tenu de la visibilité actuelle, la probabilité la plus élevée va au scénario économique positif, avec une volatilité et une incertitude accrues liées aux développements politiques (y compris les élections à venir, telles que les présidentielles américaines), qui offriront des points d'entrée pour les investisseurs ayant un horizon de moyen ou long terme.

Cela dit, nous rappelons aux lecteurs que la constitution française est unique. Si l'extrême droite ou la gauche dure obtiennent la majorité absolue, le niveau de pouvoir détenu sera nettement plus important que dans les pays voisins. Cela pourrait ébranler considérablement la perception des actions françaises et, par extension, de l'indice européen, la France comptant pour près de 40% de l'Eurostoxx 50 et 16% du Stoxx 600. Si cette issue est actuellement la moins probable par rapport à un parlement sans majorité, elle ne doit pas être totalement écartée. Il est donc primordial de sélectionner des entreprises exposées à la croissance du PIB mondial et qui occupent une position de leader solide. Cela favorise généralement les grandes capitalisations, bien que certaines sociétés de moyenne capitalisation présentent aussi un tel profil.

Pour conclure sur une note optimiste, remémorons-nous les paroles de Freddie Mercury: « Les contes de fées d'hier évoluent mais ne meurent jamais (...) Le spectacle doit continuer ». Boucles d'or, n'est-ce pas?

LA FED ET LES DANGERS DE LA POLITIQUE DU RÉTROVISEUR

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICE

Depuis deux ans, les acteurs de marché prédisent une récession imminente aux États-Unis. Faisant fi de ces prévisions, l'économie américaine a affiché une résilience remarquable. Le PIB a progressé de 2,5% en 2023, et les attentes pour 2024 ont été régulièrement révisées à la hausse, pour se monter aujourd'hui à 2,4%. Quant à 2025, un taux de croissance toujours solide de 1,8% est projeté. Cette performance robuste est d'autant plus remarquable que la Fed a pris des mesures agressives pour contrer l'inflation, faisant grimper le taux directeur de 0,25% à 5,5% en l'espace de 15 mois. Après un resserrement aussi marqué, la question cruciale est de savoir si l'économie américaine va commencer à décélérer ou continuer à afficher une croissance saine.

La tendance conjoncturelle devrait rester porteuse au moins jusqu'à mi-2025

Les principaux indicateurs économiques américains laissent présager une croissance soutenue au cours des prochains trimestres. Bien que l'indice ISM manufacturier ne soit pas encore revenu en territoire expansionniste, il a commencé à montrer des signes d'inflexion au 3^e trimestre 2024 et s'est amélioré depuis. Le secteur des services reste solide et fermement ancré dans la zone d'expansion. Un nouveau cycle économique se déploie et, à en juger par l'expérience historique, la dynamique devrait rester positive au moins jusqu'à mi-2025, avant de potentiellement s'inverser.

L'horloge tourne pour les consommateurs, tandis que l'investissement reste très solide

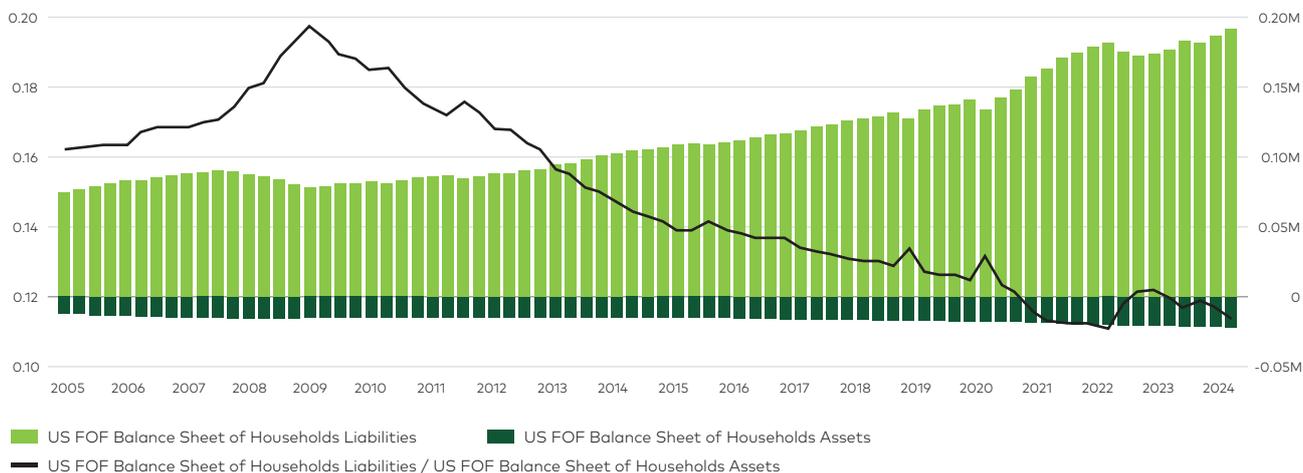
Moteur essentiel de l'économie américaine, la consommation, soutenue par l'épargne excédentaire accumulée pendant la pandémie, commence à montrer quelques signes d'essoufflement, mais reste fondamentalement robuste. Les USD 2'100 mia d'épargne excédentaire ont été

entièrement épuisés, les pressions inflationnistes érodent le pouvoir d'achat et la hausse des taux d'intérêt a un impact sur les hypothèques, les prêts à la consommation et les dettes liées aux cartes de crédit. Il s'agit là d'une nette détérioration, mais les consommateurs n'en demeurent pas moins résilients. Le marché du travail est tendu, les dépenses de consommation sont relativement fortes et les dépôts des ménages, exprimés en pourcentage du PIB, indiquent que les liquidités sont encore importantes. Cela étant, la santé future des consommateurs dépendra largement de l'évolution de l'inflation et des taux d'intérêt, qui pèsent sur l'épargne et le pouvoir d'achat. Si l'inflation peut être jugulée et les taux d'intérêt se stabilisent, les consommateurs continueront de servir de moteur à la croissance économique globale.

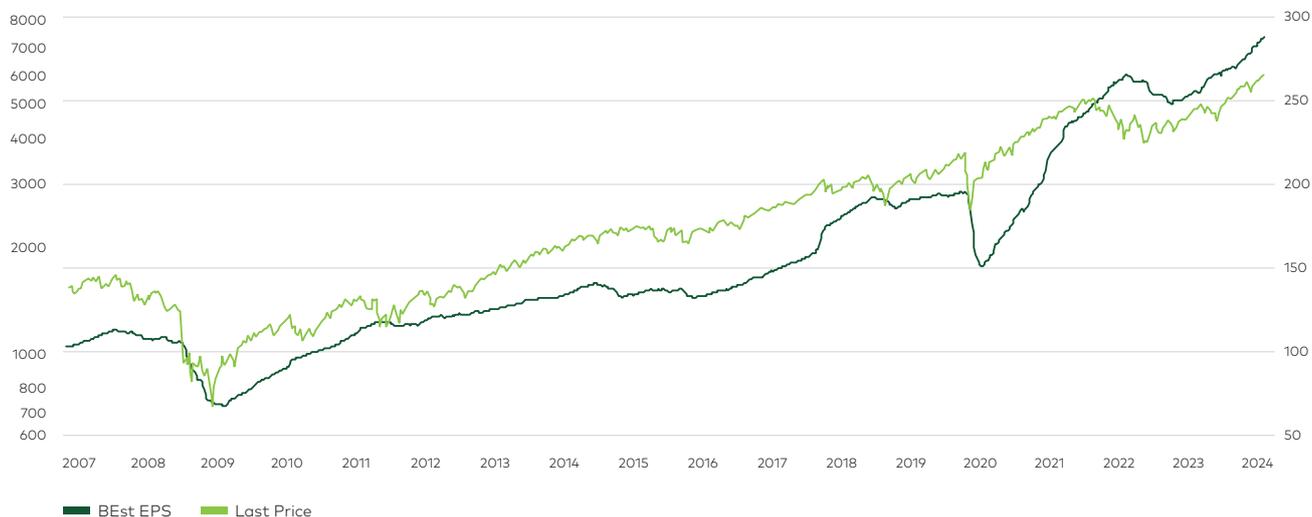
Un chemin vers une inflation moindre

L'IPC américain n'a guère progressé au cours de l'année écoulée, dépassant régulièrement les attentes. Pour autant, l'IPC sous-jacent poursuit sa tendance désinflationniste,

Les bilans des ménages restent étonnamment solides



La dynamique positive de la croissance des BPA devrait continuer à soutenir les actions américaines



avec une décélération de presque toutes les composantes de l'inflation, en dehors des services. L'inflation des services, principalement imputable aux coûts du logement et à la croissance des salaires, demeure la composante de l'inflation la plus tenace et celle affichant le plus d'effets retard.

Les indicateurs avancés, tels que les loyers des nouveaux locataires, qui sont plus sensibles aux conditions actuelles du marché, montrent une décélération significative de l'inflation liée au logement. Les offres d'emploi, qui tendent à devancer la croissance salariale de quelques mois, indiquent également une poursuite du ralentissement de l'inflation salariale. Nous sommes donc convaincus que l'inflation des services – et, par extension, l'IPC général – devrait continuer à reculer au cours des prochains mois.

Une Fed « dépendante des données » abaissera ses taux – mais trop tardivement ?

Nous attendons une baisse des taux par la Fed cette année et la prochaine, ce qui soulagera les consommateurs et l'économie. Toutefois, nous surveillons de près un autre scénario moins probable. La posture « dépendante des données » de la Fed, qui se concentre sur des indicateurs passés, risque de retarder les baisses de taux jusqu'à ce que l'économie et les consommateurs aient déjà subi des dommages significatifs. Cette situation est particulièrement préoccupante compte tenu de la hausse agressive des taux de 0,25% à 5,5%, qui pourrait faire basculer l'économie en récession. Tout en ne formant pas notre scénario central, cela reste un risque potentiel.

Une croissance des bénéfices porteuse

Avec un ratio P/E à terme qui se monte à 21x pour le S&P 500 et 28x pour le Nasdaq Composite, la valorisation des actions américaines n'est pas particulièrement bon marché, mais reste inférieure au pic de 2020 et (très sensiblement)

à celui de 2000, lorsque le S&P 500 se négociait à 25x et le Nasdaq à environ 175x. Les entreprises américaines, en particulier dans le secteur des technologies de l'information, ont des liquidités très importantes et sont bien moins endettées. Au cours des 25 dernières années, le ratio dette totale/EBITDA du S&P 500 est passé de 240% à 120%, la rentabilité devenant moins volatile et progressant régulièrement.

Le marché boursier devrait continuer à profiter de la croissance robuste des bénéfices, laquelle devrait atteindre environ 12% cette année et rester supérieure à 10% en 2025. L'évolution positive des indicateurs avancés devrait permettre à un plus grand nombre d'entreprises, au-delà des « Sept Magnifiques », de contribuer à cette croissance des bénéfices.

Conclusion

Nous anticipons une économie américaine qui restera solide, avec une forte croissance du PIB, un marché du travail ferme et des dépenses de consommation résilientes, malgré les défis posés par l'inflation et la hausse des taux d'intérêt. Le recul des pressions inflationnistes devrait permettre à la Fed d'abaisser ses taux, ce qui apportera un soutien supplémentaire aux consommateurs et à l'économie. Une solide croissance bénéficiaire devrait continuer à contribuer à des perspectives positives pour les actifs risqués tels que les actions.

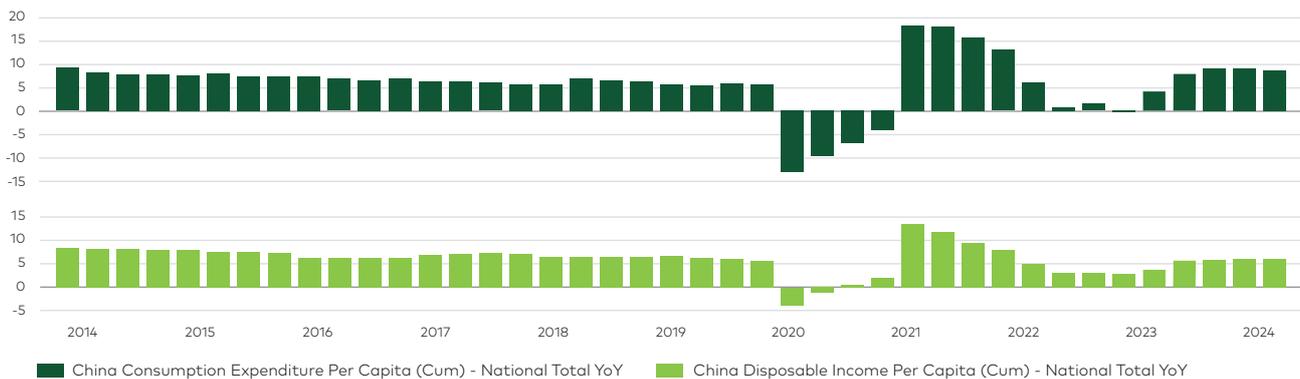
Nous restons toutefois vigilants vis-à-vis d'un scénario alternatif dans lequel des baisses de taux tardives par la Fed, du fait de l'attention qu'elle porte aux indicateurs passés, pourraient entraîner des dommages économiques importants et potentiellement faire basculer l'économie en récession. Bien que ce ne soit pas notre scénario central, il s'agit d'un risque potentiel que nous surveillons de près.

FAIRE D'UNE CRISE UNE OPPORTUNITÉ ?

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICE

L'économie chinoise est toujours confrontée à des défis considérables, notamment un secteur immobilier atone, des tensions géopolitiques persistantes, des guerres commerciales, une demande intérieure qui faiblit, le chômage des jeunes, la démographie, un endettement croissant et des déficits publics de plus en plus marqués. Après trois années de marché baissier et une capitalisation boursière qui s'est réduite de moitié, des signes d'amélioration commencent à apparaître. Il s'agit notamment de l'intensification des efforts de relance, de la reprise des exportations, de la hausse des prix des matières premières et de l'amélioration de la croissance économique, le tout sur fond de valorisations attrayantes. Le pire a-t-il déjà été intégré dans les cours ?

La consommation personnelle et le revenu disponible restent solides



Point de situation économique

Les prévisions de croissance économique de la Chine pour 2024 ont été revues à la hausse, passant de 4,5% en début d'année à 4,9% aujourd'hui. L'objectif gouvernemental de 5%, autrefois jugé très ambitieux par les acteurs de marché, semble désormais plus réalisable.

Malgré cette amélioration relative, il ne faut pas s'attendre à un plus grand dynamisme. Les indicateurs économiques coïncidents et non gouvernementaux, tels que la croissance des prêts, la consommation d'électricité ou le chiffre d'affaires lié au transport de marchandises, tournent toujours au ralenti. Les indicateurs économiques avancés, comme les indices Caixin de l'industrie manufacturière et des services, sont désormais clairement revenus en territoire expansionniste, mais ne sont pas confirmés par des indicateurs plus larges tels que les indices PMI ou l'impulsion du crédit chinois.

Demande de consommation et investissements fixes

L'objectif à long terme de la Chine de faire passer son économie d'un modèle tiré par les dépenses d'investissement et d'infrastructure à un modèle tiré par la demande de consommation se matérialise, quand bien même cette transformation prendra des décennies. La part des dépenses de consommation dans le PIB global est passée de 35-40% au milieu des années 2010 à 54% aujourd'hui.

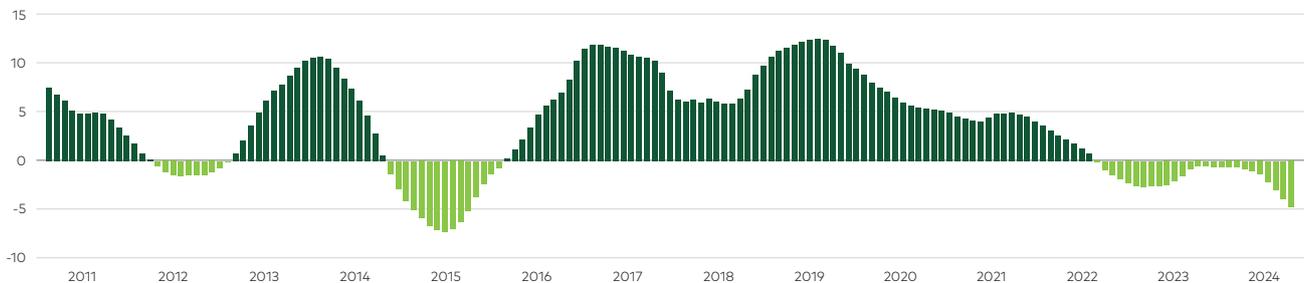
Les signes d'une reprise régulière de la **demande de consommation** se font jour. Ainsi, la consommation personnelle a affiché un quatrième trimestre consécutif de croissance au 1er trimestre 2024, avec une progression d'un peu plus de 8%. Cette croissance est soutenue par un revenu disponible solide, qui a augmenté à un rythme légèrement supérieur à 6% au cours de l'année écoulée.

La dynamique des ventes au détail laisse toutefois à désirer, avec des attentes de croissance de « seulement » 5,4% pour 2024. Cela dit, le secteur du commerce électronique affiche des taux légèrement supérieurs à 10% depuis le 2ème trimestre 2023, une tendance ferme qui, selon les directions d'entreprises, devrait se poursuivre cette année.

Les signes de robustesse de la demande de consommation sont plus visibles au niveau des entreprises, avec la hausse de 14% du chiffre d'affaires d'Alibaba au 1er trimestre dans sa division de commerce électronique, les ventes en progression de 12% de Li Ning dans les vêtements de sport, la croissance de 13% du chiffre d'affaires de JD.com dans le commerce de détail en ligne, ou encore l'envolée de 15% des ventes de BYD sur le marché des véhicules électriques.

L'autre pilier de l'économie, à savoir les **investissements en actifs fixes**, a augmenté de 4,2%, en grande partie grâce aux

Prix des bâtiments résidentiels commerciaux nouvellement construits (YoY)



dépenses publiques dans le domaine des infrastructures. Leur rythme de progression devrait s'accroître à 4,7% au cours de l'année. L'investissement privé demeure toutefois modéré en raison du manque de confiance dans le marché immobilier.

Certains signes indiquent que le **commerce mondial** commence à gagner en vigueur, ce qui est de bon augure pour les économies axées sur les exportations. Les pays cycliques qui exportent vers la Chine continentale, comme Taïwan et la Corée du Sud, voient leurs exportations reprendre une croissance positive après 18 mois de contraction.

Il faudra des années pour que le marché immobilier se rétablisse

Le secteur de l'immobilier chinois est toujours dans la tourmente, ce qui affecte considérablement l'ensemble de l'économie. En 2023, les ventes de biens immobiliers ont chuté de 10 à 15%, et une baisse de l'ordre de 5% est encore attendue en 2024. Les efforts étatiques pour stabiliser le secteur comprennent l'assouplissement des restrictions à l'achat et la réduction des exigences en matière d'acompte hypothécaire, bien que ces mesures n'aient pas encore totalement rétabli la confiance. Les autorités travaillent actuellement sur un plan de réduction de l'offre. Les analystes prévoient qu'une reprise complète pourrait prendre de quatre à six ans, au vu de l'offre excédentaire et de la lenteur de la reprise de la demande, avec des répercussions persistantes sur la construction, les matières premières et le secteur bancaire.

Inflation ? Non, déflation

L'indice national des prix à la consommation (IPC) est resté stable en glissement annuel au 1er trimestre 2024, à 0,3%. L'IPC sous-jacent, qui exclut les prix des denrées alimentaires et de l'énergie, a progressé de 0,7% en glissement annuel. Quant à l'IPP, il continue clairement de montrer une situation de déflation (-2,5%), reflétant la baisse des coûts des intrants et les difficultés persistantes du secteur manufacturier.

Pas de relance généralisée

Les efforts de relance du gouvernement ont été essentiels pour stabiliser l'économie, en particulier le marché immobilier en souffrance. Des mesures telles que l'assouplissement des restrictions à l'achat, la réduction des exigences en matière d'acompte hypothécaire et l'élaboration de plans visant à réduire l'offre de logements ont été au cœur de ces efforts.

En outre, la Banque populaire de Chine (PBOC) a joué un rôle crucial en mettant en œuvre des mesures d'assouplissement monétaire, notamment en abaissant les taux d'intérêt et les ratios de réserves obligatoires afin d'accroître les liquidités et de soutenir le crédit. L'accent mis sur les réformes structurelles visant à faire passer l'économie d'une croissance reposant sur l'investissement à une croissance reposant sur la consommation a conduit à des interventions plus ciblées et nuancées, plutôt qu'à des mesures de relance à grande échelle.

Guerre commerciale et élections américaines

La guerre commerciale initiée par Donald Trump et poursuivie par Joe Biden persiste, les prochaines élections américaines n'étant pas de nature à apaiser les tensions. Récemment, Joe Biden a imposé de nouveaux droits de douane sur USD 18 mia de produits chinois, une mesure considérée comme une tentative d'attirer les électeurs républicains, même si son impact sera limité compte tenu des USD 427 mia d'exportations chinoises totales vers les États-Unis en 2023. Donald Trump a évoqué un renforcement de 60% des droits de douane s'il remporte les élections, ce qui pourrait coûter 2 points à la croissance du PIB chinois. Toutefois, malgré les droits de douane américains imposés par le passé sur USD 300 mia d'exportations chinoises, allant de 7,5% à 25%, les exportations chinoises sont restées fortes, soulignant la compétitivité de ces produits et le creusement du déficit commercial américain.

Valorisation du marché actions

Avec un P/E de 11x pour l'indice Shanghai Shenzhen 300 et de 8,9x pour l'indice Hang Seng, la valorisation du marché chinois est très attrayante en termes historiques, proche de plus bas cycliques. La comparaison est particulièrement intéressante par rapport aux États-Unis, où l'indice S&P 500 se négocie à un P/E de 21x, et même par rapport à l'Europe, où le P/E du Stoxx 600 est de 14x.

Implications en matière de stratégie d'investissement

En conclusion, malgré les défis considérables auxquels elle est confrontée, l'économie chinoise montre des signes de reprise grâce à l'intensification des efforts de relance, à une croissance soutenue et à une reprise des exportations. Bien que les indicateurs généraux restent mitigés et justifient une approche globalement prudente du marché actions, des opportunités significatives existent, en particulier dans les secteurs de la consommation et de la technologie, pour investir dans des entreprises à forte croissance et capacité d'innovation.

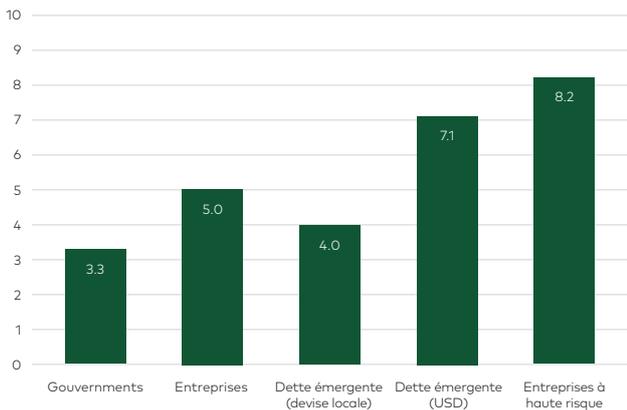
OBLIGATIONS

MANUEL STREIFF / CONSEILLER

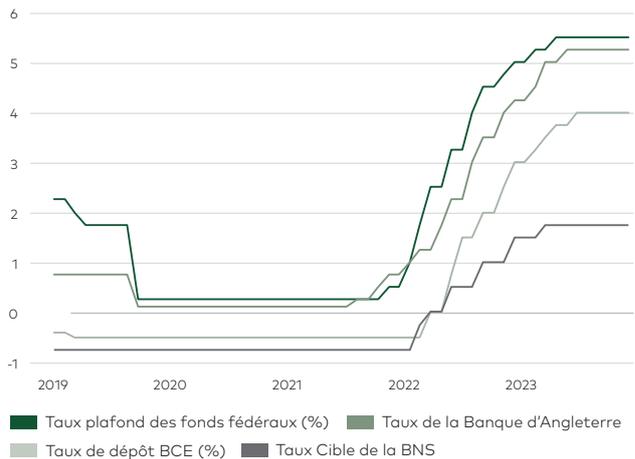
L'inflation s'est modérée au cours du 2^e trimestre et les données de fin de période indiquent une reprise de la tendance baissière. Cela étant, le taux d'inflation annuel est toujours nettement supérieur à ce que les banques centrales prévoient en début d'année, et la croissance économique continue de bien résister.

Les investisseurs anticipent déjà un plus grand nombre de baisses de taux que celles figurant dans le «dot plot» de la Fed. Nous nous attendons à un nouveau ralentissement de la croissance, les taux d'intérêt élevés pesant sur l'activité économique.

Rendement global par segment: gouvernements, entreprises («investment grade» & haut rendement) et pays émergents (USD & monnaie locale)



Évolution des taux d'intérêt des banques centrales

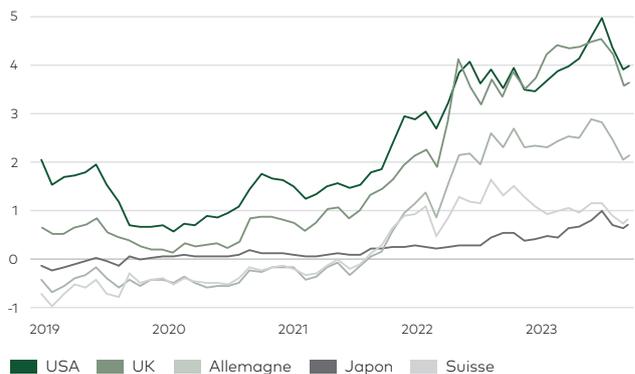


OBLIGATIONS D'ÉTATS DÉVELOPPÉS

L'inversion des courbes de taux, avec rendements de court terme qui dépassent ceux des obligations à plus longue échéance, dissuade les investisseurs d'acheter des obligations des marchés développés jusqu'à ce qu'ils entrevoient une baisse imminente des rendements. Les marchés de l'emploi montrent quelques signes d'affaiblissement, ce qui pourrait encourager la Fed à accélérer le calendrier et l'ampleur de son assouplissement monétaire. Il faudra toutefois une confirmation de faiblesse dans différents pans de l'économie pour que les responsables de la politique monétaire accélèrent la baisse des taux.

Nous pensons que le marché obligataire évoluera encore dans une fourchette, mais finira par se redresser à mesure que les investisseurs intégreront un cycle d'assouplissement monétaire plus rapide.

Rendements nominaux d'une sélection d'obligations d'État à 10 ans



Les obligations européennes sont soutenues par la Banque centrale européenne (BCE), qui a récemment entamé son cycle d'assouplissement. Ce soutien devrait conduire à un rallye obligataire lorsque les investisseurs percevront que la BCE est prête à accélérer le mouvement. Une telle évolution devra cependant probablement attendre la fin de l'été.

L'incertitude entourant les élections françaises nous incite à maintenir une position défensive sur les obligations françaises et celles de certains pays périphériques européens.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

La diminution des risques économiques et la stabilité des obligations d'État ont permis aux obligations d'entreprises des marchés développés de réaliser de belles performances.

Nous nous attendons à une poursuite de cette performance, dans la mesure où le surcroît de rendement offerts par les obligations d'entreprises est particulièrement intéressant dans un contexte de faible volatilité des marchés financiers. Une fois la période estivale terminée, le rallye pourrait être freiné par une augmentation des émissions, les entreprises cherchant à bénéficier des spreads de crédit serrés.

La dette de court terme à haut rendement émise par des entreprises dont le profil de financement est gérable reste attrayante. Même si les spreads se sont resserrés, la partie courte des courbes de crédit offre toujours des rendements totaux intéressants.

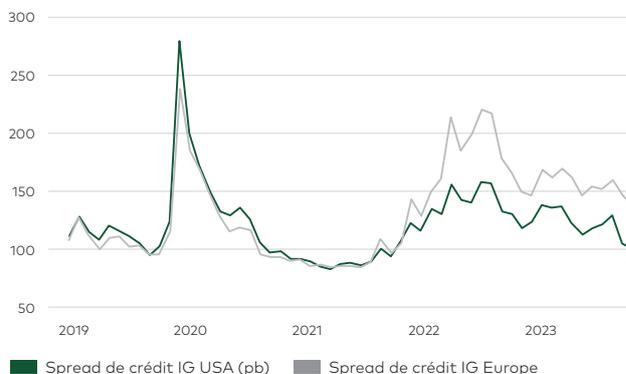
DETTE EMERGENTE EN MONNAIE FORTE

Le 2^e trimestre a vu une bifurcation dans la performance des obligations émergentes. Celles en devises fortes se sont très bien comportées et devraient continuer à bénéficier du rééquilibrage progressif de la croissance entre les régions, ainsi que de la vigueur des marchés des matières premières.

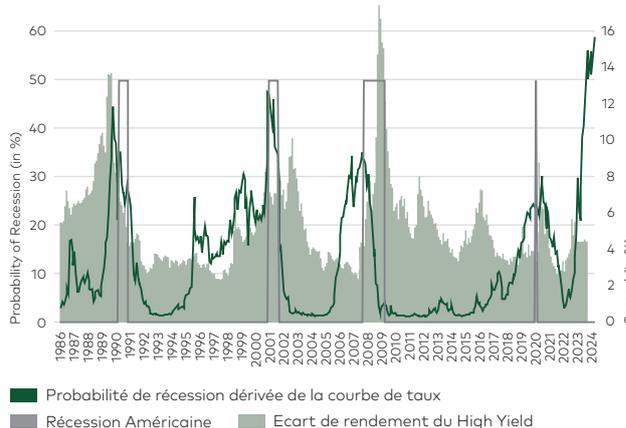
Avec l'initiation d'un cycle d'assouplissement monétaire par les banques centrales, les obligations émergentes en devises fortes devraient également tirer parti d'une plus grande liquidité mondiale.

Sur le marché du crédit émergent en USD, les rendements relativement élevés ont encouragé les entreprises à émettre des obligations en monnaie locale, ce qui continuera à réduire l'offre.

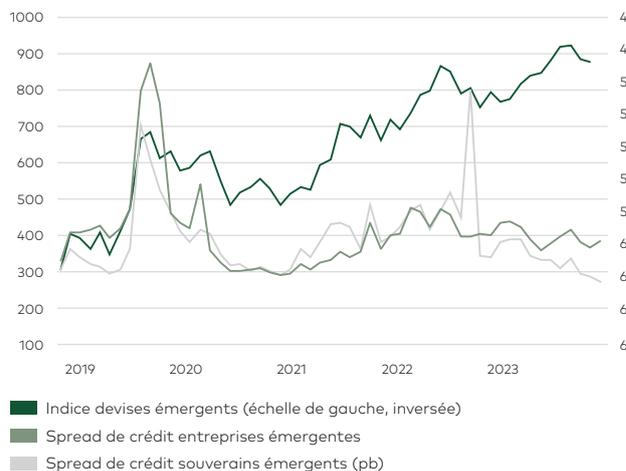
Spreads de crédit aux États-Unis et en Europe



Spreads de crédit à haut rendement aux États-Unis et en Europe



Spreads de crédit sur les obligations émergentes et rendement local (Barclays)



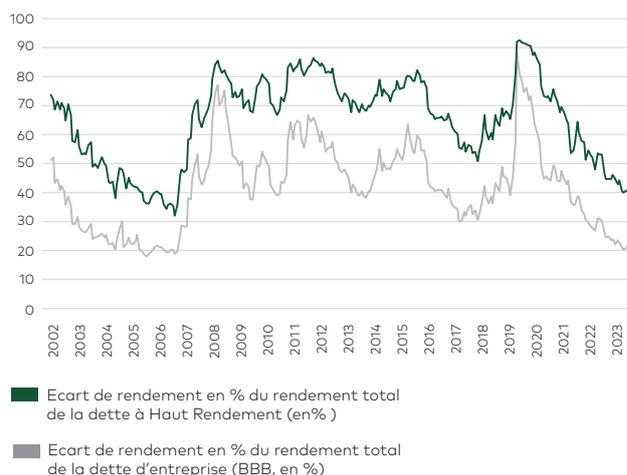
DETTE EMERGENTE EN MONNAIE LOCALE

Les obligations émergentes en monnaie locale sont plus sensibles à la politique monétaire américaine. Le récent report du début du cycle de baisse des taux par la Fed a été l'une des causes de la performance moindre de ces obligations et des devises émergentes.

À mesure que nous nous rapprochons des baisses de taux aux Etats-Unis, les obligations émergentes en monnaie locale devraient reprendre une trajectoire haussière, mais cela pourrait devoir attendre encore quelques mois.

Les niveaux de rendement élevés sur de nombreuses obligations émergentes en monnaie locale nous permettent toutefois de rester positifs. Certains marchés, comme l'Inde, affichent un surcroît de rendement raisonnable par rapport aux bons du Trésor américain avec une très faible volatilité de la devise, tandis que d'autres, à l'instar de la Turquie, ont des rendements d'environ 39% mais avec un risque de change important.

Ecart de rendement en % du rendement total



PROJECTION DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES

Segments	Rendement (%)			Vue sur le rendement total (horizon 12m)
	USD	EUR	CHF	
Cash	5,35	3,34	1,03	↘
Court-terme à rendement élevé	6,20	4,34	1,46	→
Obligations souveraines (10 ans)	4,40	2,50	0,60	↗
Obligations souveraines indexées sur l'inflation (10 ans)	2,11	0,44	n.a.	↗

Segments	Ecart par rapport au rendement souverain (pb)	Vue sur le rendement total (horizon 12m)
Obligations d'entreprises	104	↗
Obligations hybrides	192	↗
Obligations à haut rendement	386	→
Souverain émergents	327	↗
Entreprises émergentes	210	↗
Dettes émergentes en monnaie locale	n.s.	↗

Source : indices Bloomberg avec risque de devise couvert

CREDITS CONTRIBUTEURS

REDACTION

Florian Marini, Chief Investment Officer
Anick Baud, Senior Fund Manager
Malek Dahmani, Fund Manager
Manuel Streiff, Conseiller

EDITION ET MISE EN PAGE

Yves Ninghetto, LaFabrique Genève

RELECTURE

Karen Guinand

AVERTISSEMENT

La présente publication est destinée à une diffusion privée et à des fins d'information uniquement. Elle ne constitue ni une recommandation personnelle, ni un conseil en investissement, ni une offre ou une invitation à acheter ou à vendre un titre ou un instrument financier.

Les informations sont basées sur des sources jugées fiables et Bruellan met tout en œuvre pour en assurer l'exactitude. Cependant, les informations et les prix peuvent varier en tout temps.

Bruellan n'encourt aucune responsabilité pour d'éventuels dommages qui découleraient de l'utilisation d'informations contenues dans la présente publication.

Cette dernière n'est pas destinée à être distribuée, publiée ou utilisée dans une juridiction dans laquelle un tel acte serait illégal, ni destinée aux personnes ou entités auxquelles il est prohibé de de l'adresser. En particulier, ce document ou toute copie de celui-ci ne peut être envoyé ou distribué aux États-Unis d'Amérique ou à une personne américaine.

Le présent document ne peut être reproduit (en tout ou en partie), transmis, modifié ou utilisé à des fins publiques ou commerciales.

Bruellan SA dispose d'une autorisation délivrée par la FINMA.

SOURCE DES GRAPHIQUES

Bloomberg et Bruellan SA.
Bruellan SA est réglementée par la FINMA.

© 2024 Bruellan SA – Tous droits réservés

CONTACTS OÙ NOUS TROUVER



GENÈVE

Bruellan S.A.
Rue Pecolat 1
CH-1201 Genève

Tél +41 22 817 18 55
www.bruellan.ch



VERBIER

Bruellan S.A.
Rue de Médran 16
CH-1936 Verbier

Tél +41 27 775 56 56
www.bruellan.ch



CRANS-MONTANA

Bruellan S.A.
Rue du Pas-de-l'Ours 6
CH-3963 Crans VS

Tél +41 27 486 24 24
www.bruellan.ch

www.bruellan.ch



GSTAAD

Bruellan S.A.
Gstaadstrasse 8
CH-3792 Saanen

www.bruellan.ch



MARTIGNY

Bruellan S.A.
7, Place du Bourg
CH-1920 Martigny

www.bruellan.ch



PANORAMA EST ÉGALEMENT DISPONIBLE EN LIGNE
WWW.BRUELLAN.CH