

Market

—
Novembre 2024

Bienvenue
Chez Vous



BCVS

GESTION DE FORTUNE

BCVS.ch



Andrin Albrecht
Économiste

- 2 Éditorial
- 3 Évaluation de la situation économique
- 4 Quelle a été l'évolution des marchés financiers?
- 5 Coup d'œil sur les classes d'actifs
- 6 Positionnement et changements
- 7 Commentaires sur les décisions de placement
- 8 Tableaux de performance

Contributeurs

Mathias Cotting, CFA, Économiste responsable
Andrin Albrecht, Économiste
Marc Farquet, Collaborateur Asset Management & Advisory

Éditorial

Sion, le 29 octobre 2024

L'Europe en quête d'orientation

La zone euro est actuellement confrontée à de nombreux défis économiques. Après avoir été marquée ces dernières années par la pandémie du COVID-19 et le choc sur les prix de l'énergie (conséquences du conflit en Ukraine), la région montre désormais les premiers signes de stabilisation sur le front de l'inflation. Mais la reprise de l'activité économique est encore timide, notamment dans les deux plus grandes économies: l'Allemagne et la France.

Le business model de l'industrie en Allemagne doit se réinventer

L'industrie allemande, grand moteur de l'économie Outre-Rhin, est en perte de vitesse depuis plusieurs trimestres maintenant. La production industrielle du mois de juin au mois d'août a encore faibli, en recul de 1,3% par rapport à celle des trois mois précédents. Le modèle industriel repose principalement sur des coûts énergétiques faibles ainsi que des partenaires dans les pays émergents, surtout la Chine. Le développement des prix de l'énergie et une situation de ralentissement économique en Chine pénalisent donc ce business model. Le «Deutsche Qualität» produit moins, l'output industriel se situant actuellement environ 10% plus bas par rapport à avant 2020, ce qui interroge! En conséquence, pour 2024, le ministère de l'Économie prévoit un recul du PIB de 0,2%, alors que la croissance en zone Euro est attendue en territoire positif. Le voisin allemand est à la traîne, une situation relativement inédite pour l'Europe.

La France dépense trop

Après la première économie européenne, la France a également subi quelques turbulences, d'ordre politique et budgétaire. Après de longues et difficiles discussions sur les priorités politiques du pays, un gouvernement a finalement été formé à la fin de l'été. Ce nouveau gouvernement a maintenant devant lui la tâche herculéenne de réduire les dépenses publiques, c'est-à-dire de réduire le déficit budgétaire actuel de 5,6% du PIB par an à 3% du PIB par an comme l'exige l'UE.

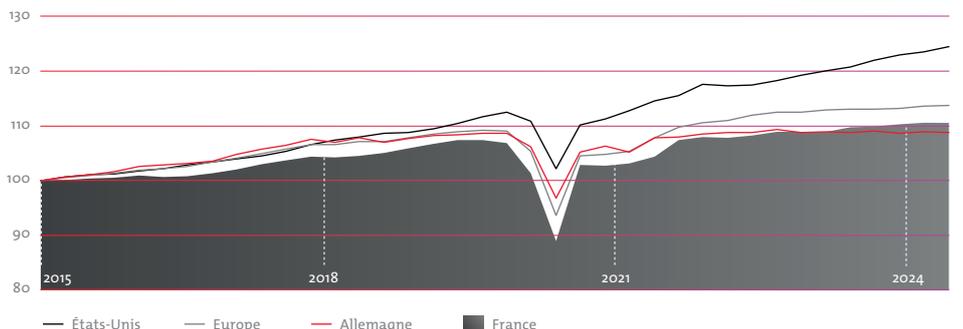
Afin de se rapprocher progressivement des objectifs de Bruxelles, la proposition de budget pour l'année prochaine prévoit des réductions de dépenses et des augmentations d'impôts. Ce plan budgétaire est-il suffisant? Cette volonté de moins dépenser est-elle durable?

La capacité d'innovation de l'Europe est à la traîne

Mario Draghi s'y connaît lorsqu'il s'agit de bousculer la politique européenne avec son «Whatever it takes». Lors de la crise de l'euro dans les années 2012, il l'a fait en prononçant un discours décisif en tant que président de la BCE. Le 17 septembre dernier, il a présenté devant le Parlement européen et avec le soutien d'un rapport de 393 pages les problèmes et défis de l'Europe. Selon le rapport de Mario Draghi, la productivité en Europe a connu une évolution inférieure à la moyenne mondiale. Ce retard est la principale raison pour laquelle l'Europe perd en prospérité par rapport aux États-Unis. «Nous devons ramener l'innovation en Europe.» a-t-il expliqué à Bruxelles. En effet, en 2023, 66 des 100 plus grandes entreprises au monde (selon la capitalisation boursière) étaient américaines. Cela correspond à douze de plus qu'en 2003. L'Allemagne ne compte actuellement plus que 2 entreprises dans le top 100 mondial, soit 3 de moins qu'il y a vingt ans.

L'Europe se trouve non seulement au cœur d'une crise industrielle en Allemagne, mais aussi face à un problème d'endettement et de budget en France, à une époque où de nouveaux investissements dans des technologies et des secteurs d'avenir deviennent indispensables. L'Europe peut-elle relever ces défis et se réinventer? Quelles seraient les conséquences d'un statut quo ou de réponses partielles à ces défis? Le taux de change de l'euro pourrait alors avoir un lourd fardeau à porter. Lors de la dernière crise importante avec la Grèce dans les années 2011, l'euro s'était fortement déprécié. Si ces défis ne sont pas relevés, l'euro en souffrira probablement encore un peu plus longtemps.

Évolution du PIB réel
Base 100 en 2015



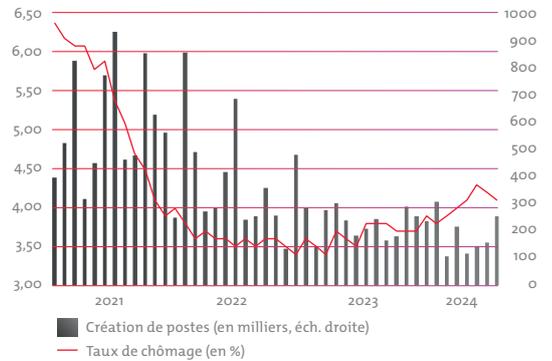
Évaluation de la situation économique

Les marchés financiers anticipent plus de 1% de baisse des taux directeurs d'ici à fin 2025 en Europe et aux États-Unis. La Chine a annoncé des mesures de relance de l'activité économique sur le plan monétaire et fiscal.

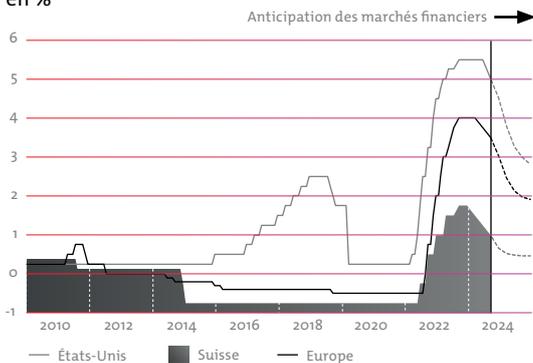
Le marché de l'emploi américain donne à nouveau un signal positif

Le marché de l'emploi américain ne finit pas de surprendre. Au début du mois d'août, des données en demi-teinte sur le marché du travail américain avaient été publiées. Plusieurs craintes de récession étaient alors apparues. Le dernier rapport de l'emploi efface désormais ce spectre. En effet, au début du mois d'octobre, les créations d'emploi ont surpris, avec plus de 200'000 nouveaux postes créés au mois de septembre. C'est un niveau élevé, compte tenu du taux de chômage déjà faible. Ce dernier a également baissé de 4,2% à 4,1%. Ces données viennent rassurer les intervenants quant à la tenue de l'économie américaine. Du côté des indicateurs avancés, ces derniers se maintiennent en territoire d'expansion dans les grandes régions, à l'exception de l'Europe qui est plombée par l'Allemagne.

Les créations de postes sont reparties à la hausse en septembre aux États-Unis



Taux directeurs historiques et anticipations des marchés financiers en %



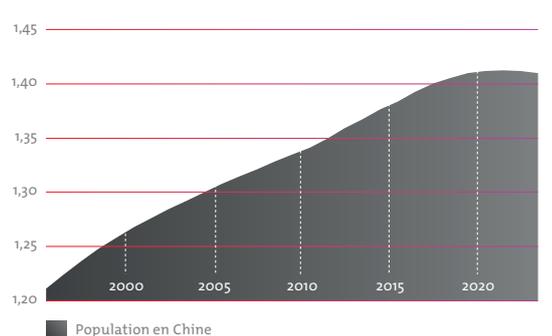
Poursuite des baisses de taux des banques centrales

Les dernières données concernant l'inflation ont été inférieures aux attentes des analystes. En Europe, l'inflation est ressortie à 1,7% (variation annuelle) au mois de septembre, contre encore 2,2% le mois précédent. En Suisse, l'inflation a atteint des niveaux très faibles se situant à +0,8% à fin septembre. Le Secrétariat d'État à l'économie (SECO) ainsi que la Banque nationale suisse (BNS) ont par ailleurs ajusté à la baisse les perspectives d'inflation pour ces prochains trimestres. Pour 2025, le SECO s'attend à une inflation moyenne de 0,7%, de son côté la BNS table sur 0,6% d'inflation en moyenne en 2025. Aux États-Unis, l'inflation est ressortie à 2,4% au mois de septembre, en baisse par rapport au mois précédent. Jusqu'à la fin de l'année, toutes les grandes banques centrales continueront à baisser leur taux directeur. Cette tendance se poursuivra en 2025. Les marchés financiers anticipent plus de 1% de baisse des taux d'ici la fin de l'année prochaine en Europe et aux États-Unis. Vitesse et amplitude seront encore dictées par les prochains chiffres économiques.

Mesures de relance monétaire et fiscal en Chine

Les autorités chinoises ont annoncé un volet de mesures pour stimuler l'économie de l'empire du Milieu au début du mois d'octobre. Dans le volet monétaire, les mesures consistent à soutenir le crédit en général avec l'aide des baisses des taux d'intérêt et des baisses des exigences de fonds propres des banques. D'autres mesures visent à soutenir directement le marché immobilier. Les taux hypothécaires existants ont été abaissés de 0,5%, les exigences de fonds propres ont été abaissées, ainsi que d'autres mesures de soutien au secteur ont été annoncées. Sur le plan budgétaire, un plan de relance avec d'importantes mesures est encore attendu. La Chine ambitionne une croissance économique de 5% par année dans son plan quinquennal. Ces mesures sont-elles suffisantes pour retourner la tendance latérale de l'économie? Les marchés financiers semblent penser que oui, en enregistrant récemment des performances importantes des actions chinoises, ainsi que la remontée importante du prix du pétrole, un actif sensible à la Chine.

La population en Chine baisse, un facteur structurel contraignant pour l'économie



Rebond cyclique ou structurel en Chine?

Les défis de l'économie chinoise ne manquent pas et les plans de relance actuels vont difficilement retourner les tendances existantes. En effet, sur le plan démographique, la population chinoise décroît, notamment en raison de la politique de l'enfant unique (abandonnée depuis 2016). Ensuite, le moral des consommateurs chinois est faible car ils sont fortement endettés, et leur patrimoine est très investi dans l'immobilier dont les prix baissent après des années de sur-construction.

Finalement, la position géopolitique de la Chine a résigné certains pays occidentaux à produire dans l'empire du Milieu. Par conséquent, et au vu des défis à long terme de la Chine, les mesures économiques de soutien devraient permettre un rebond cyclique (sur plusieurs trimestres / années) plutôt que structurel (sur plusieurs années, voire décennies) de l'économie chinoise.

Quelle a été l'évolution des marchés financiers ?

**Les actions américaines sont de nouveau positives en octobre.
La Banque centrale européenne a baissé les taux en octobre comme attendu.**

4 Des marchés latéraux en Europe et en Suisse, mais positifs en Chine et aux États-Unis

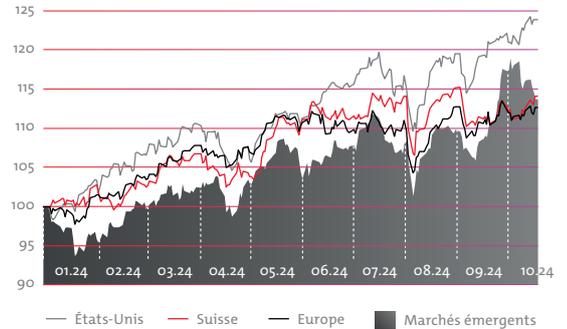
Les marchés occidentaux ont évolué latéralement au cours des dernières semaines, après des performances boursières robustes jusqu'à maintenant. Plusieurs facteurs expliquent cette évolution latérale. Les investisseurs sont dans l'attente de l'issue des élections américaines, un évènement majeur pour l'avenir des marchés boursiers. Du côté des marchés émergents, ceux-ci se réveillent dopés par la Chine et les nombreuses mesures annoncées par les autorités. Les actions chinoises ont été délaissées depuis plusieurs années. Durant les années 2022, ces dernières prennent du retard car la Chine fait figure d'exception en maintenant son économie fermée. En 2023, le rapprochement avec la Russie a motivé bon nombre d'investisseurs à abandonner leurs positions chinoises. Le rebond du marché, même s'il est impressionnant sur ces dernières semaines, semble disposer encore de place au vu des développements depuis 2021. Les mesures fiscales n'ont pas été annoncées dans le détail à l'heure actuelle, les investisseurs doivent donc encore attendre.

Le rebond des actions chinoises n'a pas duré

Depuis 10 ans, la Chine (qui fut longtemps l'usine du monde) affichait des performances intéressantes en comparaison aux actions mondiales. Cependant, depuis fin 2022, la tendance s'est inversée. Le dragon asiatique a traversé une longue pandémie du COVID-19. Le pays doit faire face à des défis importants. Pékin doit notamment affronter une crise immobilière, une crise de la dette, ainsi qu'un taux de chômage élevé chez les jeunes. Tous ces éléments pèsent sur la croissance du PIB chinois, estimée par le gouvernement à 4,6% pour le 3^e trimestre de cette année. Pour rappel, la croissance du PIB était supérieure à 10% au début des années 2000 jusqu'à atteindre 5,8% avant la pandémie. Au vu des chiffres de croissance inférieurs au passé, le gouvernement chinois souhaite relancer la machine. Plusieurs mesures ont été annoncées à la fin du mois de septembre. Dans la foulée, les actions chinoises ont rebondi de plus de 30% en quelques jours. Par la suite, les mesures annoncées ont été perçues comme trop vagues par le marché qui s'est replié de plus de 10% depuis les récents plus haut.

Les marchés émergents ont rattrapé leur retard, grâce à la Chine

Rendement total, base 100



Depuis fin 2022, la Chine prend du retard sur les actions mondiales

Rendement total, base 100



«Les marchés financiers restent orientés à la hausse aux États-Unis, malgré les élections américaines qui se profilent.»

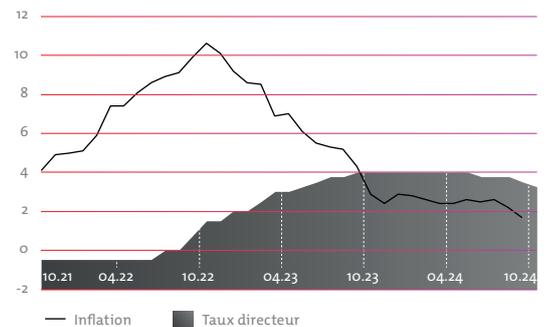
La BCE a baissé les taux comme attendu, le même scénario se reproduira-t-il au mois de décembre?

Après la baisse surprise des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine au mois de septembre, tout s'est déroulé comme prévu en octobre pour les banques centrales. En Europe, la BCE a baissé ses taux directeurs de 25 points de pourcentage à 3,25%. La présidente de la BCE, Christine Lagarde, a expliqué que la décision est le résultat d'une orientation rigoureuse vers les données et continuera à l'être à l'avenir. En septembre, l'inflation dans la zone euro a continué de baisser pour atteindre 1,7%, ce qui est déjà bien en dessous du taux directeur de 3,25%. En se concentrant sur ces données, la BCE se laisse une marge de manœuvre nécessaire pour baisser à nouveau son taux directeur en décembre. Actuellement, une baisse de 25 points de base est à nouveau attendue pour décembre.

Après des données économiques solides et des attentes moins agressives sur les futures baisses de taux d'intérêt de la Fed, les rendements des obligations d'État à 10 ans ont augmenté en octobre aux États-Unis. Le rendement du Bon du Trésor à 10 ans a augmenté d'environ 0,5% pour atteindre plus de 4,0%.

Suite à la baisse de l'inflation, la BCE réduit son taux directeur

En Europe, en %



Source: LSEG Datastream, BCVS

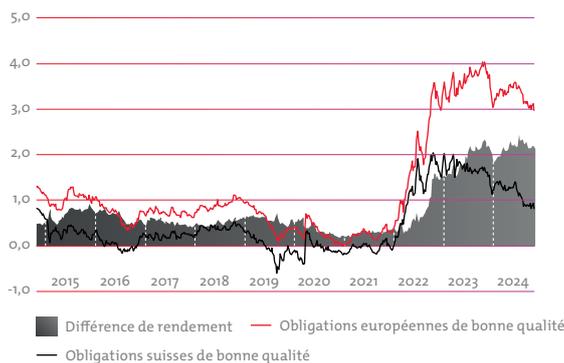
Coup d'œil sur les classes d'actifs

Les thèmes de la santé et des sociétés «Mid Caps» devraient se démarquer dans l'environnement qui se dessine. Les obligations suisses offrent actuellement peu de rendement.

Si les marchés globaux ont bien performé, plusieurs thématiques sont en retrait
Rendement total, base 100



Le rendements des obligations européennes de bonne qualité est supérieur aux obligations suisses
Rendement, en %



Source: LSEG Datastream, BCVS

L'environnement de 2025 devrait favoriser les «Mid Caps» et le secteur de la santé

Depuis quelques mois, la Fed baisse les taux. Cette perspective est réjouissante pour les sociétés de moyennes capitalisations (Mid caps) américaines ainsi que les sociétés actives dans le secteur de la santé. Pour les premières, ces réductions sont bénéfiques car elles présentent généralement un endettement plus élevé et la part de la dette à taux variable est également plus importante que pour les grandes entreprises. Durant la période de taux élevés, les Mid caps ont été impactées, ce qui a pesé sur leurs résultats. Concernant le secteur de la santé, plusieurs éléments devraient porter cette thématique d'investissement: le vieillissement de la population, le financement des soins et l'état de santé général du citoyen américain. En effet, selon l'OMS, en 2022, 42% des américains sont considérés comme obèses. Le surpoids peut favoriser l'apparition de problèmes de santé nécessitant une prise en charge. C'est donc tout naturellement que les citoyens américains se tournent vers les soins. De plus, ceux-ci sont onéreux. Outre-Atlantique, les américains ont régulièrement recours aux crédits pour payer leurs factures médicales. La réduction des taux relancera sans doute ce secteur.

Les obligations suisses offrent actuellement peu de rendement

Alors que l'inflation a vite baissé en Suisse et que le BNS a réduit son taux directeur, les obligations suisses de bonne qualité rapportent actuellement un peu plus de 0,80%. Après déduction de l'inflation, qui a été mesurée en septembre à 0,84%, il ne reste rien.

Pendant ce temps, les obligations européennes de bonne qualité rapportent un peu plus de 3%, soit 220 points de base de plus que les obligations suisses. Après déduction de l'inflation de l'Europe, le solde de 1,3% retourne aux détenteurs d'obligations européennes. En conséquence, la différence entre l'Europe et la Suisse est de 130 points de base de rendement supplémentaire (après inflation).

Dans un contexte de baisse continue des taux d'intérêt, les obligations d'entreprises européennes de bonne qualité semblent particulièrement attrayantes.

Les élections présidentielles aux États-Unis

Globalement, et au vu des politiques annoncées, les deux candidats n'auront pas d'impact négatif pour les marchés financiers. Tous les deux proposent davantage de dépenses publiques. Cela devrait continuer de soutenir l'économie et surtout la consommation, qui est importante aux États-Unis.

Avec Donald Trump comme président et un congrès républicain, il faut certainement s'attendre à un effet négatif sur l'endettement des États-Unis. Ceux-ci avaient déjà une dette fédérale brute équivalente à 124% du PIB en 2023, qui devrait atteindre 129% en 2033 selon les projections du Congressional Budget Office (CBO).

La conséquence est que le dollar américain perdra en valeur à moyen terme. Les droits de douane à l'importation de Donald Trump sont également un obstacle au commerce avec l'Europe. Avec Kamala Harris en revanche, on peut s'attendre à une politique plus proche de celle de Joe Biden, ce qui soutiendra davantage le commerce et les relations avec l'Europe.

Commentaires sur les décisions de placement

**L'économie mondiale devrait accélérer en 2025.
Nous maintenons la surpondération dans les actions.**



7

L'activité économique devrait réaccélérer avec les nombreuses baisses de taux attendues

En septembre, les grandes banques centrales (Fed, BCE, BNS) ont baissé leur taux de façon coordonnée. Nous tablons à nouveau sur une baisse coordonnée de ces trois banques centrales en décembre prochain. En se projetant sur 2025, la cadence des baisses de taux, surtout aux États-Unis et en Europe, devrait s'accélérer. Cette coordination des grandes banques centrales qui lèvent simultanément le pied du frein ainsi que l'amplitude des baisses de taux permettront à l'économie mondiale de sortir progressivement de la phase d'expansion économique modérée, pour se diriger vers une activité économique plus dynamique.

«Avec des indicateurs économiques au vert, les actions conservent leur potentiel de hausse.»

D'autres sujets importants pour les investisseurs continuent de dominer l'actualité. La (géo)politique avec le conflit au Moyen-Orient et les élections américaines notamment. Si ces facteurs de risque sont à monitorer, nous ne nous attendons pas à des impacts durables sur les marchés si une surprise intervenait de ce côté. En effet, l'issue des élections américaines a historiquement des impacts à court terme et les marchés récupèrent rapidement. De plus, les démocrates et républicains prévoient d'augmenter tous les deux les dépenses, ce qui est positif pour l'activité économique.

Par rapport au volet géopolitique, la dernière réplique iranienne sur Israël au mois d'octobre n'a eu aucun impact sur les marchés, avec le S&P500 (l'indice phare des actions américaines) qui a réalisé des plus hauts historiques durant cette période.

Nous maintenons la surpondération dans les actions

En se projetant sur 2025, plusieurs facteurs restent positifs. C'est la raison pour laquelle nous maintenons notre surpondération dans les actions qui ont encore du potentiel pour plusieurs raisons. Premièrement, les indicateurs économiques sont au vert. Le rapport de l'emploi US du mois d'août mentionnait un feu orange, mais au mois de septembre, celui-ci est repassé au vert. Ensuite, les perspectives bénéficiaires restent positives. Les entreprises augmentent leurs profits, et ceux-ci sont attendus en hausse l'année prochaine. Troisièmement, les conditions financières restent bonnes. Les primes de risque crédit pour les obligations d'entreprises demeurent à un niveau historiquement bas. Finalement, durant les mois de novembre et décembre, les marchés montent bien souvent, un phénomène appelé le rallye de Noël.

En outre, nous augmentons les obligations internationales au détriment des obligations suisses. Le rendement de ces dernières est plus faible que l'inflation et nous paraît trop bas. Au contraire, en Europe et aux États-Unis, les rendements sont plus élevés et supérieurs à l'inflation. De plus, les banques centrales américaine et européenne devraient baisser plus rapidement les taux que la Banque nationale suisse.



Mathias Cotting, CFA
Économiste responsable



Andrin Albrecht
Économiste

Tableaux de performance

8

Actions	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	2024 (%, en monnaie locale)	2024 (%, en CHF)
Monde	-0,2	19,1	22,6
Suisse	-0,2	11,8	11,8
Zone Euro	-1,9	11,6	12,5
États-Unis	1,7	23,2	26,8

Obligations	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	2024 (%, en monnaie locale)	2024 (%, en CHF)
Oblig. étatiques	-1,6	0,7	1,7
Oblig. d'entreprises	-4,1	4,4	7,4
Marchés émergents (USD)	-1,9	9,5	12,7

Rendements	en %	Depuis 1 mois (chgmt. absolu)	2024 (changement absolu)
3 ans - Suisse	0,32	-0,04	-0,63
3 ans - Allemagne	2,00	0,06	-0,30
3 ans - USA	4,08	0,61	0,08
10 ans - Suisse	0,45	0,03	-0,25
10 ans - Allemagne	2,29	0,15	0,26
10 ans - USA	4,27	0,52	0,41

Devises	Taux de change	Depuis 1 mois (en %)	2024 (en %)
EUR/CHF	0,937	-0,5	0,8
USD/CHF	0,866	2,8	2,9

Alternatifs	Prix	Depuis 1 mois (en %)	2024 (en %)
Immobilier ind. Suisse	198	1,1	11,3
Or (USD/once)	2743	3,6	32,8
Pétrole (WTI, USD/baril)	68	-1,6	-5,9

Données au 28.10.24
Source: LSEG Datastream, BCSV

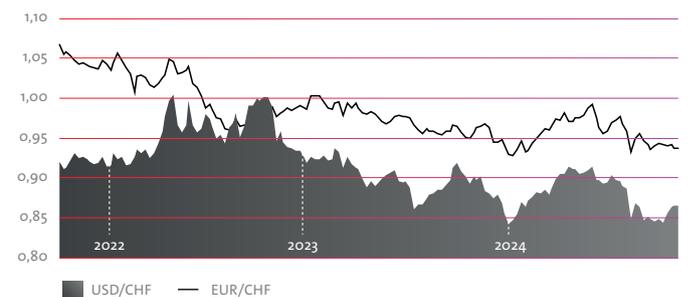
Suisse et Monde (Indice de prix)



Rendements des emprunts étatiques 10 ans



Taux de change



Évolution des prix de l'or et de l'immobilier

