

Market

—
Octobre 2024

Bienvenue
Chez Vous



BCVS

GESTION DE FORTUNE

BCVS.ch

**Mathias Cotting, CFA**
Économiste responsable

- 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
Neven Barada, CFA, Responsable Advisory
Gégoire Genolet, Investment Manager
Claude-André Maître, Investment Manager

Éditorial

Sion, le 30 septembre 2024

La douche écossaise**Élection américaine: en attente des résultats**

Dans cet éditorial, le focus pourrait être mis sur les élections présidentielles américaines, un évènement majeur pour les investisseurs et qui approche à grands pas. Les deux candidats ont probablement tous les deux des points positifs et négatifs pour l'économie et les marchés financiers. Par exemple, Kamala Harris propose de remonter les taxes aux entreprises, alors que du côté républicain, Trump parle de les abaisser. Concernant la politique extérieure, un Donald Trump au pouvoir provoquerait probablement un regain des tensions au niveau de la géopolitique mondiale. Mais avec les résultats qui tomberont tout prochainement, il est peut-être plus sage de ne pas trop s'attarder et pronostiquer sur le sujet. Qui plus est, entre les promesses de campagnes et la réalité, beaucoup de choses peuvent encore se passer. Après tout, nous serons tout prochainement fixés sur le sujet.

Les marchés financiers garantissent des sensations

Les turbulences sur les bourses de cet été s'éloignent quelque peu. Peut-être est-il intéressant de revenir sur les périodes de baisses des marchés redoutées par les investisseurs, avec une analogie inspirée de mes dernières vacances. Comme nous cherchions à éviter les fortes chaleurs et canicules de plus en plus fréquentes, nous avons choisi l'Ecosse dont les rumeurs sur le climat s'avèrent tout à fait véridiques. Et là-bas, en dehors de beaux paysages et des boissons maltées, j'ai découvert la douche écossaise, un concept que les investisseurs devraient connaître. En effet, au sens propre, la douche écossaise est utilisée pour revigorer la circulation sanguine, en alternant eau chaude et eau froide. Au sens figuré, c'est une expression qui désigne une vive alternance de sensations qui passent brutalement du positif au négatif.

Sur les marchés financiers, il n'est pas rare d'observer pareilles sensations, c'est-à-dire de passer de la douche chaude à la douche froide, comme au début du mois d'août dernier. Et c'est même un point important à connaître lorsqu'on investit : l'eau chaude n'est pas continue et les marchés ne montent pas tout le temps. Heureusement, les périodes de baisses ne durent pas trop longtemps. Warren Buffet l'a d'ailleurs dit, durant le XX^e siècle, il y a eu deux Guerres mondiales, des conflits militaires, la Grande Dépression, une dizaine de récessions, des crises pétrolières, etc. Malgré ces évènements et les baisses temporaires, les actions américaines sont montées de plus de 5% par année durant le XX^e siècle (l'indice Dow Jones passant de 66 points à 11'497 points).

Changement important dans le paysage économique

Au-delà de la douche écossaise, un changement important se dessine depuis l'été par rapport aux taux directeurs. Depuis début 2024, nous nous trouvons dans l'amorce du cycle de baisse de taux. La Banque nationale suisse avait eu l'honneur d'être la première à le faire en mars (trois baisses à ce jour), suivie de la Banque centrale européenne en juin (deux baisses à ce jour). Les États-Unis ont maintenant entamé un tel cycle en septembre avec 0.5% de baisse. Nous sommes maintenant dans une nouvelle phase, les banques centrales vont accélérer la cadence pour ces prochains mois. La Réserve fédérale a par ailleurs annoncé vouloir diminuer de 0.5% encore en 2024, puis 1% à nouveau en 2025.

Le «début du cycle de baisse» des taux directeurs, qui prévalait depuis début 2024, se transforme en une «normalisation des taux». Cette perspective devrait permettre de maintenir une bonne température de douche pour les investisseurs en 2025.

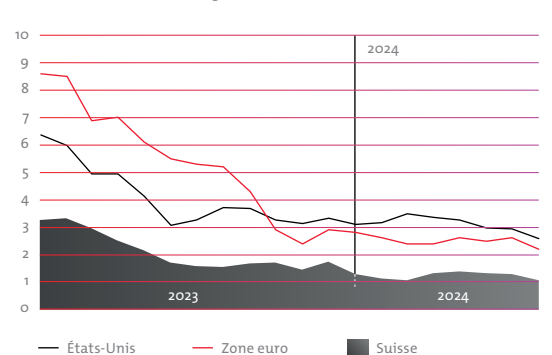
Évaluation de la situation économique

Le cycle de baisse des taux directeurs continue en septembre, avec des baisses coordonnées des grandes banques centrales. Les perspectives économiques restent positives.

L'inflation se rapproche des objectifs des banques centrales

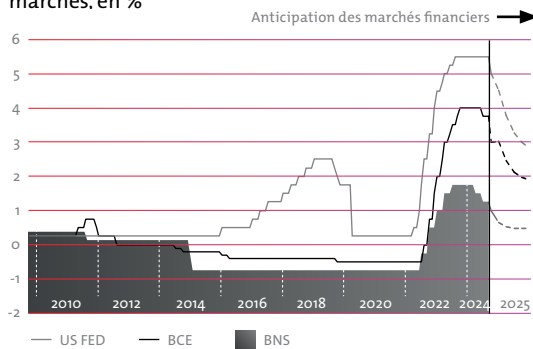
Les pressions inflationnistes continuent de se détendre progressivement au niveau mondial. Au mois d'août, l'inflation est ressortie à 2.6%, 2.2% et 1.1% aux États-Unis, en Europe et en Suisse respectivement. Aux États-Unis, là où l'inflation est la plus élevée dans les grandes économies, les progrès sont importants entre juillet et août (de 2.9% à 2.6% d'inflation, changement annuel). Les objectifs des banques centrales ne sont plus très loin. La tendance de décrue de l'inflation devrait se poursuivre ces prochains trimestres. En effet, premièrement, la croissance des salaires au niveau mondial (qui avait contribué à la vague inflationniste) continue de se normaliser. Le marché de l'emploi qui se détend progressivement y contribuera. Ensuite, le prix des matières premières a maintenant bien baissé. Avec l'économie chinoise toujours en perte de vitesse, nous ne nous attendons pas à un rebond de ce côté.

Les pressions inflationnistes continuent de se détendre



Les taux directeurs vont continuer à baisser en 2025

Taux directeurs historiques et anticipations des marchés, en %



Baisse coordonnée des taux directeurs en septembre

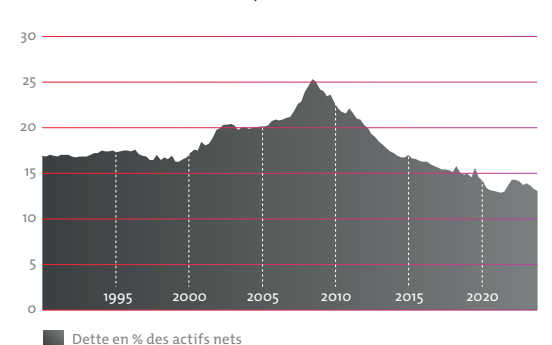
Pour les politiques monétaires, le mois de septembre marque la baisse coordonnée des taux des grandes banques centrales, et l'amorce du cycle de baisse des taux aux États-Unis. En Europe, les taux sont abaissés pour la 2^e fois cette année, de 3.75% à 3.50%. Les États-Unis ont, quant à eux, réduit de 0.5% leur taux en septembre. Finalement en Suisse, la Banque nationale a elle aussi ajusté son taux directeur de 1.25% à 1.00%, la troisième baisse de taux cette année. Ces interventions surviennent alors que l'économie a légèrement ralenti durant l'été. Les pressions inflationnistes se sont atténuées. Avec cette perspective, les marchés financiers anticipent de nombreuses diminutions de taux sur ces douze prochains mois. Par exemple aux États-Unis, 8 baisses de taux sont anticipées d'ici septembre 2025 (2% au total, après les 0.5% en septembre). Ces anticipations paraissent complaisantes. En effet, les données économiques, ces prochains trimestres, définiront l'amplitude des baisses de taux. De plus, la Réserve fédérale aux États-Unis suggère à ce jour 1.5% de réduction de taux d'ici fin 2025.

Nous tablons sur une croissance positive de l'économie mondiale

Bien que l'économie montre de légers signes d'essoufflement, nous tablons sur une croissance positive au niveau mondial au second semestre de cette année et pour l'année prochaine. Le consommateur américain restera selon nous un moteur important pour l'économie. Il présente une situation financière saine avec des taux d'endettement très bas. Avant la grande crise financière de 2008, le consommateur s'était fortement endetté et la croissance était fondée sur la dette des ménages. Depuis la période post-pandémie, la consommation est soutenue par un marché de l'emploi dynamique avec notamment des hausses de salaires. De plus, les prochaines baisses de taux seront positives sur l'économie, même s'il est encore difficile à quantifier les potentiels effets sur celle-ci. La croissance mondiale pourrait ré-accélerer durant l'année 2025, voire en 2026 selon la répercussion de la baisse des taux sur le système. Historiquement, lorsque les banques centrales abaissent leur taux directeur, sans choc externe ou récession, la croissance de l'économie accélère.

Les ménages américains sont peu endettés

Dette en % des actifs nets, aux États-Unis



Source: ISEG Datastream, BCVS

Harris ou Trump?

Les pronostics restent serrés entre les deux candidats pour l'élection américaine du 5 novembre prochain. Si les présidentielles dominent l'actualité, le parti qui contrôlera le Congrès et la Chambre des représentants est une variable tout aussi importante. Il semble peu probable que la future ou le futur

président obtienne le contrôle du Congrès. Avec ce scénario, un président démocrate ou républicain dont le parti n'est pas majoritaire au Congrès, les impacts sur les marchés financiers devraient être contenus sur le moyen terme.

Quelle a été l'évolution des marchés financiers ?

Les actions américaines enregistrent un nouveau plus haut en septembre. Après 50 points de base de baisse de taux aux USA, un tournant se dessine sur les taux d'intérêt.

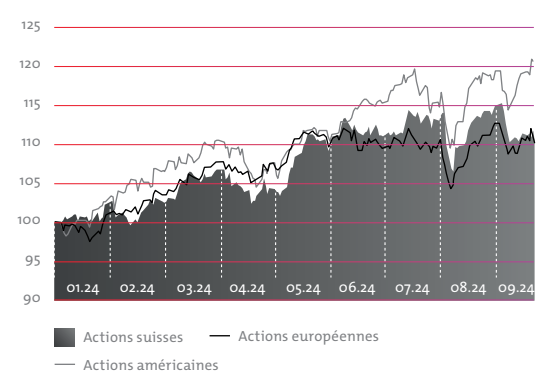
4 Nouvelle avancée des bourses, et nouveau record pour les actions américaines en septembre

Les tensions et le regain de volatilité du mois d'août observés sur les marchés financiers semblent se dissiper encore plus. Quelques chiffres ont confirmé la bonne tenue de l'économie mondiale, et les craintes de récession ont encore diminué. Durant le mois de septembre, les marchés étaient en attente de la réunion de la Réserve fédérale, qui a annoncé sa première baisse de taux depuis 2020. Cette dernière a réduit de 0.5% le taux directeur américain, un mouvement plus fort que les 0.25% «habituels». Cette surprise, ainsi que les commentaires positifs sur l'économie du président de l'institution, ont redonné du carburant aux marchés financiers. Les actions américaines ont dépassé les derniers plus hauts enregistrés au mois de juillet. Les marchés européens et suisse ont également regagné en altitude sous cette même impulsion. La Suisse reste légèrement en retrait depuis quelques semaines, de par son caractère défensif et au vu de la force du franc notamment.

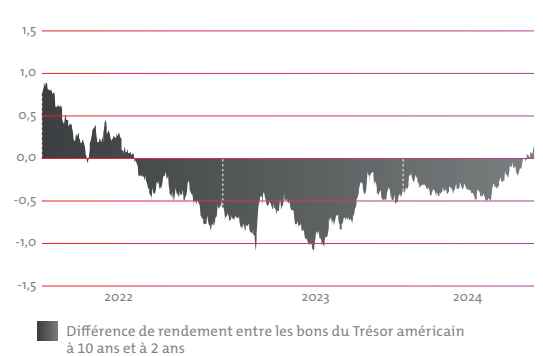
La baisse de 50 points de base du taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine (Fed) marque le tournant des taux d'intérêt

En septembre, l'attention s'est surtout portée sur la décision de la Banque centrale américaine, la Fed, concernant les taux d'intérêt. En amont de cette décision, une baisse de 25 points de base a d'abord été considérée comme probable. Après des données positives sur l'inflation et le marché de l'emploi, qui ne connaît pas de ralentissement sensible, la Fed a profité de l'occasion pour abaisser de 50 points de base les taux d'intérêt actuellement élevés dans le contexte historique. Dans cette situation, les taux d'intérêt à court et à long terme ont connu des mouvements sensibles. L'écart entre le rendement des bons du Trésor américain à dix ans et à deux ans a été constamment négatif depuis juillet 2022. Actuellement, la courbe des taux aux États-Unis réalise un changement décisif: les taux d'intérêt à court terme baissent plus rapidement que les taux d'intérêt à long terme. Les taux d'intérêt à 2 ans (court terme) reflètent ainsi les attentes en matière de taux directeurs des banques centrales (plus de détails sur la courbe des taux à la page 5).

Les actions américaines réalisent un nouveau plus haut en septembre



La courbe des taux redevient positive aux États-Unis

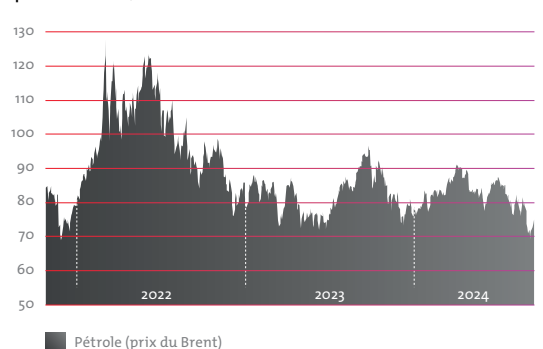


«Les marchés financiers ont retrouvé du carburant en septembre pour établir de nouveaux records.»

Le demande de pétrole s'essouffle

Au cours du mois de septembre le prix du baril de «brent», principal référence mondiale du marché du pétrole, a franchi à la baisse le seuil de 70 dollars. Ce niveau n'avait plus été atteint depuis décembre 2021. Les inquiétudes sur les économies chinoise et américaine semblent être à l'origine de cette dépréciation. La demande de ces deux pays a, en effet, un impact prépondérant sur l'évolution du cours du pétrole. Un secteur immobilier en difficulté, une hausse du chômage et une décélération de la production industrielle pénalisent la consommation de la Chine qui représente le premier importateur mondial de pétrole. Quant aux États-Unis, plus grand consommateur au monde, des statistiques plus faibles qu'attendues, à l'image des chiffres de l'emploi, ont fait craindre un ralentissement de la croissance plus marqué qu'escompté. À court terme, l'or noir bénéficie de la poursuite des tensions géopolitiques et de la baisse des taux de référence de la Banque centrale américaine. Un loyer de l'argent plus faible stimule la consommation de pétrole.

Le pétrole franchit les 70 dollars

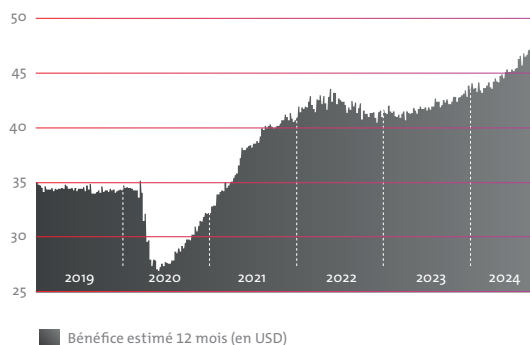


Source: LSEG Datastream, BCVS

Coup d'œil sur les classes d'actifs

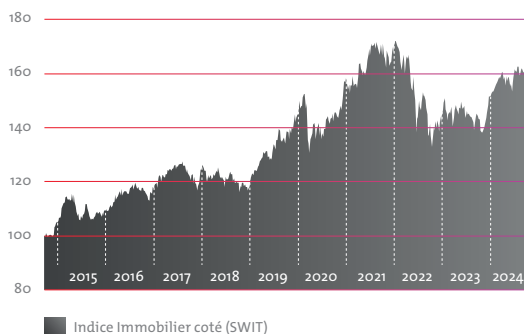
**Les actions sont soutenues par une économie qui reste solide aux États-Unis.
Un environnement de taux bas profitera aux fonds immobiliers suisses.**

Les bénéfices attendus continuent de progresser Évolution des bénéfices estimés sur 12 mois pour les actions mondiales



L'immobilier suisse a encore du potentiel Base 100

Source: LSEG Datastream, BCV/S



Les actions sont soutenues par une économie qui reste solide aux États-Unis

Lors de la conférence de la Fed qui a suivi l'annonce de la baisse des taux de 50 points de base à 5%, J. Powell a insisté sur la bonne santé de l'économie aux États-Unis. La baisse n'est pas un mouvement suite à une inquiétude de récession. Elle est destinée à ramener les taux directeurs vers un niveau neutre (3%?) afin de maintenir la robustesse de l'activité économique et du marché de l'emploi. L'inflation est désormais maîtrisée. En parallèle, la publication des résultats d'entreprises s'est soldée par une bonne surprise pour les bénéfices mais un peu d'inquiétude pour les chiffres d'affaires. Pour l'année 2024 complète, la progression attendue des bénéfices est d'environ 10% aux États-Unis et 13% pour 2025, ce qui est plausible avec le scénario de base d'un «soft landing» de l'économie. Si septembre est un mois souvent négatif pour les actions, l'année électorale freine la progression de celles-ci en octobre avant de permettre une accélération sur la fin d'année, une fois que les élections du 5 novembre prochain seront passées.

5

Un environnement de taux bas profitera aux fonds immobiliers suisses

Lorsque les taux baissent, la charge hypothécaire se réduit pour l'acquisition d'un bien immobilier et cela conduit à une hausse du prix de l'immobilier. Les investisseurs se tournent également vers cette classe d'actif durant cette période afin de trouver des rendements plus intéressants que ce qu'offre une obligation. Actuellement, les fonds immobiliers affichent en moyenne 2.6% de rendement, soit 2% de plus qu'une obligation suisse gouvernementale avec une échéance à 10 ans. Si on compare la valorisation des fonds immobiliers par rapport au niveau des taux, elle est encore très attractive. Dans ce contexte, les fonds immobiliers devraient progresser durant le dernier trimestre de l'année. Sur le moyen terme, ils restent également attractifs, au vu des baisses de taux directeurs attendues au niveau mondial.

La courbe des taux d'intérêt

La conjoncture d'une économie va-t-elle évoluer positivement ou négativement? Peut-on s'attendre à une croissance stable ou faut-il s'attendre à des temps incertains? Pour répondre à ces questions, on peut se servir de la courbe des taux d'intérêt d'un pays: plus elle est inclinée vers le haut (les taux long terme sont supérieurs aux taux court terme), plus les attentes du marché sont positives - et inversement. Que faut-il savoir de plus?

- Les courbes des taux d'intérêt sont normalement croissantes (les obligations à long terme obtiennent un rendement plus élevé). Elles peuvent aussi être plates (les rendements à long et à court terme sont

similaires) et décroissantes / inversées (les obligations à court terme obtiennent des rendements plus élevés que les obligations à long terme).

- Lorsque la courbe des taux était décroissante / inversée historiquement, la conjoncture a traversé des périodes plus difficiles, tout comme les marchés des actions. Par conséquent, la courbe des taux d'intérêt peut donner un signal pour les investisseurs..

Positionnement et changements

6



← → Changements indiqués par la flèche rouge.

Commentaires sur les décisions de placement

Les baisses de taux directeurs vont impacter positivement l'économie. Nous maintenons les actions et les obligations «High Yield» à surpondérer. Nous augmentons les fonds immobiliers suisses cotés.



7

Avec les baisses de taux directeurs qui vont s'accélérer, la vue d'ensemble côté économie s'améliore

La vue d'ensemble «économique» qui se dessine sur les quelques prochains trimestres peut être qualifiée de positive. Avec la forte baisse de l'inflation, les banques centrales ouvrent maintenant un nouveau chapitre, celui de la normalisation des taux directeurs. Les quelques premières baisses de taux que nous avons

Nous maintenons les actions et les obligations «High Yield» à surpondérer

Par conséquent, l'économie mondiale pourrait ré-accélérer, un développement bienvenu pour les entreprises et les investisseurs. Au vu de cette perspective, nous maintenons un niveau de risque supérieur aux allocations de référence dans les portefeuilles. En effet, nous avons initié une surpondération dans les actions au mois d'août, pour profiter de la correction du moment. Dans le segment des obligations, nous sommes fortement investis dans les obligations «High Yield» (les plus risquées). Ces dernières restent une conviction forte dans un environnement économique positif car les niveaux de rendement sont extrêmement attractifs.

«L'impact des baisses de taux est in fine positif sur l'économie.»

eues depuis le début de l'année vont se transformer d'ici fin 2024 et sur 2025 en un nombre plus important de réductions de taux en Europe et aux États-Unis. La question clé qui se pose maintenant est la suivante: à quel point ces diminutions auront un impact positif sur la croissance économique? A ce stade, il est difficile de répondre de façon claire à cette question. Toutefois, si les effets positifs prendront probablement plusieurs mois à se faire ressentir, une chose est sûre, l'impact des baisses de taux est in fine positif sur l'économie.

Les rendements obligataires en franc suisse ont beaucoup baissé depuis juillet dernier. Cette baisse intègre selon nous beaucoup de bonnes nouvelles. Si l'inflation devait par exemple légèrement ré-accélérer, ou si les anticipations de baisse de taux étaient quelque peu revues à la hausse, les rendements pourraient remonter. Par conséquent et pour les raisons mentionnées, nous baissions la part des obligations suisses et réduisons la durée. En parallèle, nous augmentons les fonds immobiliers suisses dont les rendements sont plus attractifs et la saisonnalité de fin d'année redevient intéressante.



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	2,4	19,4	19,4
Suisse	0,0	12,0	12,0
Zone Euro	3,5	13,8	15,2
États-Unis	2,2	21,2	21,2

Obligations	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	2024 (%, en monnaie locale)	2024 (%, en CHF)
Oblig. étatiques	0,9	2,3	2,7
Oblig. d'entreprises	2,2	8,9	8,9
Marchés émergents (USD)	2,5	11,6	11,7

Rendements	en %	Depuis 1 mois (chgmt. absolu)	2024 (changement absolu)
3 ans - Suisse	0,36	-0,16	-0,96
3 ans - Allemagne	1,94	-0,31	-0,65
3 ans - USA	3,48	-0,31	-0,72
10 ans - Suisse	0,41	-0,05	-1,19
10 ans - Allemagne	2,14	-0,15	-0,42
10 ans - USA	3,75	-0,17	-0,08

Devises	Taux de change	Depuis 1 mois (en %)	2024 (en %)
EUR/CHF	0,941	0,0	1,2
USD/CHF	0,842	-0,1	0,0

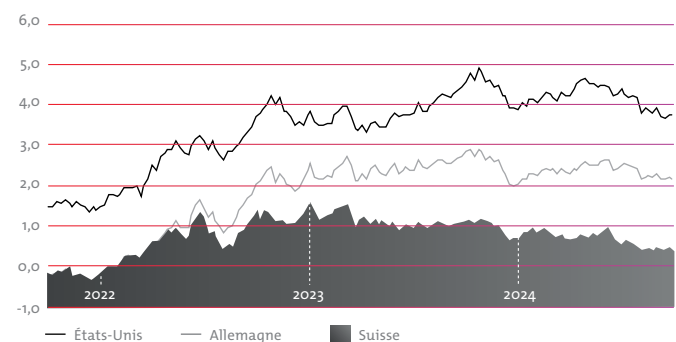
Alternatifs	Prix	Depuis 1 mois (en %)	2024 (en %)
Immobilier ind. Suisse	197	2,9	10,1
Or (USD/once)	2648	5,3	28,2
Pétrole (WTI, USD/baril)	69	-10,2	-4,4

Données au 29.09.24
Source: ISEG Datastream, BCVS

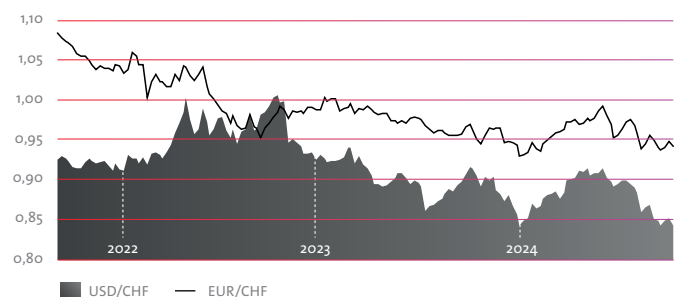
Suisse et Monde (Indice de prix)



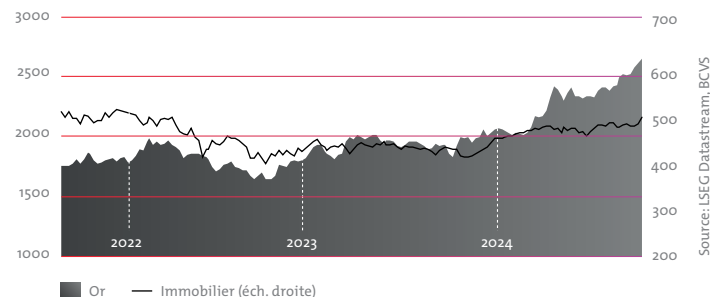
Rendements des emprunts étatiques 10 ans



Taux de change



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



Source: ISEG Datastream, BCVS