

# Market

Septembre 2024

Bienvenue  
Chez Vous



**BCVS**

GESTION DE FORTUNE

BCVS.ch



*Cotting M.*

**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  
Neven Barada, CFA, responsable Advisory  
Marc Farquet, Collaborateur Asset Management

**Éditorial**

Sion, le 28 août 2024

## Les corrections boursières font partie des affaires courantes

### Beaucoup d'évènements en juillet, et des marchés calmes

L'été est souvent caractérisé comme étant une période plus calme. Cette année pourtant, beaucoup d'évènements se sont produits. Nous avons eu des élections en Grande-Bretagne, puis une tentative d'assassinat sur Donald Trump. Joe Biden s'est retiré de la course à la présidence et a été officiellement remplacé par Kamala Harris. Sur la fin du mois de juillet, on peut même mentionner une panne informatique qualifiée d'historique qui a paralysé plusieurs aéroports et d'autres services durant plusieurs heures au niveau mondial. Ces évènements auraient pu clairement peser sur les marchés, mais ça n'a pas été le cas, les bourses ont été résilientes au mois de juillet, jusqu'à...

### Les turbulences du mois d'août sont-elles justifiées?

Au début du mois d'août, les bourses mondiales ont plongé fortement et rapidement de presque 10% environ. Deux éléments principaux expliquent l'augmentation des craintes. Premièrement, le taux de chômage aux États-Unis a légèrement augmenté. La presse et quelques prophètes financiers ont alors relayé des risques de récession imminente aux États-Unis. Deuxièmement, la Banque centrale du Japon a remonté ses taux directeurs de façon surprise de 0.15 point de pourcentage (de 0.1% à 0.25%). Le yen japonais, à un niveau très bas, a rebondi très fortement provoquant la chute des actions japonaises dans un mouvement de «sell-off». Mais que penser de tout ça? L'économie est-elle en train de ralentir fortement? Nous estimons que la situation économique n'a pas fondamentalement changé par rapport aux derniers mois. Tout d'abord, l'augmentation du taux de chômage aux États-Unis est presque entièrement due aux nouveaux entrants sur le marché de l'emploi (étudiants et nouveaux immigrants). Ensuite, les indicateurs avancés montrent une économie en expansion, mais qui cependant ralentit.

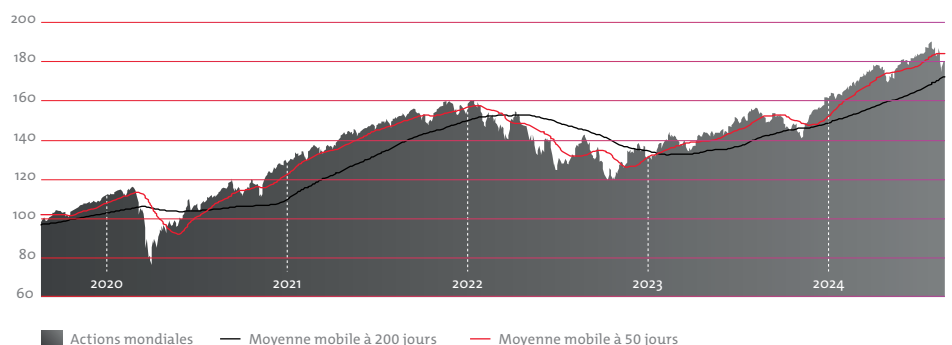
### Ne pas succomber à la peur, les baisses se produisent régulièrement

Cette correction du mois d'août, de nature technique (c'est-à-dire liée au sentiment) plutôt que fondamentale (car la situation économique n'a pas changé), rappelle aux investisseurs qu'il faut garder le cap avec la stratégie et que les baisses font partie des affaires courantes. En octobre 2023, les marchés avaient baissé de 10% environ sur crainte de récession, avant de rebondir. En 2022, la guerre en Ukraine et la normalisation des taux avaient pesé sur les bourses (-20% environ) alors que durant les années 2020, c'était la pandémie. Par rapport à la correction récente, une baisse de 10% intervient «régulièrement», presque chaque année, avant que les bourses ne récupèrent de nouveau.

De plus, il est difficile de prévoir quand les marchés reculeront. En effet, cette année il aurait été plus évident de voir les bourses baisser au mois de juillet, au vu des évènements, plutôt qu'en août.

L'automne 2024 sera également riche en évènements. Pour les investisseurs, l'élection américaine sera sur le devant de la scène, ce qui peut faire bouger les marchés sur le court terme. Sur le moyen terme, nous estimons que les progrès importants de l'inflation et le début du nouveau cycle de baisse de taux aux États-Unis dicteront désormais le ton sur les marchés financiers. Ceux-ci pourraient alors attaquer une nouvelle ascension, voire dépasser les derniers sommets historiques.

### Les marchés boursiers ont baissé de 10% environ durant l'été Évolution des actions mondiales, base 100



Source: LSEG Datastream, BCVS

## Évaluation de la situation économique

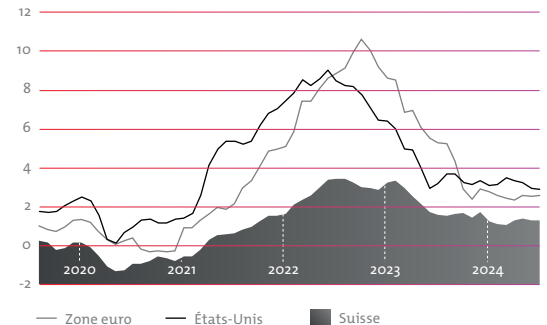
Les taux directeurs de la Réserve fédérale sont attendus en baisse en septembre, ce qui marquera le début de la normalisation de la politique monétaire. Les perspectives économiques restent positives.

### La Réserve fédérale baissera ses taux au mois de septembre

L'inflation s'est stabilisée depuis plusieurs trimestres maintenant. Au mois de juillet, elle a été publiée à 2.9% aux États-Unis, 2.6% en Europe et 1.3% en Suisse. Les chiffres d'inflation de ces trois derniers mois sont très rassurants. Par exemple aux États-Unis, l'inflation entre juin et juillet a été publiée à 0.2%, un niveau faible. Les mois précédents, c'était également le cas. La Réserve fédérale n'a toujours pas abaissé ses taux directeurs, ces derniers étant maintenus inchangés depuis juillet 2023. Nous sommes d'avis qu'elle les diminuera lors de sa prochaine réunion les 17-18 septembre, ce qui marquera le début du cycle baissier des taux. Au vu du léger ralentissement conjoncturel, la Banque centrale aux États-Unis pourrait être en retard. Par conséquent, d'autres baisses de taux sont attendues d'ici la fin d'année.

### L'inflation s'est stabilisée depuis fin 2023

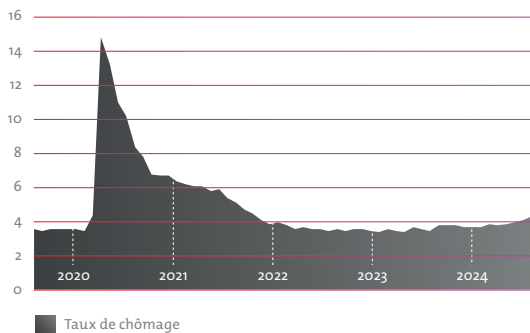
Variation annuelle, en %



3

### Le taux de chômage aux États-Unis est remonté à 4.3% au mois de juillet

En %



### Les derniers chiffres du marché de l'emploi n'indiquent pas de récession

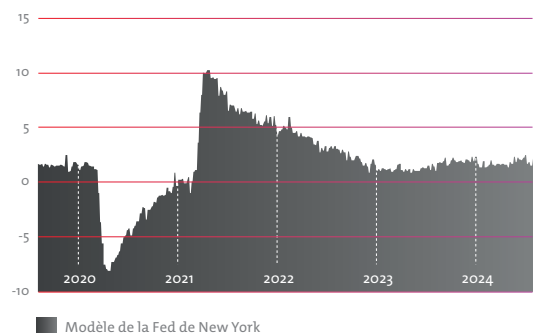
Le taux de chômage aux États-Unis est remonté au mois de juillet, de 4.1% à 4.3%. Dans le même temps, le nombre de postes créés a été inférieur aux attentes. Il n'en fallait pas moins pour raviver le spectre d'une récession. Nous estimons que les risques de récession sont exagérés à ce stade. En effet, un taux de chômage à 4.3% reste à un niveau bas historiquement, bien plus bas que durant les dernières récessions de 2000 ou 2008. En moyenne, 200'000 postes par mois ont été créés cette année contre moins de 50'000 lors des récessions. Finalement, les postes à repourvoir sont à un niveau record, ce qui restera un facteur de soutien pour le marché de l'emploi et pour le consommateur. Par conséquent, les derniers chiffres publiés corroborent avec une économie en expansion modérée plutôt qu'une économie se dirigeant vers une récession (cf. encadré ci-dessous).

### Les perspectives économiques sont positives

En parallèle aux chiffres de l'emploi, bon nombre d'indicateurs économiques restent positifs. Les indices des directeurs d'achat se maintiennent au-dessus de 50 points, en territoire d'expansion dans les grandes régions. Les dernières craintes de récession remontent à octobre 2023. Durant cette période, les indices des directeurs d'achat étaient à des niveaux plus faibles, et en territoire de contraction en Europe notamment. De plus, la Réserve fédérale de New York gère un modèle visant à évaluer l'activité économique américaine en temps réel : le « Nowcast de la Fed de New York » (cf. graphique). Ce dernier inclut des données sur le secteur du logement et de la construction, le secteur manufacturier, les sondages, les données relatives aux ventes et à la consommation, le marché du travail, etc. En agrégeant toutes ces données, le modèle donne une estimation de la croissance du PIB aux États-Unis. Pour le trimestre en cours, elle ressort à environ 2%.

### L'indicateur économique de la Fed de New York reste en territoire positif

Estimation de croissance du PIB, en %



Source: LSEG Datastream, BCVS

## La règle de Sahm et les récessions

Claudia Sahm, une ancienne économiste de la Réserve fédérale avait élaboré la règle suivante : lorsque le chômage moyen des trois derniers mois augmente de 0.5 point de pourcentage par rapport à son niveau le plus bas, nous sommes dans les premiers mois d'une récession. Avec les derniers

chiffres du rapport de l'emploi aux États-Unis, quelques économistes et journaux ont recyclé les vieux titres d'une récession imminente suite à l'activation de la règle de Sahm. Cependant, le taux de chômage ne monte pas en raison de suppressions d'emploi, mais de nouveaux entrants dans le marché du travail. Par conséquent, la règle de Sahm n'est pas valable cette fois-ci, de l'avis même de Claudia Sahm.

## Quelle a été l'évolution des marchés financiers ?

Les actions ont baissé au début du mois d'août, avant de rebondir sur fond de bons chiffres économiques. Dans ce contexte de volatilité, le franc suisse s'est apprécié.

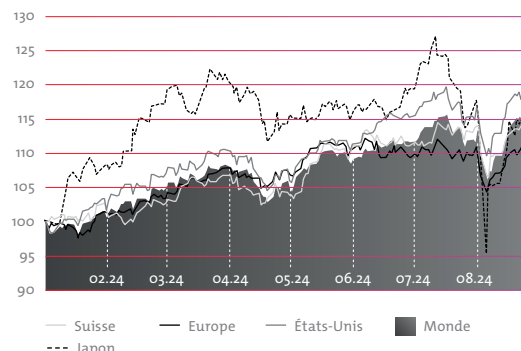
4

### Grand huit sur les marchés des actions

Les marchés des actions ont été turbulents durant le mois d'août. La publication des données liées au marché de l'emploi américain a été inférieure aux attentes et a activé la règle de Sahm laissant présager une récession (expliquée en page 3). Ces craintes excessives ont fait plonger les actions mondiales d'environ 10% en deux jours. De plus, cette correction a été amplifiée par le dénouement des positions de portage du yen japonais («Carry trade» expliquée en page 5). Cette chute des bourses mondiales a été accentuée par les faibles volumes d'actions échangés durant l'été. Finalement, le 7 août, la Banque centrale du Japon (BoJ) a rassuré les marchés. Elle a annoncé repousser les prochaines hausses de taux. Cette nouvelle, combinée à plusieurs indicateurs économiques positifs, a permis aux bourses mondiales de rebondir et d'effacer une partie de la baisse.

### Le stress sur les marchés a impacté toutes les places boursières

Base 100, en monnaie locale

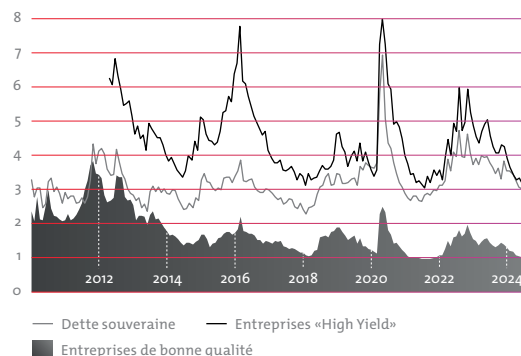


### Les obligations les plus risquées résistent

La nervosité sur les marchés financiers a eu un impact marqué sur les actions et les devises, mais faible sur les obligations du segment le plus risqué. Sur les marchés obligataires, les rendements se sont contractés sur les obligations réputées sûres (anticipation de la baisse des taux directeurs aux États-Unis) mais n'ont pas vraiment augmenté sur les obligations risquées. En conséquence, les primes de risque (spread) se sont légèrement écartées rendant les obligations risquées encore plus intéressantes. Les investisseurs ont conservé leurs obligations à haut rendement et celles des pays émergents pendant le mouvement de panique. Ils restent confiants : celles-ci ont de bonnes perspectives grâce aux rendements absolus élevés qui offriraient une certaine protection en cas de ralentissement marqué de l'économie.

### Les primes de risque des obligations crédit ont augmenté

Prime de risque, en %



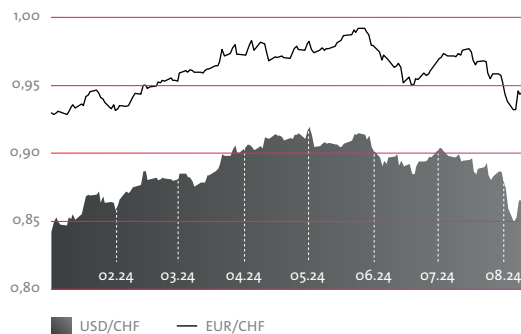
«Plusieurs indicateurs économiques positifs ont permis aux bourses mondiales de rebondir et d'effacer une partie de la baisse du mois d'août.»

### Le franc suisse se renforce face à l'euro et au dollar américain

La devise américaine et la devise unique européenne poursuivent leur baisse face au franc suisse durant l'été, une tendance observée depuis le mois de mai. Plusieurs éléments expliquent cette baisse. Premièrement, en mai et en juin, l'issue des élections européennes et des prochaines élections américaines ont pesé sur les deux devises. Ensuite, aux mois de juillet et août, quelques données économiques ont ramené de la volatilité sur les bourses avec des craintes de récession. Les marchés financiers ont alors anticipé une augmentation du nombre de baisses de taux en Europe et aux États-Unis. Dans le cas de baisses de taux de la part de la BCE et de la FED, le différentiel de taux avec le franc suisse se réduirait, ce qui pèse sur l'euro et le dollar. De plus, les périodes de volatilité sont bien connues pour voir le franc suisse, valeur refuge par excellence, s'apprécier.

### Le franc suisse s'est renforcé depuis le mois de juillet

Cours de change

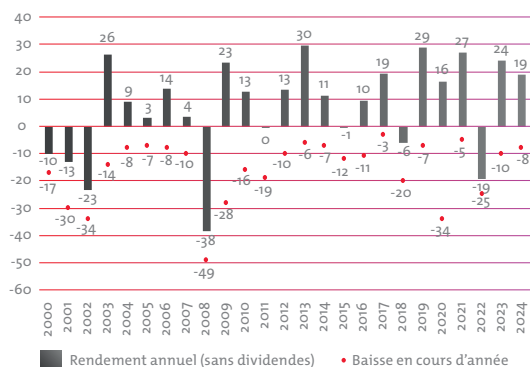


Source: ISEF Datastream, BCVS

## Coup d'œil sur les classes d'actifs

**La baisse des marchés n'est pas liée à des changements fondamentaux de l'économie.  
Le sentiment sur les bourses est revenu à un niveau raisonnable.**

### Performances et pertes maximales pendant l'année des actions américaines en %



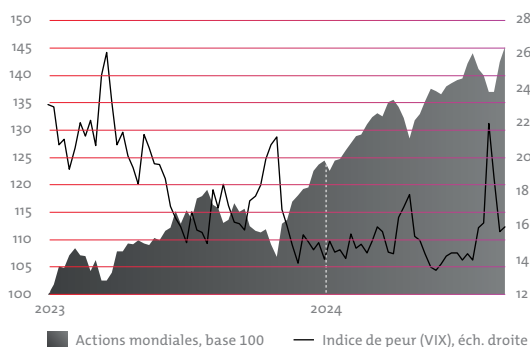
### La récente correction est de nature technique plutôt que fondamentale

La baisse récente des bourses a surpris par sa rapidité et son ampleur. Toutefois, les marchés corrigent fréquemment. Historiquement, un recul de 5% à 10% intervient relativement régulièrement, presque chaque année. Une baisse de l'ordre de 20%, quant à elle, se concrétise tous les 4 ans environ. Par conséquent, la baisse récente des marchés fait partie de l'évolution normale des choses. Une diminution de l'ordre de 10% intervient lorsque la perception des investisseurs change et le scénario économique qui prévalait est remis en question. Et justement, si on mesure les indicateurs de sentiments sur les marchés financiers, nous observons une détente, c'est-à-dire des indicateurs à des niveaux plus sains désormais. Par exemple, l'indice de la peur sur les bourses, la volatilité, a atteint des niveaux élevés, avant de se normaliser. Par rapport à il y a un mois, aucun nouvel élément n'est de nature à changer profondément notre scénario économique. Par conséquent, la correction est due à des facteurs techniques plutôt que des facteurs fondamentaux.

### Les actions font en principe un point bas lorsque l'indice de peur est élevé

Actions mondiales (base 100) et Indice de la peur (en points)

Source: LSEG Datastream, BCVS



### Le sentiment sur les marchés, qui était à un niveau élevé en juillet, a baissé à un niveau plus sain

La baisse sur les marchés financiers au début du mois d'août apparaît comme saine. En effet, au mois de juillet, le positionnement et les attentes sur les marchés étaient à des niveaux élevés avec beaucoup d'optimisme parmi les intervenants. Durant la correction de début août, l'indice de la peur est remonté, signe que l'optimisme s'est dissipé. D'autres indicateurs mesurant le sentiment se sont également détendus. Par conséquent, les actions ont gagné en attractivité depuis le mois de juillet. En dehors du sentiment, d'autres arguments plaident en faveur des actions. Premièrement, la tendance sur le moyen terme reste positive. La baisse du mois d'août est une correction intermédiaire dans une tendance structurellement haussière depuis de nombreuses années. Ensuite, les entreprises ont enregistré de solides bénéfices pour le 2<sup>e</sup> trimestre au niveau mondial, signe que la marche des affaires continue à bien se tenir.

## Qu'est-ce que le «Carry trade» ou opération de portage?

Le «Carry trade» est une opération spéculative qui se base sur l'écart de rendement entre deux devises, en se finançant à faible coût dans une devise et en investissant dans une devise avec des rendements élevés.

Par exemple, un investisseur emprunte des yens japonais à faible coût (taux bas au Japon). Afin de maximiser son rendement, il convertit ses yens dans une devise où les taux d'intérêt sont hauts comme par exemple le pesos mexicain ou le dollar australien. Il place ensuite les devises converties dans des actifs du pays (actions ou obligations). Ainsi l'investisseur bénéficie de la différence de taux d'intérêt.

### Pourquoi les opérations «Carry trade» en yen japonais sont devenues populaires?

Depuis plus de 30 ans, le «Carry trade» en yen est souvent utilisé car les taux japonais sont bas. Depuis 2022, avec la hausse des taux au niveau mondial sauf au Japon, cette opération a gagné en ampleur.

Finalement, en 2024, la BoJ a commencé à remonter ses taux, deux fois déjà. Les opérations «Carry trade» ont perdu en attractivité car le coût d'emprunt en yen remonte, poussant les investisseurs à réduire leurs positions.

## Positionnement et changements

6



← → **Changements indiqués par les flèches et les caractères rouges**

## Commentaires sur les décisions de placement

Les bourses ont baissé au début du mois d'août en raison de craintes de récession. Nous n'observons pas de dégradation économique au niveau global. Par conséquent, nous profitons de la baisse pour remonter les actions à «surpondérer».



7

### Anatomie de la baisse des marchés du mois d'août

Au tout début du mois d'août, le vendredi 2 août, le rapport de l'emploi publié aux États-Unis ravive les craintes de récession et les bourses commencent à baisser. Le lundi 5 août, la bourse de Tokyo s'effondre de près de 20%, alors que le yen japonais s'envole dans un mouvement de dénouement des opérations dites de «Carry trade». Deux jours plus tard, la Banque

### Les craintes de récession sont exagérées, nous profitons de la baisse pour remonter les actions à «surpondérer»

En dehors du marché de l'emploi, les indicateurs coïncidents et avancés de l'activité économique sont en croissance. De plus, en prêtant une attention particulière aux chiffres récents du marché de l'emploi mondial, la Grande-Bretagne et la France ont vu leur taux de chômage baisser fortement au mois de juillet, ce qui contraste avec les chiffres américains. Par conséquent, nous estimons que les craintes de récession sont exagérées, et confirmons notre scénario qui table sur une expansion modérée de l'économie.

Du côté de l'inflation et des taux d'intérêt, et c'est peut-être le point le plus important, les développements vont dans le bon sens. L'inflation a fortement baissé aux États-Unis en mai, juin et juillet. La tendance des derniers mois est extrêmement encourageante. Avec cette tendance, les marchés financiers pourraient se projeter plus loin dans le cycle de baisse de taux, le «début du cycle de baisse» se transformant progressivement en une «normalisation des politiques monétaires».

En conséquence, suite aux développements de l'économie et des marchés financiers du mois d'août, nous augmentons les actions à «surpondérer». La correction des bourses étant de nature technique plutôt que fondamentale, c'est un bon point d'entrée à court terme. Les données très encourageantes de l'inflation soutiendront les marchés sur le moyen terme.

«En Grande-Bretagne et en France, les taux de chômage ont baissé au mois de juillet à leur plus bas niveau, ce qui contraste avec les chiffres de l'emploi aux États-Unis.»

centrale du Japon vient rassurer les marchés financiers, en annonçant que les taux japonais devraient être maintenus bas sur les prochains mois. Après cette intervention, les marchés auront atteint leur point bas, une épée de Damoclès en moins.



*Cotting M.*

**Mathias Cotting, CFA**  
Économiste responsable

## Tableaux de performance

8

Actions	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	2024 (%, en monnaie locale)	2024 (%, en CHF)
Monde	3,5	16,4	17,1
Suisse	0,9	12,5	12,5
Zone Euro	0,8	9,8	11,7
États-Unis	3,0	18,5	19,2

Obligations	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	2024 (%, en monnaie locale)	2024 (%, en CHF)
Oblig. étatiques	2,1	1,5	2,2
Oblig. d'entreprises	5,2	6,6	7,2
Marchés émergents (USD)	4,4	8,9	9,5

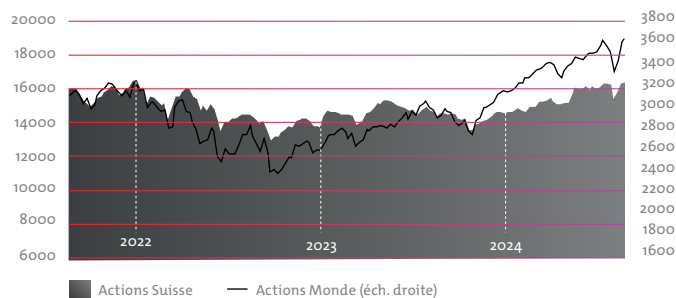
Rendements	en %	Depuis 1 mois (chgmt. absolu)	2024 (changement absolu)
3 ans - Suisse	0,48	-0,13	-0,84
3 ans - Allemagne	2,26	-0,21	-0,33
3 ans - USA	3,75	-0,45	-0,44
10 ans - Suisse	0,44	-0,06	-1,16
10 ans - Allemagne	2,25	-0,16	-0,31
10 ans - USA	3,82	-0,38	-0,01

Devises	Taux de change	Depuis 1 mois (en %)	2024 (en %)
EUR/CHF	0,946	-1,3	1,8
USD/CHF	0,847	-4,1	0,6

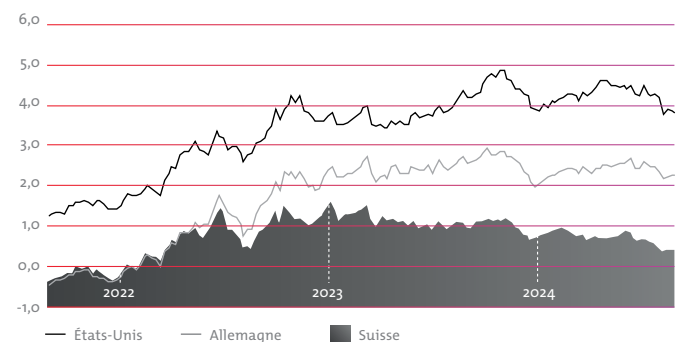
Alternatifs	Prix	Depuis 1 mois (en %)	2024 (en %)
Immobilier ind. Suisse	190	-1,0	6,4
Or (USD/onçe)	2514	5,5	21,7
Pétrole (WTI, USD/baril)	78	-0,2	9,1

Données au 26.08.24  
Source: LSEG Datastream, BCVS

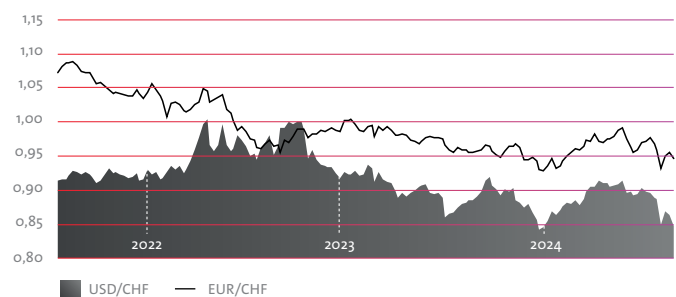
### Suisse et Monde (Indice de prix)



### Rendements des emprunts étatiques 10 ans



### Taux de change



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

