

Market

Juillet 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
Grégoire Genolet, Investment Manager
Marc Farquet, Collaborateur Asset Management

Éditorial

Sion, le 1^{er} juillet 2024

Quelle route indique le GPS pour investir?

Le mois de juillet marque le début officiel des vacances avec la planification de la route à emprunter pour retrouver la mer, la montagne ou les autres lieux de découverte. Le processus pour investir est également une sorte de voyage, qu'il faut planifier. Concrètement, dans le domaine des investissements, il faut définir quelles classes d'actifs sont intéressantes et lesquelles présentent les meilleures opportunités d'investissement. Pour les vacances, le but de la planification de l'itinéraire est d'atteindre la destination finale en empruntant le chemin le plus court et le plus confortable, alors que pour l'investissement, le but est d'identifier les meilleurs investissements pour réaliser de bonnes performances.

L'écran du GPS indique globalement une bonne route

Le GPS économique permet principalement d'évaluer l'attractivité des actions sur le moyen terme. Il est paramétré selon plusieurs facteurs, la croissance économique, l'inflation et les taux d'intérêt. Quel est donc l'itinéraire qui nous est proposé? Au niveau de la croissance économique, tout d'abord, celle-ci est positive dans les grandes régions. Durant le premier trimestre de cette année, la croissance économique s'est montrée à nouveau résiliente aux États-Unis (+0.4% au 1^{er} trimestre versus le trimestre précédent), en Europe (+0.3% au 1^{er} trimestre) et en Grande-Bretagne (+0.6% au 1^{er} trimestre). Les perspectives pointent vers une poursuite de cette tendance positive. L'inflation reste présente dans plusieurs pays, mais elle est globalement maîtrisée. Les risques de voir l'inflation repartir à la hausse sont relativement faibles. Le grand choc d'inflation est maintenant derrière, elle se situe à un niveau où historiquement les marchés se sont bien comportés. Finalement, les taux directeurs sont attendus à la baisse ces prochains mois, ce qui est un développement positif pour l'économie, les entreprises et les investisseurs.

Aucune perturbation majeure n'est signalée à moyen terme sur l'écran de notre GPS. L'investisseur peut être rassuré pour ses investissements.

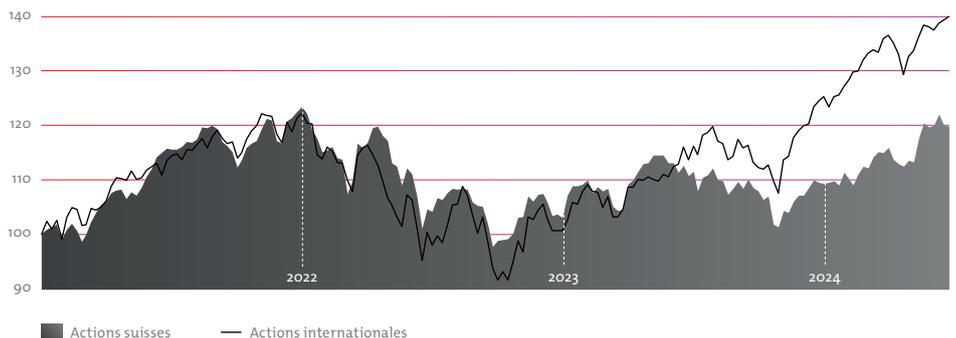
Quels détours faut-il prévoir et quelles sont les meilleures opportunités d'investissement?

Au-delà de la destination finale, le navigateur peut s'adapter au cours du trajet pour emprunter la meilleure route en évitant d'éventuels travaux, un trafic intense, des bouchons et toutes autres perturbations possibles. Comment faut-il adapter les portefeuilles aujourd'hui par rapport au développement des marchés à plus court terme? Au niveau des obligations, les rendements des emprunts High Yield sont très attractifs. Sur le marché américain, elles offrent environ 8% de rendement par année tout comme sur le marché européen. Bien que ces obligations fassent partie du segment le plus risqué, le rendement associé actuellement est parmi le plus élevé de ces dix dernières années. Avec une telle configuration, le niveau de rendement permet d'amortir passablement de chocs avec des performances positives à la clé.

Ensuite, au sein des actions, nous avons une vue positive au niveau global et sur certains segments de marchés comme les entreprises de petites et moyennes capitalisation. Ces dernières ont souffert des taux élevés ces dernières années. Avec la perspective de baisse graduelle des taux, elles présentent des perspectives de rattrapage et de rendements intéressants.

Finalement, une bonne route pour un portefeuille serait d'intégrer des actions suisses. Celles-ci sont en retard par rapport aux actions internationales notamment en raison de l'appréciation du franc suisse contre plusieurs monnaies étrangères en 2022 et 2023. Avec la remontée de l'euro et du dollar cette année, cela devrait permettre aux nombreuses entreprises suisses exportatrices de bénéficier des tendances sur les marchés des changes.

Le marché suisse est en retrait des actions internationales
Performance base 100, en monnaie locale



Source: LSEG Datastream, BCVS

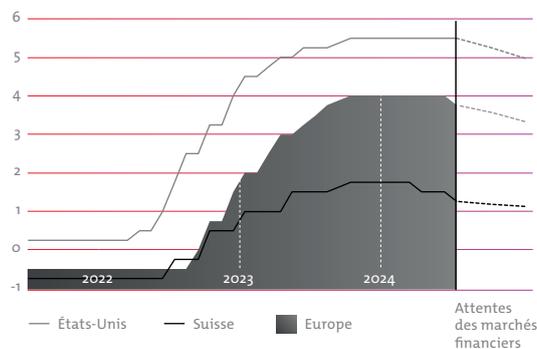
Évaluation de la situation économique

L'inflation continue à se normaliser. L'Europe, le Canada et la Suisse baissent leurs taux directeurs durant le mois de juin.

L'inflation continue son chemin de normalisation

Les derniers chiffres de l'inflation du mois de mai restent relativement stables, depuis quelques mois maintenant. L'inflation se situe à 3,3%, 2,6% et 1,4% (inflation totale, variation sur un an) aux États-Unis, en Europe et en Suisse respectivement à fin mai. Alors que les biens affichent une inflation très faible, voire négative en fonction des régions, l'inflation dans les services demeure encore à un niveau élevé. Cependant, nous observons des données encourageantes pour ces prochains mois. Tout d'abord, le marché de l'emploi au niveau mondial se détend. Cette tendance devrait ralentir la croissance des salaires, ce qui est d'ailleurs déjà observé aux États-Unis depuis quelques mois. Étant donné qu'une part importante des coûts du secteur des services provient des salaires, les augmentations de prix devraient baisser dans ce secteur. Ensuite, les derniers chiffres publiés aux États-Unis étaient très faibles. L'inflation de base a progressé de 0,16% entre avril et mai. C'est le chiffre le plus faible depuis 2021.

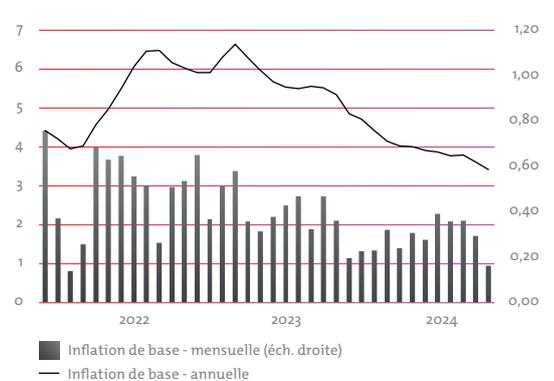
Taux directeurs et attentes des marchés financiers



Les perspectives économiques restent positives

Alors que les taux d'intérêt sur les marchés sont remontés depuis plus de deux ans, les intérêts payés par les ménages américains n'ont que peu augmenté et restent même à des niveaux relativement faibles en comparaison aux revenus. Cela s'explique par le fait qu'environ 70% de la dette des ménages aux États-Unis concerne des prêts hypothécaires, dont les taux sont fixés avec des échéances à long terme. Les prêts étudiants, les leasings automobiles et les cartes de crédit, dont les taux peuvent fluctuer plus rapidement, représentent ensemble moins de 30% des dettes des ménages. Par conséquent, les ménages américains présentent des bilans sains, et devraient continuer à soutenir l'activité économique. De plus, les salaires augmentent toujours à un niveau plus élevé que l'inflation et les taux de chômage restent à des niveaux faibles. Du côté des indicateurs avancés de l'économie, ceux-ci continuent à se maintenir en territoire d'expansion, signe que la croissance mondiale pourrait accélérer.

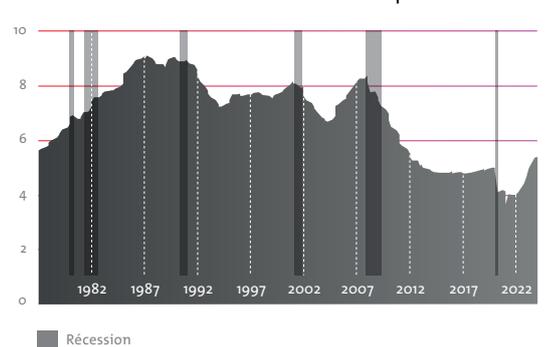
L'inflation de base (mensuelle) aux États-Unis est au plus bas niveau depuis 2021



L'Europe, le Canada et la Suisse baissent leurs taux en juin

Il n'y a pas eu de surprise à Francfort le 6 juin dernier, la Banque centrale européenne (BCE) a abaissé son taux directeur de 4% à 3,75%. Le cycle de baisse des taux directeurs a désormais débuté en Europe et au Canada. En Suisse, les taux directeurs ont été abaissés une deuxième fois au mois de juin. Ces baisses de taux interviennent dans un contexte où la politique monétaire s'est durcie en raison de la baisse de l'inflation. Par conséquent, les politiques monétaires sont à nouveau calibrées. Les banques centrales n'ont pas besoin de se presser dans un contexte où l'inflation reste encore au-dessus des cibles visées et la croissance économique est positive. En effet, la BCE a ajusté ses perspectives d'inflation à la hausse au mois de juin à 2,8% pour 2025, contre une prévision à 2,4% en mars dernier. La Réserve fédérale aux États-Unis maintient toujours ses taux inchangés. Elle devrait également baisser ses taux plus tard cette année. Les «Dot plots» de la Fed (voir encadré ci-dessous) indiquent une seule baisse pour 2024.

Le consommateur américain est dans une situation financière saine



Que sont les «Dot plots» de la Fed

Le «Dot plot» est un graphique qui représente les projections de taux d'intérêt des membres du comité de la Réserve fédérale aux États-Unis. Cette enquête, disponible depuis 2010, reflète les attentes en matière de

taux d'intérêt, d'inflation et de croissance pour les années à venir. Elle est publiée une fois par trimestre. L'enquête datant du mois de mars montrait trois réductions de taux de la Fed pour cette année. Durant le mois de juin, le «Dot plot» de la Fed a été revu, une seule baisse de taux est maintenant attendue en 2024 (projection médiane des gouverneurs de la Réserve fédérale).

Quelle a été l'évolution des marchés financiers ?

Les actions américaines continuent à bien se comporter, soutenues par l'engouement persistant sur l'intelligence artificielle. Le risque pays a augmenté sur la France, avec l'écartement de la prime de risque.

4

Paris baisse, New York monte

Le marché européen baisse ces dernières semaines, plombé par la France. Si la montée des extrêmes au Parlement européen était anticipée, la dissolution de l'Assemblée Nationale ne l'était pas du tout. Cette décision a fortement pesé sur le CAC40, l'indice des 40 plus grandes entreprises françaises, qui a baissé de 6% environ depuis les derniers plus haut récents. À l'opposé, le marché américain continue de très bien se comporter, s'établissant à un nouveau niveau record. Outre Atlantique, la publication des résultats de la société de technologie Nvidia a donné une nouvelle impulsion aux actions américaines. La récente bonne performance aux États-Unis est donc liée à l'engouement persistant sur l'intelligence artificielle. En Suisse, les actions regagnent en traction et reviennent dans le tir des marchés internationaux, réduisant l'écart important qui s'était accumulé en mars dernier.

Hors Europe, les actions sont peu impactées par les incertitudes en France

Performance base 100, en monnaie locale

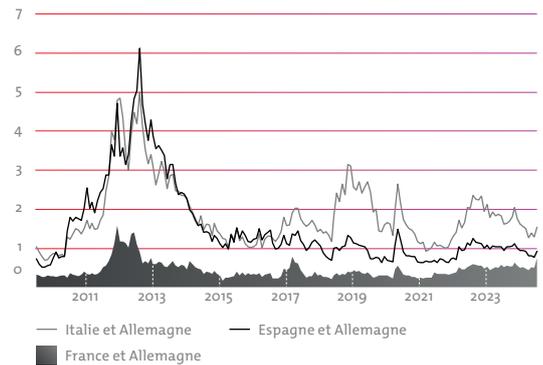


La prime de risque augmente sur la dette française suite à la dissolution de l'Assemblée Nationale

Les rendements obligataires sont les plus bas en Suisse. Les obligations suisses offrent un rendement d'environ 1,2% en moyenne. Pour la zone euro, ce rendement est d'environ 3%. Enfin, aux États-Unis, les rendements sont de plus de 4%. Ces différences reflètent les niveaux d'inflation, différents dans les trois zones économiques, ainsi que la politique actuelle des banques centrales respectives. En France, la dissolution surprise de l'Assemblée nationale a provoqué un écartement de la prime de risque sur la dette française par rapport à la dette allemande. La crainte de voir l'un des deux blocs favoris dans les sondages (le bloc de gauche ou le bloc d'extrême droite) prendre le contrôle des finances inquiète les marchés obligataires. La dette française se négociait au même niveau que la dette portugaise durant la semaine qui a suivi la dissolution de l'Assemblée.

Les primes de risque crédit sur les pays périphériques augmentent légèrement

Primes de risque crédit contre l'Allemagne, en %



« La situation en France a peu d'impact sur les marchés financiers globaux. »

La Banque centrale européenne et la politique en France pèsent sur l'EUR/CHF

L'euro ne parvient pas à atteindre la parité, et reperd même des couleurs face au franc suisse depuis fin mai. Le cours de change est passé de 0.99 il y a quelques semaines à environ 0.96 actuellement. Plusieurs éléments expliquent cette baisse. Premièrement, la montée des partis de droite lors des élections européennes ont poussé le président français à opérer un coup de poker. En effet, la dissolution de l'Assemblée nationale et les élections en France amènent beaucoup d'incertitudes sur l'Europe et pèsent donc sur la devise européenne. Ensuite, la baisse du taux directeur opérée par la BCE le 6 juin dernier a réduit le différentiel de taux entre l'Europe et la Suisse renforçant davantage la devise helvétique. Toutefois, le 20 juin, le différentiel de taux est de nouveau remonté suite à la baisse du taux directeur de 25 points de base de la Banque nationale suisse (BNS). Après la décision de la BNS, l'euro n'est que très légèrement remonté face au franc suisse et reste bien en dessous des niveaux de fin mai.

L'euro reperd du terrain depuis fin mai

Cours de change EUR/CHF



Source: LSEG Datastream, BCVS

Coup d'œil sur les classes d'actifs

Malgré une valorisation au-dessus de la norme, les actions restent intéressantes.
Les fonds immobiliers devraient évoluer latéralement pendant la période des augmentations de capitaux des fonds.

La valorisation des actions mondiales est plus élevée que la norme

Ratio prix - bénéfices estimés sur 12 mois



Les actions restent intéressantes sur le moyen terme

Actuellement, nous observons une configuration intéressante au niveau des marchés des actions. Tout d'abord, l'environnement macroéconomique de reprise progressive reste favorable pour les entreprises et pour les actions. Ensuite, la configuration technique, c'est-à-dire la tendance des bourses sur le moyen terme, est positive. Toutefois, la valorisation des marchés mondiaux (les prix des actions mis en relation avec les profits) est élevée historiquement. Cela s'explique en raison du poids important des plus grandes capitalisations qui se traitent avec des multiples élevés (Microsoft, Alphabet, Nvidia, Amazon et Apple notamment). Ces grandes entreprises connaissent une forte progression des bénéfices et un niveau de rentabilité très élevé avec l'engouement sur l'intelligence artificielle. Par conséquent, un niveau de valorisation élevé de ces entreprises est justifié selon nous. En dehors de ces quelques grandes entreprises, la valorisation des marchés reste raisonnable.

La volatilité est remontée sur les fonds immobiliers

Performance, base 100



Les fonds immobiliers sont pénalisés par les augmentations de capitaux

Depuis le mois d'avril de cette année, le marché des fonds immobiliers cotés a corrigé. Une raison principale explique cette correction, c'est l'annonce de fortes augmentations de capital pour les prochaines semaines par les fonds immobiliers. En effet, les augmentations de capital peuvent peser sur le marché. Cette pression sur les prix va perdurer durant une partie du 2^e semestre. La décision de la Banque nationale suisse le 20 juin dernier a toutefois redonné des couleurs à l'immobilier. Actuellement, les fonds immobiliers se traitent à des niveaux de valorisations intéressants. Pour ces prochains mois, nous tablons sur une évolution latérale, puis d'un retour d'une tendance haussière dès le mois de novembre, qui marque généralement la fin de la période des augmentations de capital.

Source: LSEG Datastream, BCVS

Pourquoi les fonds immobiliers font-ils des augmentations de capital?

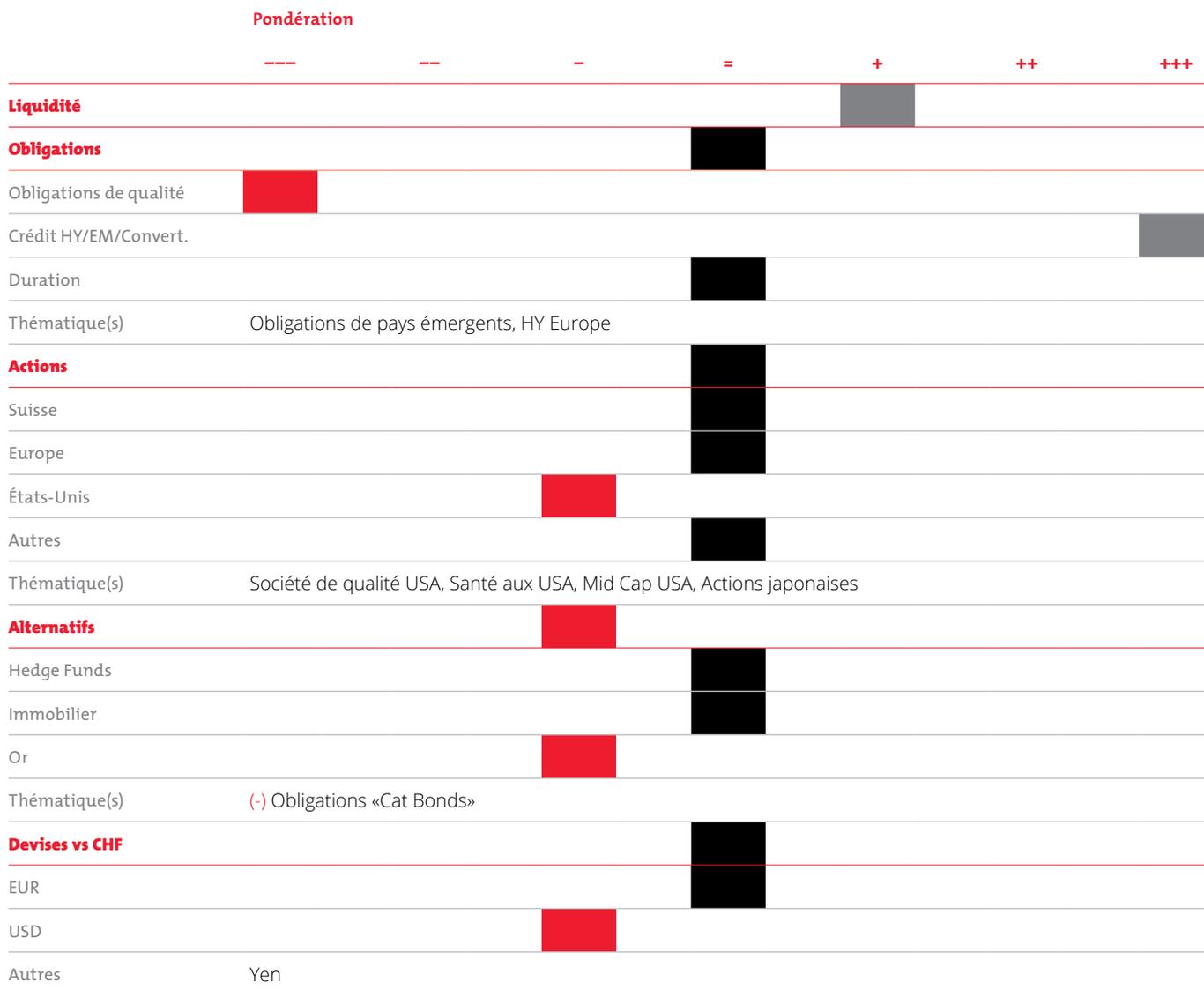
Les augmentations de capital servent à financer les nouveaux projets tels que les acquisitions et/ou les rénovations du parc immobilier existant. En effet, les fonds immobiliers peuvent s'endetter au maximum à un tiers du total de leur bilan. C'est pourquoi le solde doit être financé par des capitaux propres.

Pourquoi est-ce que le marché corrige durant cette période?
Lorsqu'un investisseur participe à une augmentation de capital, il achète directement des parts du

fonds sans passer par le marché coté. Pour financer cette opération, certains investisseurs vendent des parts d'autres fonds afin d'avoir les liquidités nécessaires pour participer aux augmentations de capital. Cela crée un déséquilibre entre l'offre (plus abondante) et la demande (plus faible) sur les marchés durant la période des augmentations de capital. Pour 2024, nous nous attendons à plus de 6 milliards d'augmentation de capitaux, soit environ 10% de la totalité de la capitalisation boursière de l'ensemble des fonds immobiliers suisses cotés.

Positionnement et changements

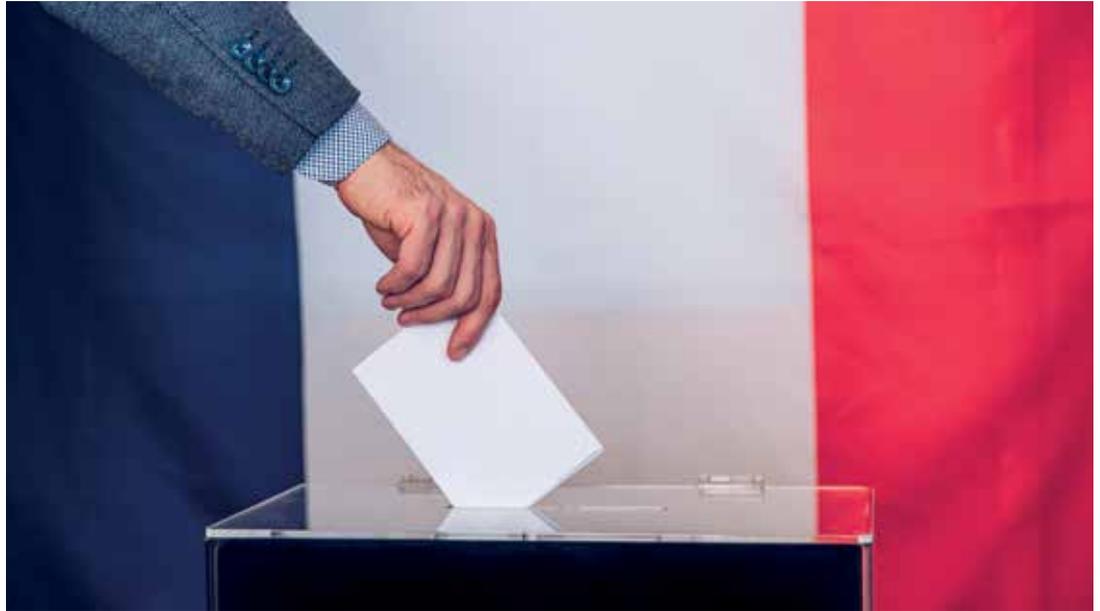
6



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

Commentaires sur les décisions de placement

**Les décisions politiques en France ont peu d'impact sur les marchés financiers mondiaux.
L'environnement économique reste constructif pour les actions.**



7

Les élections en Europe et en France ont relativement peu d'impact sur les marchés financiers globaux

Les élections au Parlement européen ont montré une nette victoire des partis d'extrême droite/populistes. Dans un premier temps, les marchés financiers n'ont pas réagi de manière significative. Toutefois, la situation a changé lorsque le président français a annoncé de nouvelles élections en réponse aux résultats. Les marchés européens ont réagi à cette situation car le

«Les incertitudes en France ont ramené de la volatilité sur les marchés européens. Cependant, compte tenu des mouvements observés, il ne s'agit pas de fluctuations observables lors de crises.»

déficit budgétaire et la dette publique de la France sont déjà trop importants. En cas de forte avancée du Rassemblement National, des augmentations significatives de l'endettement sont à prévoir.



Mathias Cotting, CFA
Économiste responsable

Du côté de l'inflation, les États-Unis ont publié des chiffres peu élevés au mois de mai. Les marchés commencent à envisager une baisse plus rapide des taux d'intérêt de la part de la Fed, même si la banque centrale indique ne pas vouloir se précipiter. Les indicateurs avancés restent en territoire positif, ce qui devrait permettre à la croissance économique mondiale de ré-accélérer.

L'environnement reste constructif pour les actions

Les incertitudes ont augmenté en France. Toutefois, l'issue des élections ne devrait pas impacter fortement les marchés financiers. Premièrement, nous avons vécu une situation similaire en Italie lorsque Giorgia Meloni est entrée en fonction en 2022 avec des projets de réformes importants. Cependant, elle est rapidement revenue sur ses décisions pour ne pas faire dérailler les finances publiques. Il est probable qu'une situation similaire se produise en France. Ensuite, la réaction des marchés est relativement mesurée. L'euro a baissé et le coût de financement de la dette de la France est remonté par rapport aux autres pays européens. Cependant, les fluctuations observées sont différentes des dernières périodes de tensions élevées en Europe; les mouvements montrent tout de même des enjeux importants.

Au-delà de ces incertitudes, l'environnement reste constructif pour les actions: l'économie connaît une belle croissance, les bénéfices augmentent et l'inflation semble à nouveau diminuer aux États-Unis, ce qui ouvre la voie à une baisse des taux d'intérêt par la Réserve fédérale d'ici peu. De plus, une croissance mondiale mieux répartie devrait permettre aux marchés de trouver un relais au secteur technologique pour continuer à progresser. Par conséquent, nous restons investis dans les actions. Au sein des Alternatifs, nous réduisons les « Cat Bonds », dont nous avons bien profité, avant d'entrer dans la période des ouragans qui s'étale de septembre à octobre.

Tableaux de performance

8

Actions	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	2024 (%, en monnaie locale)	2024 (%, en CHF)
Monde	1,5	12,0	19,6
Suisse	0,5	9,3	9,3
Zone Euro	-3,3	9,0	12,9
États-Unis	2,9	14,9	22,7

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

Rendements	en %	Depuis 1 mois (chgmt. absolu)	2024 (changement absolu)
3 ans - Suisse	0,69	-0,42	-0,63
3 ans - Allemagne	2,61	-0,25	0,03
3 ans - USA	4,52	-0,16	0,32
10 ans - Suisse	0,54	-0,35	-1,07
10 ans - Allemagne	2,49	-0,16	-0,07
10 ans - USA	4,37	-0,12	0,54

Devises	Taux de change	Depuis 1 mois (en %)	2024 (en %)
EUR/CHF	0,963	-2,7	3,6
USD/CHF	0,899	-1,3	6,8

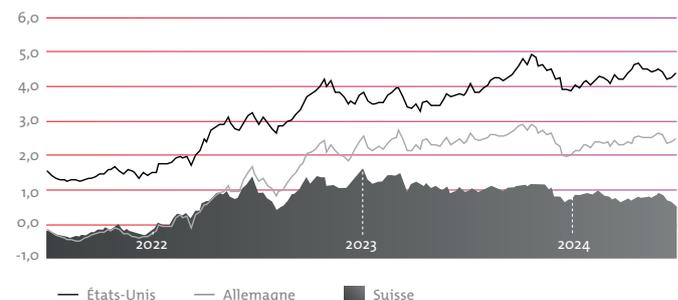
Alternatifs	Prix	Depuis 1 mois (en %)	2024 (en %)
Immobilier ind. Suisse	188	0,5	4,9
Or (USD/onçe)	2326	-1,3	12,6
Pétrole (WTI, USD/baril)	83	2,4	15,2

Données au 28.06.2024
Source: LSEG Datastream, BCSV

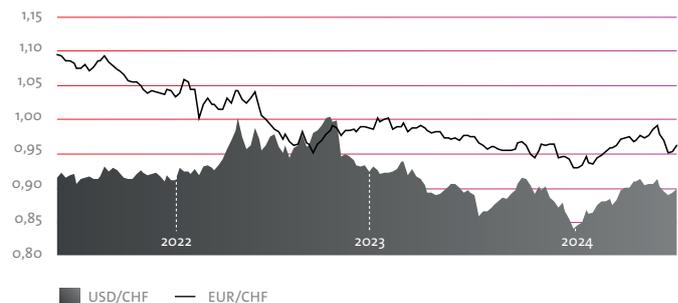
Suisse et Monde (Indice de prix)



Rendements des emprunts étatiques 10 ans



Taux de change



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

