

BRUELLAN PANORAMA

Q4/2024



PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES / OCTOBRE / NOVEMBRE / DECEMBRE 2024

SE PRÉPARER À L'IMPACT ?

SUISSE

ENFIN LE MOMENT
DE MISER SUR LES
ACTIONS SUISSES?

EUROPE

L'AUTOMNE EST LÀ: LES
FEUILLES VONT TOMBER
ET LE MARCHÉ MONTER?

ETATS-UNIS

« LE TEMPS EST VENU
POUR UN AJUSTEMENT
DE POLITIQUE »

ASIE

UN GROS BAZOOKA EST
NÉCESSAIRE



Bruellan

TABLE DES MATIÈRES

- 04 Editorial**
Se préparer à l'impact?
- 06 Performances des marchés & grilles d'allocation**
- 10 Suisse**
Enfin le moment de miser sur les actions suisses?
- 12 Europe**
L'automne est là: les feuilles vont tomber et le marché monter?
- 14 Etats-Unis**
Le temps est venu pour un ajustement de politique
- 16 Asie**
Un gros bazooka est nécessaire
- 18 Obligations**
- 22 Disclaimer**
- 23 Où nous trouver**

ÉDITORIAL SE PRÉPARER À L'IMPACT ?

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

De la même manière que le centre de contrôle de Houston doit gérer très précisément la décélération d'un vaisseau spatial, afin de le maintenir en orbite terrestre sans que la gravité n'entraîne un crash, la Réserve fédérale est confrontée à la difficile tâche de ralentir l'économie juste suffisamment pour juguler l'inflation sans pour autant la précipiter en récession. Si le vaisseau spatial économique ralentit effectivement – et Houston profite du repli de l'inflation pour commencer à remettre des gaz, sous forme de baisse des taux, et ainsi tenter de stabiliser l'orbite – la question est de savoir s'il n'est pas trop tard.

Scénario de base: une décélération contrôlée

Notre scénario alternatif, qui entrevoyait une seconde vague d'inflation et un marché obligataire baissier, peut être largement écarté. La probabilité d'une récession, due aux effets retardés du resserrement monétaire passé et au repli des dépenses de consommation, a par contre augmenté, ce qui accroît le risque d'un marché boursier baissier. Pour autant, notre hypothèse de base reste celle d'une économie qui, telle un vaisseau spatial en décélération contrôlée, ralentira sans basculer en récession. Les pressions inflationnistes moindres devraient ouvrir la voie à des politiques monétaires plus accommodantes qui, à leur tour, soutiendraient une croissance économique régulière et des bénéfices solides. De quoi maintenir une toile de fond favorable aux actifs plus risqués, comme les actions.

Le vaisseau spatial vole avec un seul moteur

La correction boursière d'août s'explique avant tout par la détérioration des données macroéconomiques, notamment dans l'activité manufacturière. L'indice PMI manufacturier mondial est retombé en territoire de contraction, à 49,5, après avoir frôlé des niveaux de récession durant près de deux ans. Cette faiblesse est en grande partie imputable à l'atonie des données européennes et chinoises. Heureusement, le secteur des services reste solide et montre même des signes d'amélioration. L'indice PMI des services a grimpé à 53,8, permettant à l'indice PMI composite de rester solidement ancré en territoire expansionniste, à 52,8.

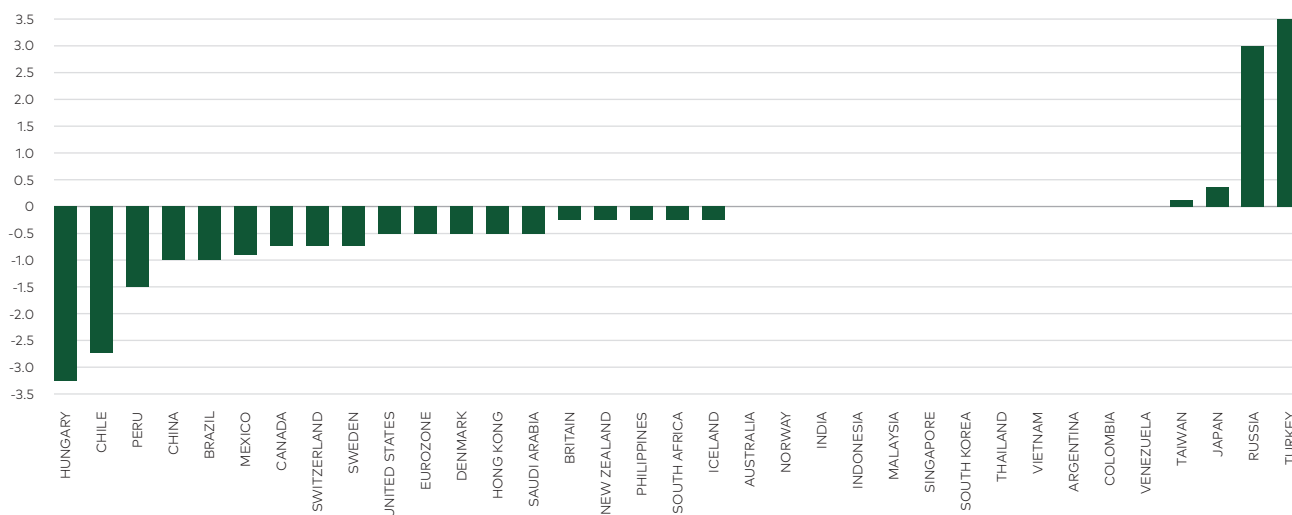
Si l'on examine les chiffres plus en détail, seuls 47% des pays affichent actuellement un indice PMI manufacturier en expansion (supérieur à 50), contre 38% en début d'année. A contrario, 100% des pays présentent un PMI des services en expansion. Partant, la croissance économique mondiale est principalement alimentée par la résilience du secteur des services. En d'autres termes, elle « vole avec un seul moteur », ce qui représente clairement une source de vulnérabilité.

Les prochains trimestres devraient voir l'activité mondiale ralentir, mais une récession être évitée. La croissance du PIB américain devrait baisser à 1,7% en 2025 (contre 2,5%), celle de la Chine à 4,5% (contre 4,8%) et celle de l'UE à 1,6% (contre 1%). La situation en Chine reste préoccupante, avec

PMI Mondial dans l'Industrie et les Services (50 est le seuil entre expansion et contraction)



Changements des taux directeurs des banques centrales - YTD



un marché immobilier en déclin, une consommation faible et une contraction de la masse monétaire. Pour y remédier, les autorités ont lancé des mesures de stimulation monétaire et fiscale - les plus importantes depuis deux ans - un premier pas vers la relance.

Les progrès sur le front de l'inflation ont été marqués, la plupart des pays étant désormais proches ou en deçà de l'objectif de 2%. Le taux d'inflation américain est aujourd'hui de 2,5%, tandis que l'Allemagne est à 1,9%, la France à 1,8%, l'Italie à 1,1%, l'Espagne à 2,3%, la Suisse à 1,0% et la Chine même en déflation.

En conséquence, 18 des 35 principales banques centrales du monde – dont celles des États-Unis, de la zone euro, de la Suisse, de la Suède, du Danemark et de la Grande-Bretagne – ont déjà adopté une posture plus accommodante cette année, une tendance qui devrait se poursuivre en 2025 (graphique 2). Historiquement, les baisses de taux des banques centrales tendent à être suivies d'une remontée de l'indice PMI manufacturier, ce qui suggère que l'assouplissement monétaire pourrait aider à relancer la croissance dans le secteur manufacturier si malmené.

Une participation élargie à la croissance bénéficiaire

La saison des résultats du 2^e trimestre a dépassé les attentes, pourtant déjà élevées, avec une croissance du bénéfice par action (BPA) de 9% aux États-Unis. Toutefois, le principal enseignement de cette saison bénéficiaire est l'élargissement de la participation à la croissance. C'est en effet la première fois depuis un an que la croissance des bénéfices a été positive (+4,6%) même en soustrayant la contribution des « 7 magnifiques », les géants de la technologie.

Le 3^e trimestre devrait voir cette tendance positive se poursuivre, dans la mesure où le ratio des entreprises relevant leurs prévisions est actuellement à son pic depuis début 2022.

Les perspectives en matière de BPA à 12 mois demeurent également favorables pour tous les principaux indices: Stoxx Europe 600, S&P 500, Nikkei 225 et MSCI AC Asia ex-Japan. Les valorisations semblent particulièrement intéressantes en Europe et en Asie hors Japon, avec des ratios cours/bénéfice (P/E) prévisionnels de 13,6x et 12,3x, respectivement. La valorisation du marché japonais est neutre (P/E de 18,7x), tandis que le marché américain paraît plus cher (21,2x). Cela dit, une grande partie de la surévaluation américaine provient des « 7 magnifiques », l'indice S&P 500 équilibré se négociant à un multiple plus attractif de 17x.

Un vaisseau spatial en orbite stable

En conclusion, malgré de nombreux vents contraires – notamment l'affaiblissement des données manufacturières, le fléchissement de la consommation, l'augmentation des déficits et les défis posés par la Chine – les perspectives globales peuvent toujours être qualifiées de prudemment optimistes. La résilience du secteur des services continue de fournir une assise économique stable, tandis que l'adoption de politiques monétaires plus accommodantes à mesure que l'inflation se résorbe devrait contribuer à relancer la croissance du secteur manufacturier au cours des prochains mois. Bien qu'un ralentissement de la conjoncture mondiale soit à prévoir, une récession généralisée ne se profile pas. En outre, l'élargissement de la croissance bénéficiaire et l'abaissement des taux d'intérêt devraient continuer à étayer notre thèse constructive sur les actifs risqués, les actions notamment.

L'économie mondiale, tel un vaisseau spatial en orbite stable, décelère sous contrôle vigilant. Pour l'heure, les conditions restent favorables, mais Houston (alias la Réserve fédérale) est confronté à une tâche délicate: appliquer une poussée juste suffisante pour maintenir le vaisseau spatial en orbite. Cela afin d'éviter tant un plongeon en récession qu'une envolée dans le vide sidéral inflationniste.

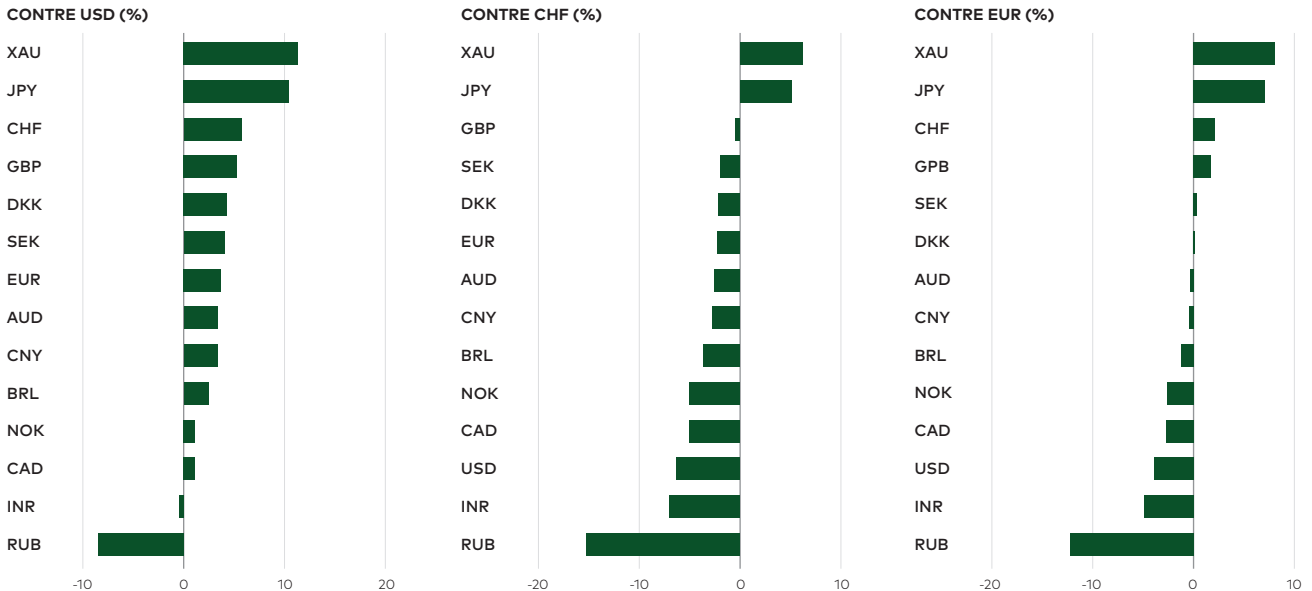
6 PERFORMANCE DES MARCHÉS

Indicateurs économiques (du 28.06.2024 au 30.09.2024)

	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	2.6	4.1	2.9	47.0	97.3	-3.2	-5.6	4.0	4.6%	3.7%
Zone Euro	0.4	0.7	5.4	2.4	45.0	88.6	2.2	-3.5	6.4	3.0%	2.1%
Suisse	0.8	1.4	2.1	1.3	49.9	20.9	7.1	0.7	2.4	0.9%	0.4%
UK	0.4	1.1	7.3	2.6	51.5	101.0	-2.2	-4.5	4.3	4.9%	4.0%
Asie ex Japon	4.9	4.6	1.8	1.6	-	4.1	1.2	-5.8	3.7	4.5%	3.5%
Japon	1.8	0.0	3.3	2.5	49.7	216.3	4.4	-5.3	2.6	0.4%	0.9%
Brésil	2.9	2.8	4.6	4.3	50.4	62.0	-1.5	-9.8	6.7	9.6%	12.4%
Russie	3.6	3.4	6.0	7.6	49.5	23.1	3.0	-3.1	2.5	-	-
Inde	7.0	7.8	6.6	4.8	56.5	46.5	-0.7	-4.4	8.5	7.3%	6.7%
Chine	5.2	4.8	0.2	0.5	49.3	354.6	1.2	-4.6	4.0	1.7%	2.2%
Monde	3.2	3.1	6.0	4.6	-	-	0.6	-	7.1	-	-

Performance des marchés (du 28.06.2024 au 30.09.2024)

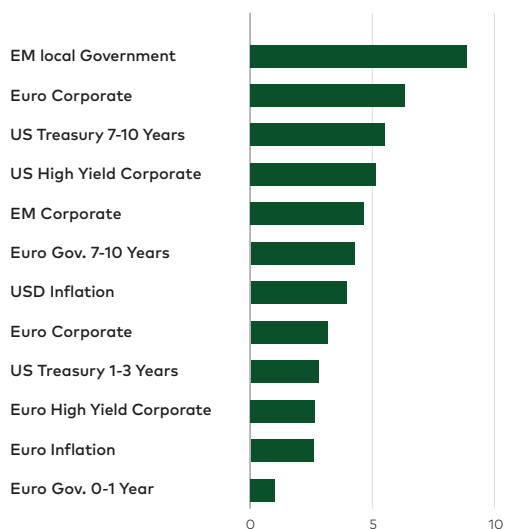
Taux de change



Marché actions / Rendement Total & Valorisation

	USD	EUR	CHF	GPB	Leading PE	
					Médiane LT	Dernier
S&P 500	5.9%	1.8%	-0.5%	-0.1%	17.9	24.2
Eurostoxx	6.5%	2.4%	0.1%	0.5%	14.2	14.4
Swiss Perf. Index	8.6%	4.3%	2.0%	2.4%	19.1	19.6
FTSE 100	7.9%	3.8%	1.5%	1.8%	14.7	12.4
MSCI Asia Ex-Jpn	10.6%	6.3%	3.9%	4.3%	14.7	14.9
Nikkei 225	8.5%	4.3%	1.9%	2.3%	20.5	20.9
Brazil Bovespa	8.9%	4.7%	2.3%	2.7%	14.0	8.9
MSCI Russia	-	-	-	-	6.2	-
India SENSEX	7.3%	3.1%	0.8%	1.2%	20.5	23.9
China CSI 300	21.9%	17.1%	14.5%	14.9%	15.5	14.7
MSCI World	6.4%	2.2%	0.0%	0.3%	17.5	20.9

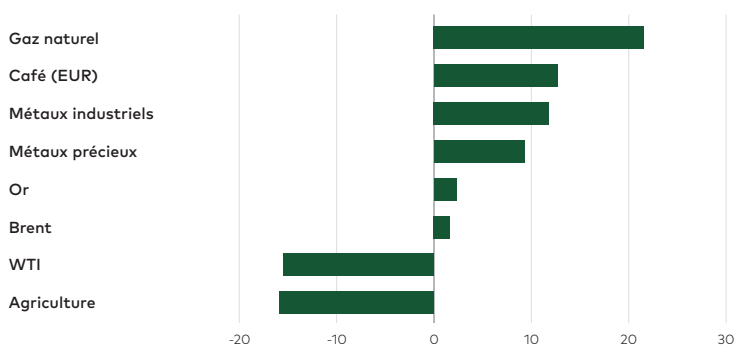
Marché obligataire



Secteurs / Performance & Valorisation (Leading PE)

	Performance			USA		Europe		Monde	
	USA	Europe	Monde	Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier
Cons. Discr.	7.9%	0.7%	7.0%	21.6	28.1	14.7	15.2	18.8	22.2
Cons. Non Cycl.	8.1%	5.0%	8.7%	19.4	21.5	18.8	17.0	19.3	20.1
Finance	9.7%	6.5%	10.2%	14.3	16.7	11.8	9.7	13.6	13.8
Energie	-3.1%	-11.3%	-3.2%	14.4	12.9	11.3	7.6	13.5	11.8
Industrie	11.2%	4.7%	10.1%	18.4	25.2	19.0	21.2	18.3	22.5
Technologie	1.6%	-10.4%	1.4%	22.2	35.2	25.8	33.2	23.2	34.6
Matériaux	9.8%	4.7%	9.9%	17.6	23.1	14.7	18.6	16.1	19.6
Services publics	18.4%	12.3%	16.9%	16.8	20.0	13.9	13.2	16.5	16.8
Santé	5.9%	-1.0%	5.4%	19.5	22.2	20.4	19.5	20.3	21.8
Télécom.	1.3%	7.6%	2.6%	17.8	21.1	16.3	15.6	18.3	20.8
Immobilier	16.1%	16.2%	12.3%	43.9	40.7	23.2	16.2	28.3	30.5

Matières premières



8 GRILLES D'ALLOCATION

Classes d'actifs

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Actions	●			Un atterrissage en douceur, conjugué à une réduction des pressions inflationnistes, créera des conditions propices à des politiques monétaires plus accommodantes, qui devraient à leur tour soutenir 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		●		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 remontée des taux d'intérêt réels.
Cash			●		

Actions

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats-Unis		●		La croissance ferme des bénéfices, avec surtout une participation élargie au-delà du secteur technologique, constitue un soutien déterminant pour les actions américaines.	Une faiblesse de la consommation plus marquée que prévu, pouvant faire basculer l'économie en récession.
Europe		●		Toute confirmation d'un atterrissage en douceur des États-Unis, soutenant la croissance économique mondiale, bénéficierait directement au marché européen. La Chine reste un joker suite au plan de relance récemment annoncé, bien que nous n'attendions rien de concret à court terme.	Les risques majeurs sont à la fois endogènes (récession de part et d'autre de l'Atlantique) et exogènes, comme les troubles politiques et les conflits internationaux.
Suisse		●		Six mois après son premier mouvement d'assouplissement, la politique monétaire de la BNS pourrait commencer à exercer un effet bénéfique sur l'activité manufacturière. Le PMI manufacturier est toujours en deçà de 50, mais on observe un vrai retournement.	La force du franc suisse ainsi que l'évolution mitigée de l'économie mondiale constituent les principaux risques de notre scénario.
Asie Pacifique ex-Japon		●		Alors que le marché chinois présente des valorisations attractives en termes historiques, la toile de fond conjoncturelle du pays reste difficile, avec une croissance du PIB atone, des problèmes immobiliers persistants, une consommation intérieure faible et des pressions déflationnistes.	Problèmes liés à l'endettement et à l'immobilier, ainsi qu'un affaiblissement de la demande extérieure.
Japon		●		Le Japon est confronté à des pressions inflationnistes du fait de la hausse des coûts des denrées alimentaires et de l'énergie, tandis qu'une modeste reprise économique est soutenue par la croissance des salaires et la demande intérieure.	La persistance de l'inflation, la faiblesse du yen renchérissant le coût des importations, représente un défi pour les ménages et les entreprises du pays.

Obligations

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats développés	●			Les obligations souveraines sont 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 offrent 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, entraînant une pentification des courbes de taux.
Entreprises (IG)	●			Le crédit de haute qualité conjugue bien rendements et spreads, avec un très faible risque de défaut; 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 du faible niveau des spreads et des incertitudes économiques grandissantes. Préférer 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 Fed est plus accommodante que la BCE, ce qui favorise l'appréciation de l'EUR contre USD. Nous maintenons pour l'heure un positionnement neutre, mais deviendrons positifs sur l'EUR en cas de franchissement de la résistance de 1,128.
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	●			A horizon moyen terme, l'USD devrait continuer à se déprécier contre CHF. Sur le court terme, cependant, il paraît survendu et pourrait s'apprécier. Un niveau intéressant pour vendre l'USD se situerait autour de 0,87.
EUR vs GBP			●	Le différentiel croissant de taux d'intérêt en faveur de la GBP devrait soutenir son appréciation contre EUR.
EUR vs JPY			●	Les divergences de politique monétaire entre les banques centrales ont entraîné un important débouclage des opérations de portage, lequel pourrait encore se poursuivre.
USD vs GBP			●	La GBP devrait s'apprécier contre USD compte tenu de la récente évolution du différentiel de taux d'intérêt, désormais plus en faveur de la GBP.

ENFIN LE MOMENT DE MISER SUR LES ACTIONS SUISES ?

ANICK BAUD / SENIOR FUND MANAGER

Une progression du PIB plus résiliente que prévue, ainsi qu'un PMI manufacturier qui rebondit, ne doivent pas nous faire oublier que l'économie suisse devrait malgré tout afficher une croissance inférieure à son potentiel de long terme dans un contexte de ralentissement mondial généralisé. Pour autant, les actions suisses ont des qualités et des atouts qui pourraient bien les replacer sur le devant de la scène, sur fond de repli de l'inflation et de baisse des taux.

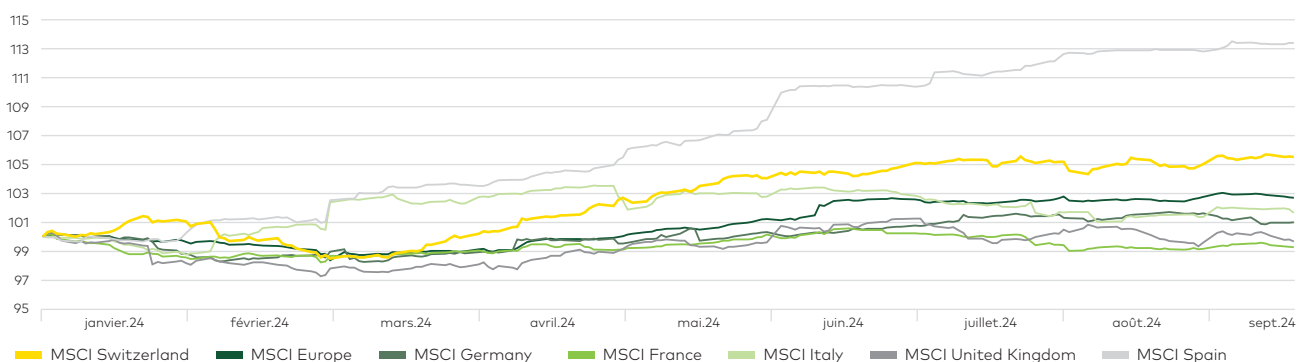
Une économie toujours en-deçà de son potentiel:

la croissance du PIB suisse au 2^e trimestre (+0,5% en rythme trimestriel corrigé des événements sportifs) a largement dépassé même les attentes les plus optimistes, en dépit d'un environnement plutôt morose chez nombre de partenaires commerciaux du pays. En se penchant plus en détail sur ce résultat, on constate que la belle surprise est entièrement imputable au fort rebond des exportations pharmaceutiques et chimiques (+8,4% en rythme trimestriel), qui a largement compensé une activité manufacturière toujours en berne. Pour le reste de l'année, la dynamique devrait s'essouffler et nous anticipons toujours une croissance en-deçà de son potentiel, s'inscrivant désormais légèrement au-dessus de 1%. La faiblesse de l'activité en Allemagne, ainsi qu'en Chine, conjuguée à une appréciation du franc suisse, devrait continuer de freiner l'activité. Et même si la demande intérieure devrait continuer d'être relativement solide, soutenue par le reflux de l'inflation et un marché de l'emploi qui reste en absolu dynamique, elle pourrait néanmoins connaître une légère pression baissière. En effet, le taux de chômage a quelque peu progressé ces derniers temps, passant de 1,9% à 2,5%, et l'importance du recours au chômage partiel par les entreprises manufacturières (dépassant même les niveaux qui avaient prévalu lors de la crise de la zone euro en 2011-2012 et du choc sur le franc suisse en 2015), laisse penser que le marché de l'emploi pourrait se détériorer encore légèrement dans les mois à venir. Une normalisation de l'activité et une croissance de l'ordre de 1,5% sont par contre attendues pour 2025, pour autant que la demande internationale ne faiblisse pas trop.

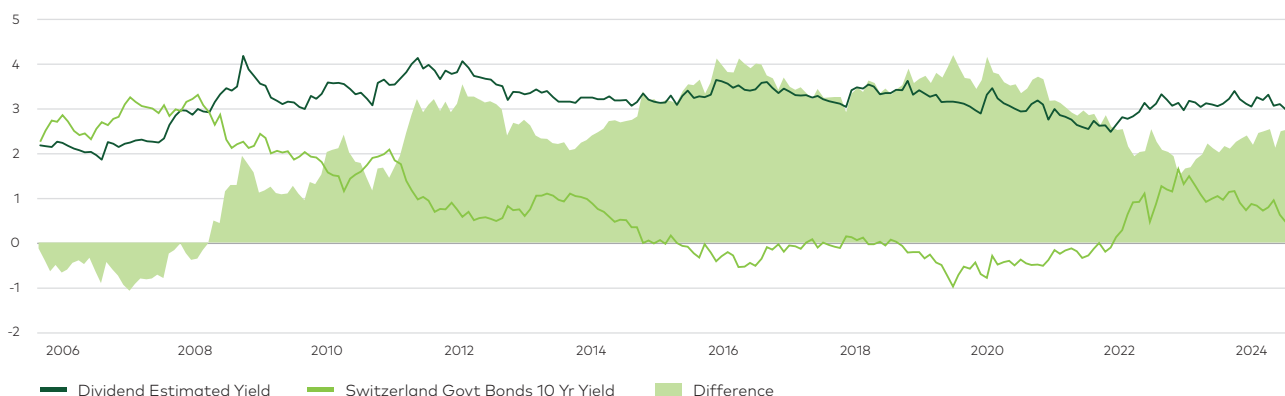
Vers un retournement de l'activité manufacturière:

les deux derniers chiffres de l'indice suisse des directeurs d'achat (PMI manufacturier) ont eu de quoi surprendre ceux qui surveillent cette donnée, censée être un indicateur avancé de la santé économique, comme le lait sur le feu. S'il a passé son vingt-et-unième mois consécutif en-dessous de 50, soit le seuil de contraction, enfonçant par là même un record de longévité, sa remontée depuis deux mois a été spectaculaire (de 43,5 à 49,9). Il est indéniable que cette donnée est volatile, puisque fondée sur l'évolution des perceptions des directeurs d'achat d'un mois sur l'autre, mais en analysant les chiffres de plus près on constate un fort rebond des entrées de commandes, dont le sous-indicateur est au plus haut de l'année – un signe encourageant. Ce dynamisme est corroboré par l'enquête mensuelle du KOF dans laquelle les entreprises industrielles se montrent de plus en plus confiantes quant à l'évolution future de leurs affaires. Un petit coup d'œil dans le rétroviseur nous rappelle qu'historiquement une politique monétaire accommodante tend à précéder la croissance manufacturière d'environ 6 à 12 mois. La Banque nationale suisse (BNS) ayant entamé son cycle d'assouplissement en mars dernier, on peut ainsi espérer que le PMI du mois d'août en Suisse ne soit pas simplement une erreur statistique, mais bel et bien les prémices d'un vrai retournement de tendance de l'activité manufacturière. Tempérons malgré tout légèrement notre optimisme, dans la mesure où les principaux partenaires commerciaux de la Suisse, et plus particulièrement l'Allemagne, affichent des PMI qui pointent encore largement

Le marché suisse se démarque avec une croissance bénéficiaire parmi les plus dynamiques d'Europe



Le différentiel entre le dividende moyen du marché suisse et le rendement à 10 ans des bons de la Confédération est revenu à un niveau qui milite en faveur des actions



vers le bas. Avec le récent cycle d'assouplissement de la Banque centrale européenne (BCE), démarré avec un décalage de quelques mois par rapport à la Suisse, on peut toutefois espérer que la tendance se généralise et que s'enclenche ainsi un cercle vertueux.

Après la peur de l'inflation, celle de la déflation:

depuis les sommets tutoyés entre août 2022 et mars 2023, le niveau d'inflation en Suisse, aussi bien sur l'indice global que le sous-jacent, a fortement décéléré. Cela fait maintenant plus d'un an qu'il évolue dans la fourchette considérée comme normale par la BNS. Le renchérissement actuel (1,0%) est même étonnamment bas, ce qui a entraîné une révision baissière des attentes pour 2024 et 2025, et ce malgré une hausse sensible des loyers. L'explication de cette décélération plus rapide que prévue de l'inflation est à trouver dans la force du franc suisse. Sa très forte appréciation contre pratiquement toutes les autres devises a en effet rendu les biens importés moins coûteux, et donc fait refluer le niveau général des prix. Selon une étude d'UBS, une appréciation de 1,5% de la monnaie helvétique suffit à faire baisser l'inflation effective de 20 pb. Le franc s'étant apprécié de 2,5% contre l'euro et de 6% contre le dollar depuis le mois de juin, on peut aisément postuler que les biens importés devraient continuer de peser négativement sur l'indice des prix. Partant, ne pourrait-il y avoir qu'un pas à franchir pour se retrouver en situation de déflation? Nous n'y sommes pas encore tout à fait, mais une pression trop importante sur le franc dans un contexte de ralentissement général des prix (sachant par exemple qu'une baisse d'environ 10% sur le prix de l'électricité est attendue en 2025) pourrait aboutir à une situation désavantageuse pour les ménages suisses, lesquels verraient leurs dettes, hypothécaires essentiellement, augmenter en termes réels. L'autre désavantage d'un tel scénario est que la politique monétaire serait de facto trop restrictive dans un environnement de croissance économique en-deçà de son potentiel. A ce titre, la récente décision de la BNS d'abaisser ses taux de 25 points de base paraît plus que judicieuse. Au vu du contexte, il y a en effet urgence à relâcher quelque peu la pression insupportable qui s'exerce sur la monnaie nationale, pour les exportateurs bien sûr mais également pour les

ménages suisses. D'autres baisses de taux s'avèreront d'ailleurs nécessaires pour la BNS, le marché tablant sur encore une baisse de 25 points de base d'ici la fin de l'année, avant de devoir dégainer l'arme ultime, à savoir des interventions massives sur le marché des changes.

Une dynamique fortement positive pour les actions suisses:

alors qu'en début d'année 2023, une obligation à 10 ans de la Confédération rapportait encore 1,5%, quelques 18 mois plus tard, son rendement atteint à peine 0,4% et ce mouvement baissier n'est de loin pas terminé. Le différentiel de rendement entre le dividende moyen du marché suisse (2,9%) et les obligations d'État à 10 ans est ainsi revenu à des niveaux qui militent à nouveau fortement en faveur des actions. De plus, depuis quelques semaines, après une période de forte surperformance des valeurs cycliques sur le plan mondial, les valeurs défensives ont à nouveau la cote auprès des investisseurs. Dans un environnement de croissance moindre, avec des taux en baisse, la recherche de valeurs plus défensives devrait ainsi favoriser le marché suisse, le poids de ce type d'actions y étant bien plus important que dans la plupart des autres marchés. Enfin, comme nous le soulignons déjà depuis quelques mois, un certain nombre de facteurs sont à l'œuvre pour permettre une reprise des petites et moyennes capitalisations suisses, particulièrement malmenées depuis deux ans: le début d'un cycle de baisse des taux américains, puisque ceux-ci semblent influencer ce segment de marché de manière plus marquée que les taux suisses, un niveau de valorisation bas en comparaison historique et une nette amélioration du PMI, indicateur fortement corrélé à la surperformance des valeurs secondaires. Si cela ne suffisait pas à convaincre, on peut ajouter que le marché suisse se démarque avec une croissance attendue sur les 12 prochains mois du bénéfice par action figurant parmi les plus dynamiques d'Europe (MSCI Suisse +5%), et en constante progression depuis le début de l'année. Un regain d'intérêt pour les grandes valeurs défensives, conjugué à une reprise des petites et moyennes capitalisations, permettrait ainsi au marché suisse de retrouver la faveur des investisseurs après une période prolongée de sous-performance.

EUROPE

L'AUTOMNE EST LÀ: LES FEUILLES VONT TOMBER ET LE MARCHÉ MONTER ?

MALEK DAHMANI / FUND MANAGER

Depuis plus de vingt ans, le dernier trimestre de l'année affiche des performances supérieures à la moyenne. Alors que se profilent des semaines intenses sur fond d'élections américaines, de tensions géopolitiques et d'alternance entre attentes d'atterrissage en douceur et de récession, l'année 2024 fera-t-elle exception à la règle ?

L'automne a la particularité d'inspirer aussi bien les artistes mélancoliques, tels que Prévert, Camus et Baudelaire, que les financiers euphoriques, notamment en Europe. Bien que nous soyons peu enclins à succomber aux adages et aux séries, qui relèvent parfois du farfelu, il est difficile de nier que les faits statistiques sont tenaces. Sur les dix dernières années, la performance du 4^{ème} trimestre n'a été négative en Europe qu'à une seule occasion, en 2018. En comparaison, sur cette même période, en moyenne, un trimestre sur quatre a clôturé en territoire négatif. Plus remarquable encore, la performance absolue est nettement supérieure sur le dernier trimestre de l'année: depuis 2014, le marché européen progresse en moyenne de 2% par trimestre, un chiffre qui dépasse 4% si l'on se concentre sur la fin d'année.

Cette tendance se confirme également sur un historique de 20 ans, le 4^{ème} trimestre ayant affiché une performance positive dans 85% des cas, contre seulement 66% pour les autres trimestres de l'année. Est-ce le regain d'optimisme après les vacances ou la sérénité de l'été indien? De nombreuses études académiques se sont penchées sur ces phénomènes de saisonnalité des marchés, sans toutefois apporter de réponses convaincantes. Ainsi, même s'il pourrait être tentant

de se reposer uniquement sur les statistiques, nous ne nous dispenserons pas ce trimestre de vous fournir notre analyse de la situation. Après tout, il est bien connu que « toute série a une fin »!

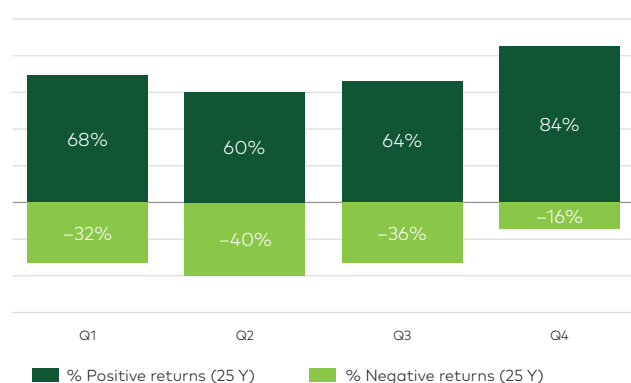
Nous abordons donc ce trimestre final de 2024 en Europe avec un questionnement similaire à celui qui se pose ailleurs dans le monde: les États-Unis réussiront-ils un atterrissage en douceur ou sombreront-ils en récession? Depuis plusieurs trimestres, les entreprises européennes dépendent en effet principalement de la croissance américaine, l'autre moteur économique des années pré-COVID, à savoir la Chine, étant complètement à l'arrêt. Quant au marché intérieur européen, il n'est certes pas aussi désastreux qu'on le laisse entendre, grâce notamment à la résilience des services, mais reste insuffisant pour porter la croissance.

Les prévisions d'une récession américaine se sont renforcées durant l'été, en raison de chiffres de l'emploi plus faibles que prévu. Cette inquiétude a accéléré la rotation sectorielle amorcée au 2^{ème} trimestre. Si l'indice Stoxx 600 a progressé de 1% durant l'été, les actions cycliques ont, quant à elles, fortement chuté, au profit des titres défensifs. Le différentiel de performance entre ces deux catégories a ainsi dépassé 8%

En Europe (Stoxx 600), le quatrième trimestre affiche des performances nettement supérieures à celles des autres trimestres sur les 10 et 25 dernières années.



Les marchés européens (Stoxx 600) affichent des performances positives bien plus souvent au cours du quatrième trimestre que lors des autres trimestres.



Les augmentations de la masse monétaire tendent à entraîner une amélioration du PMI manufacturier.



jusqu'à la mi-septembre. Les secteurs des semi-conducteurs et du luxe, en tête en début d'année, ont perdu une bonne partie de leurs gains au profit de secteurs plus résilients au cycle conjoncturel, à l'instar des services publics ou des télécommunications. Les deux dernières semaines du trimestre ont connu un rééquilibrage en faveur des valeurs cycliques, notamment sous l'impulsion de meilleures nouvelles macroéconomiques aux États-Unis ainsi que des annonces de stimulus de la part du gouvernement chinois.

Comme indiqué dans notre stratégie globale (voir éditorial), nous privilégions le scénario d'un atterrissage en douceur, avec une poursuite du cycle économique à un rythme modéré, sans récession. L'Europe, région la plus sensible à la croissance mondiale, en bénéficierait mécaniquement. La détente des taux, notamment de la part de la BCE et de la FED, devrait améliorer les conditions d'investissement, un élément crucial pour redresser le secteur manufacturier mondial.

Dans ce contexte, comment positionner les portefeuilles d'investissement? À première vue, il serait tentant de privilégier les titres cycliques, après leurs déconvenues récentes. Leur réaction à la baisse des taux de 50 points de base annoncée par la Fed illustre leur potentiel de rebond en cas de confirmation d'une trajectoire d'atterrissage en douceur. Nous jugeons cependant plus prudent de maintenir en portefeuille des titres cycliques de qualité, soutenus par des tendances de long terme, tout en les associant à des valeurs défensives, inversement corrélées aux taux d'intérêt. Cette stratégie offre une certaine flexibilité pour naviguer dans la seconde partie de ce cycle économique, tout en cherchant à limiter les risques en cas de potentielles erreurs des banques centrales dans leur politique d'assouplissement monétaire.

Par ailleurs, nous sommes convaincus que certains facteurs exogènes généreront une volatilité accrue. En premier lieu, les élections américaines pourraient provoquer des remous, tant en raison de stratégies opportunistes

sur le plan géopolitique (conflits au Proche-Orient et en Ukraine) que de tensions sociales possibles, avant ou après les résultats. Une rotation sectorielle pourrait s'opérer, notamment en défaveur des sociétés exportatrices vers les États-Unis, si c'est Donald Trump qui accède à la Maison Blanche. Nous privilégions donc les entreprises ayant déjà mis en place une production locale, réduisant leur exposition à ce risque.

Enfin, un mot concernant les mesures de relance économique récemment annoncées par les autorités chinoises. À cet égard, il est important de noter que le marasme actuel de l'économie chinoise pèse sur le secteur manufacturier européen, en particulier allemand, et que peu d'investisseurs ou de dirigeants d'entreprise sur le continent tablent sur un rebond d'activité au cours des prochains trimestres. En ce sens, toute surprise économique émanant de la Chine – sans doute plus probable en 2025 – serait un formidable coup de pouce, bien accueilli par les marchés.

En conclusion, dans la mesure où le dernier trimestre de l'année jouit souvent de vents favorables, avec des investisseurs à l'affût de toute bonne nouvelle, la moindre donnée venant confirmer l'hypothèse d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine soutiendra le marché européen. Pour autant, nous ne devons pas ignorer que les rares performances négatives à s'être produites, depuis deux décennies, durant le 4ème trimestre de l'année ont généralement été particulièrement marquées – avec notamment des reculs de 22% en 2008 et de 11% en 2018. Le trimestre d'automne n'est définitivement pas un trimestre comme les autres...

ETATS-UNIS

«LE TEMPS EST VENU POUR UN AJUSTEMENT DE POLITIQUE» JEROME POWELL, PRÉSIDENT DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

En cette fin de 3^e trimestre, la rhétorique autour d'une potentielle récession domine à nouveau les discussions de marché, alimentée par des inquiétudes concernant l'affaiblissement de la consommation et une Fed qui a pris du retard. Alors que les signes de ralentissement de la croissance sont évidents dans le sillage du cycle de resserrement agressif de la Fed, la question cruciale demeure: les États-Unis se dirigent-ils vers une récession ou un atterrissage en douceur est-il encore possible? Si une récession devait effectivement se matérialiser, de simples réductions de taux pourraient ne pas suffire à éviter un marché baissier. Dans un scénario d'atterrissage en douceur, en revanche, un cycle de baisses des taux pourrait soutenir les actifs à risque, favorisant ainsi la poursuite du rallye boursier.

Ralentissement de la croissance et inflation maîtrisée

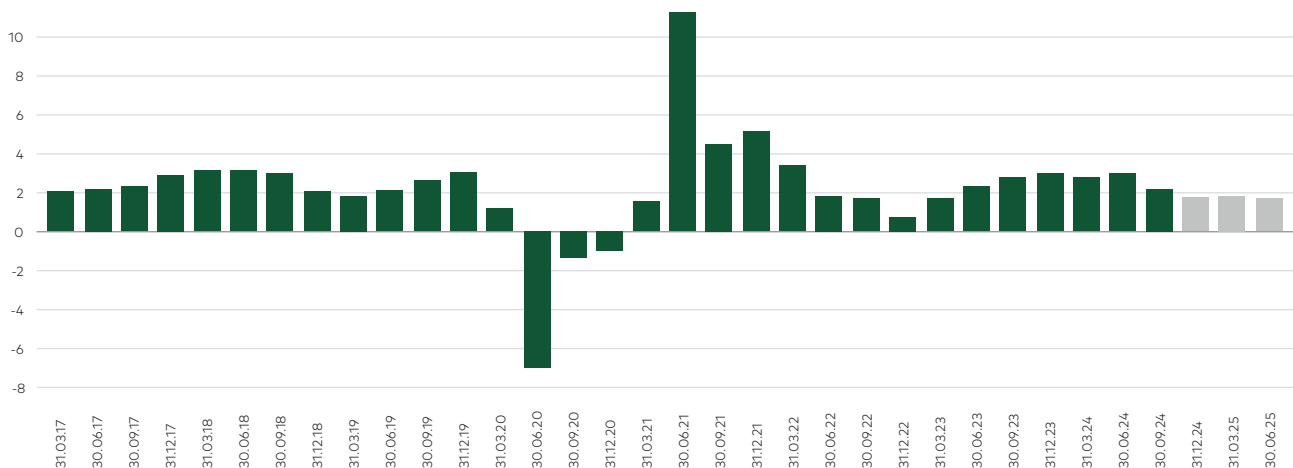
L'économie américaine connaît actuellement une décélération notable. Après avoir affiché un rythme moyen de 3% au cours des quatre derniers trimestres, la croissance du PIB réel devrait ralentir à 2,3% et 1,8%, respectivement, au 3^e et 4^e trimestres 2024. Cette tendance devrait se poursuivre en début d'année prochaine, avec des taux de croissance du même ordre prévus pour les deux premiers trimestres de 2025 (1,9% et 1,7%). En termes annuels, alors que la croissance s'était inscrite à un niveau solide de 2,5% en 2023, et que cette dynamique devrait perdurer en 2024, une décélération à 1,7% ou moins se produira probablement en 2025.

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI), un indicateur avancé clé, se situe actuellement à son point haut de l'année, laissant présager une croissance soutenue. Cela dit, sa décomposition fournit des signaux plus mitigés. L'indice PMI des

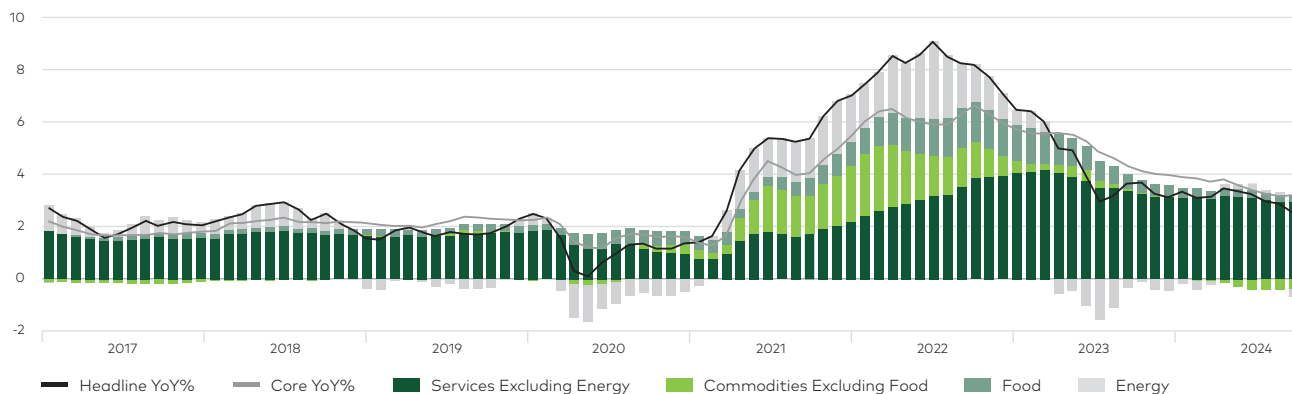
services reste confortablement en territoire expansionniste et s'est renforcé tout au long de l'année. A contrario, l'indice PMI manufacturier est retombé en zone de contraction et montre peu de signes de reprise dans l'immédiat. Nonobstant cette divergence, le cycle économique global semble stable et, sur la base des schémas historiques, la dynamique devrait rester positive jusqu'en milieu d'année 2025. A ce stade, il n'y a pas d'indicateurs nets d'une récession imminente.

Sur le front de l'inflation, la situation continue de s'améliorer. L'inflation sous-jacente, bien que persistante du fait d'un renchérissement toujours marqué des salaires et des prix des logements, devrait décélérer au cours des prochains trimestres (graphique 2). L'inflation énergétique, malgré les baisses de production décidées par l'OPEP+ et les tensions géopolitiques, n'est pas une préoccupation majeure, les prix du brut ayant reculé et ceux de l'essence étant revenus à leurs niveaux d'avant la pandémie.

Décélération conjoncturelle mais pas de récession – croissance trimestrielle du PIB (en glissement annuel)



L'inflation devrait continuer à décélérer – l'inflation jusque-là persistante dans les services (en vert foncé) devrait contribuer à une baisse de l'inflation globale



Ajustements du marché de l'emploi: une étape nécessaire pour maîtriser l'inflation

Le récent assouplissement du marché de l'emploi est une étape nécessaire pour aider à faire reculer l'inflation, car il existe généralement une relation inverse entre le chômage et l'inflation (la fameuse courbe de Phillips). Dans le cadre de ses efforts pour atténuer les pressions inflationnistes, la Fed a pris des mesures pour ralentir l'économie, ce qui a entraîné un affaiblissement du marché de l'emploi. Bien que les demandes d'allocations de chômage reflètent cette évolution, nous ne nous attendons pas à ce que cela déclenche un cercle vicieux dans lequel la remontée du chômage pèserait de manière significative sur les dépenses de consommation, entraînant de nouvelles pertes d'emploi et, au final, une récession. Les ménages à faible revenu sont évidemment à la peine, mais les consommateurs dans leur ensemble restent relativement résilients, soutenus par des niveaux d'endettement moindres et des actifs importants par rapport aux périodes historique d'avant récession.

Avec sa récente baisse de taux de 50 points de base en septembre, la Fed s'est clairement orientée vers une politique monétaire plus accommodante. L'inflation américaine, qui avoisine actuellement les 2,5%, continue de décélérer, tandis que le marché du travail se détend. Cela rend un assouplissement monétaire possible pour la Fed, avec pour objectif de réduire les risques de récession tout en maintenant l'inflation sous contrôle. La Fed devrait encore abaisser ses taux de 50 points de base d'ici la fin de l'année, avant de procéder à de nouvelles réductions de plus de 100 points de base en 2025.

Une participation plus large à la croissance bénéficiaire

La saison des résultats du 2^e trimestre a surpassé les attentes, le BPA du S&P 500 affichant une croissance trimestrielle de 9%. Il convient de noter en particulier l'évolution de la dynamique de cette croissance. Depuis le 3^e trimestre 2023, les bénéfices du S&P 500 dépendaient fortement des «7 magnifiques» valeurs technologiques. Sans leur contribution, un

recul des bénéficiaires aurait été enregistré. La donne a changé au cours de la dernière saison de résultats : près de la moitié de la croissance des bénéfices a émané des composantes du S&P 500 autres que les «7 magnifiques». Cette moindre dépendance à l'égard du secteur des technologies de l'information est le signe d'un élargissement plus sain de la participation, ce qui est positif pour le marché dans son ensemble.

Conclusion

L'économie américaine nous semble appelée à passer d'une période de croissance robuste à celle d'une décélération mesurée. Compte tenu du repli de l'inflation et de l'ajustement du marché de l'emploi, la Fed continuera probablement à adopter une politique monétaire plus accommodante, ce qui pourrait constituer une protection contre le risque baissier. La question centrale reste de savoir si la Fed réussira à générer un atterrissage en douceur, soit notre scénario de base. Une croissance solide des bénéfices, en particulier avec une participation élargie (hors technologie), constituera un soutien essentiel pour les marchés actions, contribuant à une toile de fond positive pour ces derniers et d'autres actifs risqués.

Cela dit, nous restons attentifs vis-à-vis de scénarios alternatifs, notamment celui dans lequel la consommation s'affaiblirait plus que prévu, ce qui pourrait faire basculer l'économie en récession. Bien qu'il ne s'agisse pas de notre principale hypothèse, elle représente un risque significatif que nous entendons surveiller de près au cours des prochains mois.

ASIE

UN GROS BAZOOKA EST NÉCESSAIRE

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

Alors que l'économie chinoise traverse une période de défis importants, les investisseurs sont confrontés à une toile de fond complexe, marquée par un ralentissement de la croissance du PIB, les difficultés du secteur immobilier et une faible consommation intérieure. Malgré des valorisations boursières historiquement attrayantes, l'incertitude prévaut en raison de pressions déflationnistes persistantes et d'une absence de catalyseurs de croissance évidents.

Situation économique

La croissance du PIB chinois a ralenti à 4,7% en glissement annuel au 2^{ème} trimestre, en deçà de l'objectif de 5,5% établi par le gouvernement. Les projections pour les deux derniers trimestres de 2024 suggèrent un rythme similaire, conduisant probablement à une croissance pour l'année de l'ordre de 4,8% ou moins, avec une nouvelle décélération à 4,5% attendue en 2025. Les indicateurs avancés tels que l'indice PMI manufacturier, et sa sous-composante « nouvelles commandes », ne laissent guère espérer de rebond, oscillant entre expansion et contraction. Si le secteur des services reste un point positif, d'autres pans de l'économie sont toujours à la peine.

L'impulsion du crédit et l'agrégat monétaire M1 sont des indicateurs cruciaux de l'activité future et, pour l'heure, incitent tous deux à la prudence. L'impulsion du crédit, qui mesure la variation du flux de nouveaux crédits en pourcentage du PIB, reste atone, avec des valeurs négatives. L'agrégat M1, qui reflète les formes de monnaie les plus liquides dans l'économie, est également passé en territoire négatif. Son recul fait état d'une diminution des liquidités et de la confiance des entreprises et des consommateurs, ce qui renforce encore les perspectives moroses de l'activité économique chinoise.

Les difficultés du marché immobilier

Le ralentissement économique actuel est largement dû aux turbulences persistantes dans le secteur immobilier, qui ne

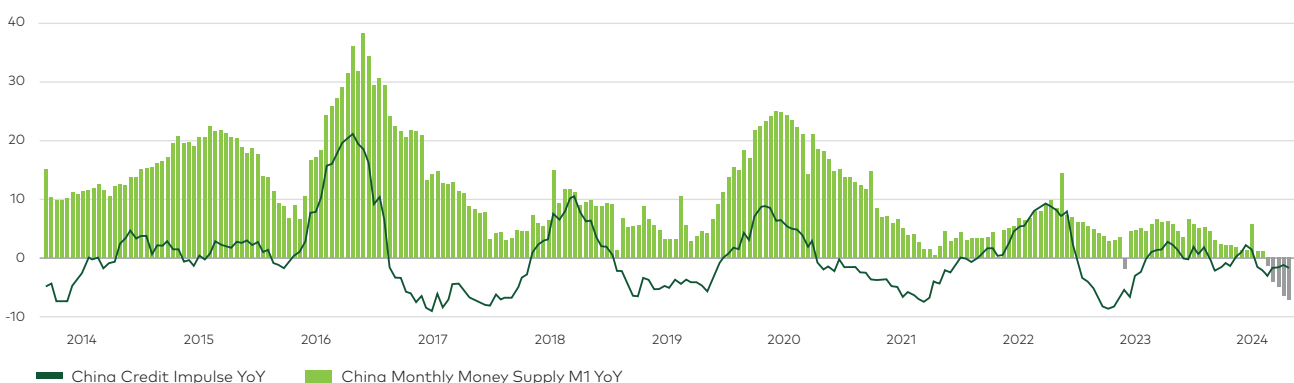
montre aucun signe d'amélioration ou de stabilisation. Depuis notre dernière mise à jour stratégique, les prix des logements commerciaux ont continué à baisser, leur recul de 5% en juillet, en glissement annuel, marquant le 28^{ème} mois consécutif de contraction. Malgré un abaissement significatif des taux hypothécaires – passés de 5,5% à 3,45% – il n'y a pas eu d'amélioration perceptible des conditions du marché.

Les efforts des autorités pour stabiliser le secteur, notamment en assouplissant les restrictions à l'achat et en réduisant les exigences en matière d'apports de fonds pour des crédits hypothécaires, n'ont pas encore permis de rétablir la confiance des acheteurs et des investisseurs. Le gouvernement plancherait aujourd'hui sur des plans visant à réduire l'offre excédentaire sur le marché. D'après les analystes, le rétablissement complet du secteur immobilier pourrait prendre entre quatre et six ans, du fait de l'offre excédentaire et de la lenteur de la reprise de la demande.

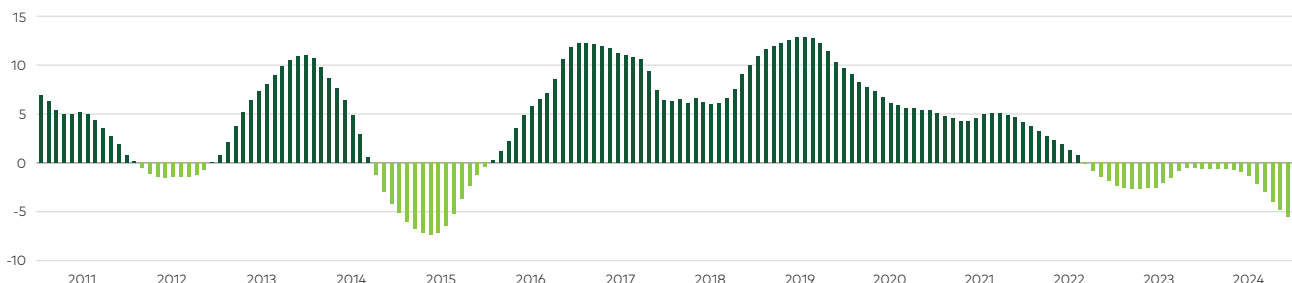
Une faible consommation intérieure

Malgré les efforts des autorités pour stimuler les dépenses des consommateurs, la consommation des ménages reste faible. Cette atonie est due à plusieurs facteurs, notamment les effets persistants de la pandémie, le niveau élevé de l'épargne des ménages, la détérioration du marché immobilier susmentionnée et la prudence des consommateurs, qui sont nombreux à exprimer leur manque de confiance dans la capacité du gouvernement à relever les défis économiques.

Impulsion du crédit chinois et agrégat monétaire M1: indicateurs d'une activité économique atone



Prix des nouvelles constructions commerciales et résidentielles en Chine (en glissement annuel)



Les ventes au détail affichent une progression moyenne de 2,7% en glissement annuel depuis début 2024, ce qui est nettement inférieur à la moyenne mensuelle d'environ 8% enregistrée avant la pandémie. Et quand bien même les ventes au détail en ligne se sont mieux comportées, avec un rythme de croissance annuel moyen de 9,5%, ce taux reste lui aussi inférieur aux niveaux d'avant-COVID.

Reprise des exportations

Les exportations, l'un des principaux moteurs de l'économie chinoise, ont faibli depuis le dernier trimestre 2022, du fait de la baisse de la demande mondiale, en particulier celle des États-Unis et de l'UE. Bien que les trois derniers mois aient vu une certaine reprise, avec une croissance des exportations qui a dépassé 7% en glissement annuel, l'incertitude économique mondiale, alimentée par les tensions géopolitiques et l'inflation, continue de peser sur les exportations chinoises.

Les droits de douane de 100% imposés récemment par le Canada sur les véhicules électriques fabriqués en Chine soulignent les difficultés commerciales actuelles. Les tensions avec les États-Unis pourraient s'intensifier, en particulier si Donald Trump fait son retour à la Maison Blanche, avec des propositions de droits de douane accrus qui pourraient ôter deux points de pourcentage à la croissance du PIB chinois. Il convient néanmoins de souligner que, malgré les droits de douane imposés par les États-Unis sur USD 300 milliards de produits chinois, les exportations de la Chine vers les États-Unis sont restées solides, ce qui souligne leur compétitivité et l'aggravation du déficit commercial américain.

Dynamique de l'inflation et de la devise

L'atonie de la croissance et de la demande chinoise se traduit par une faible inflation, les prix à la consommation n'ayant augmenté que de 0,5% en glissement annuel, non loin de la déflation et bien en deçà de la médiane de 2% sur 20 ans. L'indice des prix à la production (IPP) est resté en territoire déflationniste depuis le dernier trimestre de 2022, reflétant la faiblesse de la demande industrielle.

Le renminbi (RMB) s'est déprécié en raison du différentiel de taux d'intérêt par rapport à l'USD, bien que les récentes actions de la Fed aient entraîné une stabilisation. La monnaie

chinoise reste néanmoins vulnérable aux fluctuations du marché mondial et aux incertitudes économiques persistantes.

Une valorisation attrayante mais toujours un manque de catalyseurs

Avec un P/E de 11x pour l'indice Shanghai Shenzhen 300 et de 8,3x pour l'indice Hang Seng, le marché chinois traite actuellement à des niveaux très attrayants en termes historiques, proches de creux cycliques. Il est toutefois essentiel de reconnaître que la région manque encore de catalyseurs clairs ou d'amélioration suffisante des fondamentaux économiques pour justifier un investissement conséquent.

Implications pour la stratégie d'investissement

En conclusion, même si le marché chinois présente des valorisations historiquement attrayantes, la situation économique générale du pays reste difficile, qu'il s'agisse de la faible croissance du PIB, de l'instabilité persistante du secteur immobilier, de la faiblesse de la consommation intérieure ou de la persistance des pressions déflationnistes. Bien que des signes précurseurs d'une reprise des exportations et du secteur des services se fassent jour, l'absence de catalyseurs clairs ou de stabilisation économique significative plaide en faveur d'un positionnement toujours prudent en matière d'investissement.

Le vaste plan de relance annoncé par les autorités chinoises les 24 et 26 septembre, qui vise à atténuer les difficultés du marché immobilier, à accroître les liquidités et à renforcer le soutien budgétaire, représente l'intervention monétaire et budgétaire la plus importante depuis la pandémie. Si cette initiative marque un changement positif dans l'orientation des politiques et aidera probablement la Chine à atteindre son objectif de croissance du PIB, en plus de soutenir le sentiment de marché, il est peu probable qu'elle permette un rétablissement complet de la confiance des consommateurs et des entreprises à court terme.

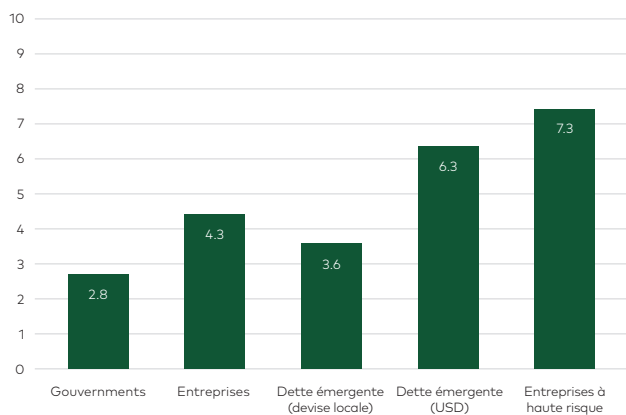
Jusqu'à ce que des signes plus concrets de reprise apparaissent, ou que des catalyseurs de croissance plus forts et émanant de la politique se matérialisent, nous conseillons de rester sélectifs et de conserver une approche défensive. Alors que l'indice CSI 300 paraît peu intéressant dans le contexte actuel, l'indice Hang Seng a montré une amélioration notable de la croissance bénéficiaire, offrant potentiellement des opportunités sélectives.

OBLIGATIONS

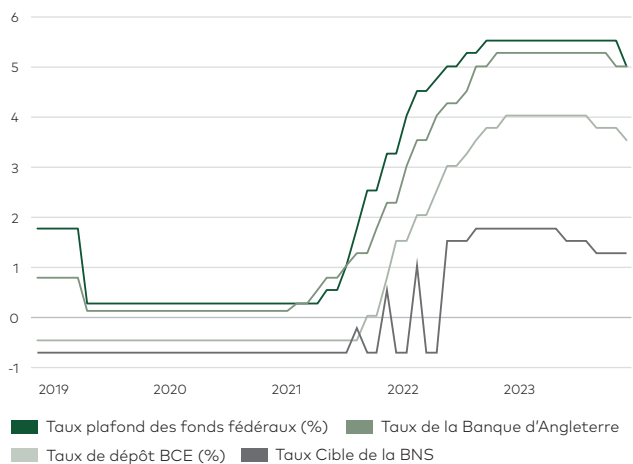
MANUEL STREIFF / CONSEILLER

La Fed, s'alignant sur les autres grandes banques centrales, a entamé son cycle de réduction des taux par une baisse décisive de 50 points de base. Sur fond d'inflation modérée, des signes de faiblesse dans le marché de l'emploi ont motivé ce changement de politique. Alors que l'économie américaine reste équilibrée, les dernières projections de la Fed, telles qu'exprimées dans son « dot plot », présagent de nouvelles baisses de taux lors de chacune des réunions prévues durant le prochain trimestre. Les acteurs du marché anticipent déjà des taux qui baisseront jusqu'à 3% environ, mais des réductions supplémentaires nous semblent possibles à mesure que l'inflation se rapprochera de l'objectif de 2% de la Fed.

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

Les interventions agressives des banques centrales ont comprimé les rendements de courte échéance, pentifiant les courbes de rendement et suscitant un regain d'intérêt pour les obligations d'État des pays développés.

Jusqu'à présent, les États-Unis ont mené le cycle d'assouplissement mondial, la forte décélération de l'inflation et le rééquilibrage du marché de l'emploi poussant les rendements américains plus bas que leurs homologues européens. Bien que la BCE ait commencé à abaisser ses taux, ses interventions ont été plus limitées du fait de pressions inflationnistes persistantes sur le plan des salaires. En France, l'incertitude politique a maintenu des spreads supérieurs à la normale par rapport à l'Allemagne, tandis que les spreads entre obligations italiennes et allemandes ont évolué dans une fourchette étroite. Les obligations suisses ont fait preuve de stabilité, avec des rendements

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



de court terme en baisse, reflétant les attentes d'un nouvel assouplissement monétaire en réponse à la force du franc.

Nos perspectives restent constructives s'agissant des obligations souveraines de maturité moyenne. Ces titres ont tendance à afficher la plus grande sensibilité à de nouvelles baisses des rendements, lesquelles seront probablement plus prononcées sur la partie avant de la courbe.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

Le rallye des obligations d'État a été un facteur déterminant pour la performance des obligations entreprises de qualité. Les obligations à haut rendement ont également été très demandées, les investisseurs tablant de plus en plus sur un scénario d'atterrissage en douceur. Bien que les risques de récession n'aient pas totalement disparu, la tendance actuelle à la désinflation a fourni aux banques centrales la flexibilité nécessaire pour maintenir des politiques accommodantes, ce qui continue à soutenir les marchés du crédit.

En dépit de l'actualité géopolitique, les marchés du crédit restent plutôt sereins, les fondamentaux primant. La dette de court terme et à haut rendement d'émetteurs présentant des profils de financement solides reste attrayante, en particulier sur la partie courte de la courbe, où les rendements totaux sont toujours intéressants, même si les spreads se sont resserrés.

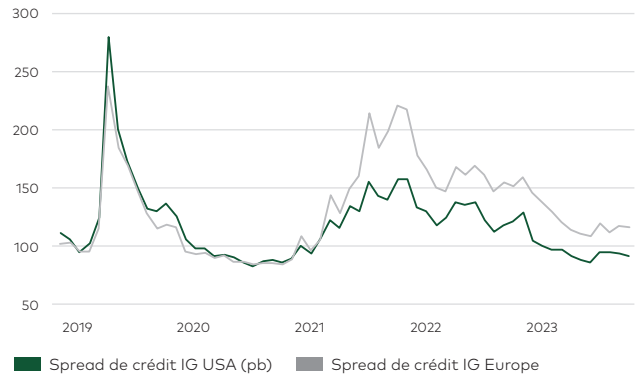
DETTE EMERGENTE EN MONNAIE FORTE

Les emprunts souverains de pays émergents libellés en devise forte ont surperformé, dopés par leur durée plus longue dans une période de recul rapide des rendements.

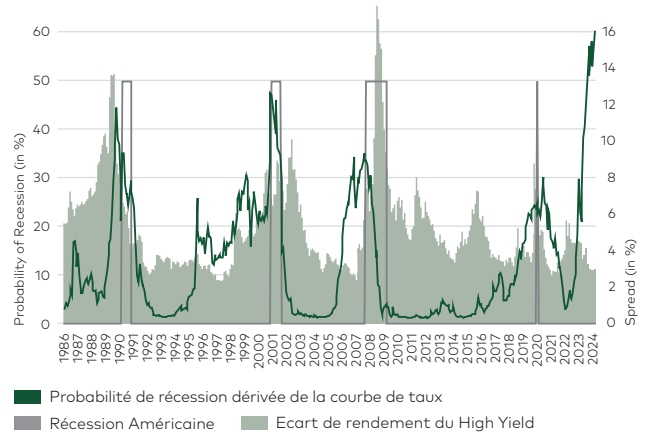
Alors que les banques centrales du monde entier entament des cycles d'assouplissement monétaire, les obligations émergentes en monnaie forte devraient bénéficier encore de l'accroissement de la liquidité mondiale.

Sur le marché du crédit émergent en USD, les rendements relativement élevés ont provoqué un changement notable, encourageant les émetteurs à se tourner vers les obligations en monnaie locale. Cette tendance devrait se poursuivre, réduisant progressivement l'offre d'émissions en USD.

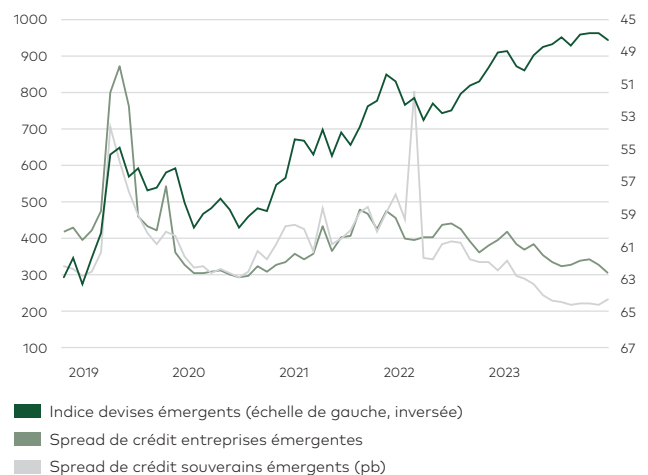
Spreads de crédit aux États-Unis et en Europe



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



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



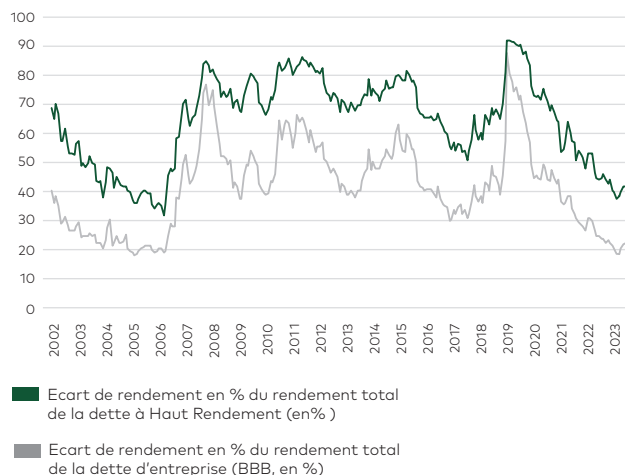
DETTE EMERGENTE EN MONNAIE LOCALE

Les obligations émergentes en monnaie locale ont connu un rallye impressionnant, en grande partie grâce à la baisse des rendements sur les marchés développés et à l'affaiblissement du billet vert. Les banques centrales des pays émergents, qui disposent d'une plus grande marge de manœuvre pour assouplir leur politique monétaire, ont tiré parti de cette situation dans la plupart des régions.

Si les performances ont été solides partout, les obligations en monnaie locale latino-américaines se sont distinguées, et ce malgré une hausse des taux au Brésil.

La poursuite de la dépréciation du dollar américain, conjuguée à la baisse des rendements mondiaux, renforce nos perspectives positives sur les marchés obligataires émergents en monnaie locale. Cela dit, nous restons attentifs aux risques potentiels, notamment la possibilité d'une évolution vers des politiques commerciales américaines plus protectionnistes en cas de changement de leadership politique.

Ecart de rendement en % du rendement total



PROJECTION DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES

Segments	Rendement (%)			Vue sur le rendement total (horizon 12m)
	USD	EUR	CHF	
Cash	4,78	3,03	0,79	↘
Court-terme à rendement élevé	5,42	3,80	1,05	↗
Obligations souveraines (10 ans)	3,78	2,09	0,43	↗
Obligations souveraines indexées sur l'inflation (10 ans)	1,57	0,21	n.a.	↗

Segments	Ecart par rapport au rendement souverain (pb)	Vue sur le rendement total (horizon 12m)
Obligations d'entreprises	99	↗
Obligations hybrides	195	↗
Obligations à haut rendement	367	→
Souverain émergents	299	→
Entreprises émergentes	219	→
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 s'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

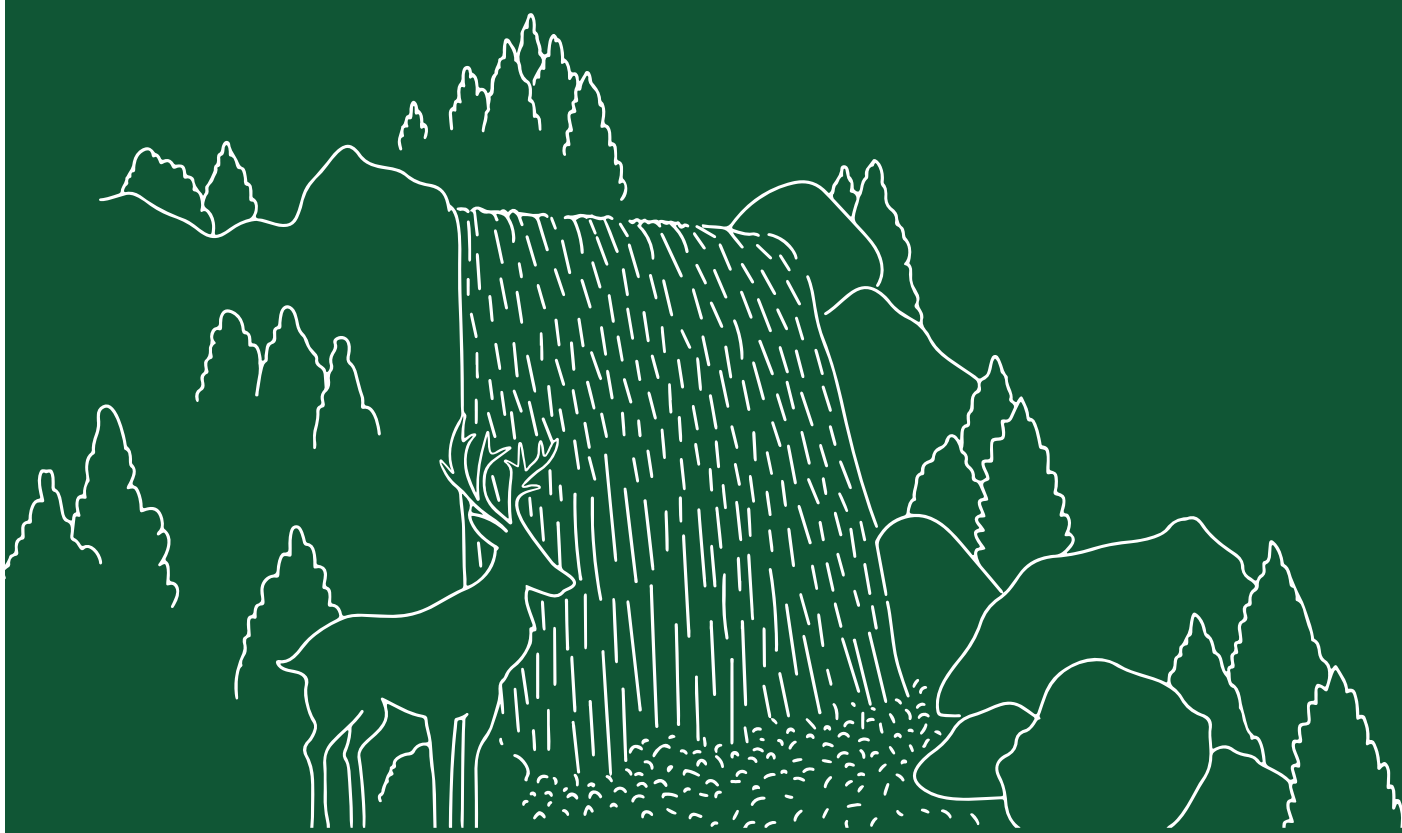
www.bruellan.ch



MARTIGNY

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

www.bruellan.ch



PANORAMA EST ÉGALEMENT DISPONIBLE EN LIGNE
WWW.BRUELLAN.CH