



STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

3^E TRIMESTRE 2024



Éditorial
**DETTES D'ETAT:
NORVÈGE OU ETATS-UNIS ?**

Le mot de l'économiste
ON Y CROÎT...



Éditorial



Dettes d'Etat : Norvège ou Etats-Unis ?

Colossal, gigantesque, abyssal... les superlatifs ne manquent pas pour qualifier le niveau des dettes de certains Etats. Des voix se (re-)lèvent pour nous annoncer une répétition de la crise comme celle vécue en 2011 sur fonds de crise de l'euro. Sur un ton plus mesuré, les grandes institutions comme la BCE, la BRI ou le FMI se montrent également inquiètes. Il est rappelé que toute augmentation de la dette par les dépenses publiques se doit d'être financée par des recettes (fiscales) sous peine d'entrer dans une spirale infernale. Ce qui inquiète en particulier c'est l'augmentation incontrôlée de la charge nette d'intérêts par rapport aux recettes publiques.

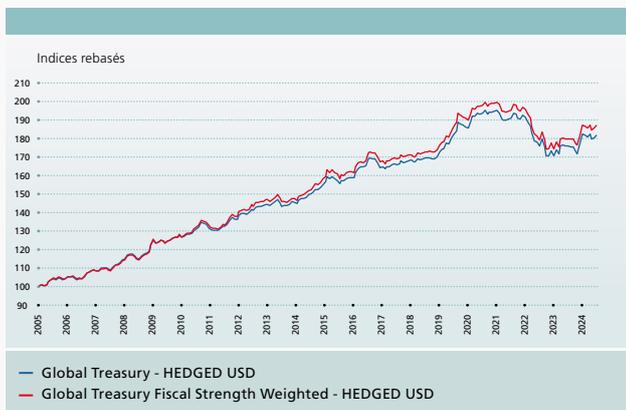
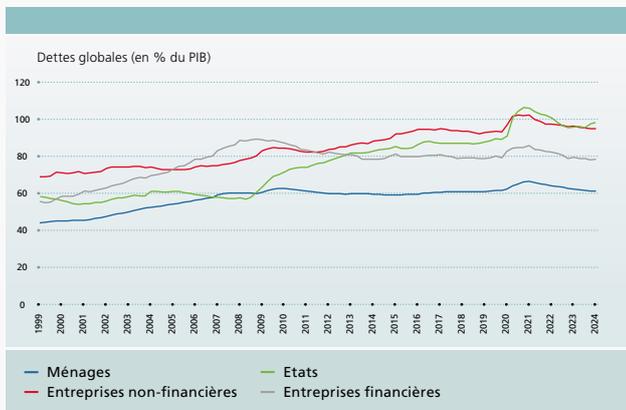
Mettons les choses en perspectives ! Les données estimées par le IIF (Institute of International Finance) partent d'un PIB mondial s'élevant approximativement à USD 93 billions (93'000 milliards !). Les dettes cumulées des ménages, des Etats, des entreprises financières et non-financières se chiffraient à fin mai 2024 à USD 315 billions dont environ 29% pour les seules dettes gouvernementales. Autrement dit : 3 années de production économique « mondiale » ne suffiraient pas à effacer la dette accumulée par l'économie mondiale. Ce qui frappe, c'est la progression particulièrement forte de la dette d'Etat (graphique 1) depuis la crise financière. Un tiers environ de cette dette mondiale est titrisé et détenu dans les portefeuilles institutionnels, étatiques ou privés. La dette gouvernementale se taille la part du lion avec l'effet pervers que plus un Etat émet de la dette sur le marché et plus il sera pondéré dans l'univers d'investissement représenté par les benchmarks et les indices de référence. L'investisseur passif se voit donc exposé au danger d'être contraint de financer des déficits budgétaires d'émetteurs étatiques sur-représentés.

**URS ZIEGLER**

Chef Division Asset management

Des benchmarks alternatifs basés sur la qualité fiscale existent. Ces derniers pénalisent, à travers un système de notation, la pondération des mauvais élèves en faveur d'Etats « mieux gérés ». Dans notre exemple, fourni par la société Bloomberg, les notations récentes vont d'une échelle de 1.75 à 8. En considérant la « force fiscale » des pays développés, du Sud ou de la Suisse. La Norvège avec le meilleur score passe d'une pondération de 0.12% à 0.37%. Si l'intuition de favoriser les Etats selon leur capacité à financer les déficits paraît louable, les résultats en termes de performance ne sont pas pour autant spectaculaires. En effet, le graphique 2 met en parallèle la performance historique d'un benchmark classique avec un benchmark basée sur la qualité fiscale. Dans notre exemple, l'effet de change a été neutralisé pour rendre les indices comparables. Sur la période considérée, pourtant mouvementée, l'écart est favorable à la stratégie de « force fiscale » mais ne s'est pas franchement creusé. La faiblesse de cet écart suggère que d'autres forces correctives sont en place dans ce segment très liquide du marché obligataire.

Quoi qu'il en soit, l'endettement des Etats continuera à faire débat et méritera toute notre attention.



ÉDITORIAL 2
Dettes d'Etat : Norvège ou Etats-Unis ?

LE MOT DE L'ÉCONOMISTE 4
On y croît...

SYNTHESE MACRO : ÉVOLUTION & SCÉNARIO 6

SYNTHÈSE DES MARCHÉS 7

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES 8

 Suisse 9
Évolution macroéconomique
Taux d'intérêt et devise
Marché des actions

 Zone euro 12
Évolution macroéconomique
Taux d'intérêt et devise
Marché des actions

 États-unis 15
Évolution macroéconomique
Taux d'intérêt et devise
Marché des actions

 Régions à croissance dynamique 18
Évolution macroéconomique
Dette obligataire
Marché des actions

MATIÈRES PREMIÈRES 21



VALÉRIE LEMAIGRE
Économiste en chef

Le mot de l'économiste

On y croît...

POINTS CLEFS

1. Moteur de la croissance 2025, la productivité avantage les Etats-Unis
2. La clé de la productivité: les investissements en propriété intellectuelle (R&D et technologie)
3. Cycle et transitions synchronisés limitent l'impact des risques et alimentent les opportunités pérennes

A l'heure où les signaux de l'activité et de l'inflation soufflent encore le chaud et le froid, où les risques politiques et géopolitiques sont à nos frontières, la résilience des marchés financiers étonne ou inquiète. La cote boursière américaine représentée par le S&P 500, enregistre une progression des prix de l'ordre de 15% sur le premier semestre, alors que les marchés européens et suisse sont à la traîne, plutôt autour de 7%. Inflexion des banques centrales, même timide, et amélioration de la visibilité et des perspectives d'activité des entreprises en sont les principaux ingrédients. A souligner, la dominance confirmée des principales valeurs technologiques américaines notamment, tirée par l'avènement de l'Intelligence artificielle. L'envolée du titre Nvidia qui contribue pour plus de 30% à la performance du S&P depuis le début de l'année en est le fer de lance. Alors, bulle technologique ou industrie 4.0: la question préoccupe.

Pour les tenants de la bulle technologique, l'argument porte sur la capitalisation boursière de Nvidia qui dépasse désormais les 3 billions de dollars (soit près de 10% du revenu annuel des Etats-Unis, le PIB) et a été multipliée presque par 10 en une année ! Cette envolée doit toutefois être distinguée de la hausse des valeurs technologiques industrielles comme Microsoft ou Apple, qui ont finalement limité leur hausse à environ 30% depuis les plus hauts de 2021.

Pour les tenants de l'industrie 4.0, l'avènement de l'IA est analysé comme une nouvelle forme de productivité entre la machine et l'humain et pourrait se déployer, en particulier dans les services aux entreprises (fiscal, juridique) ou à la personne (santé) ; une nouvelle ère qui est décryptée par les plus grands centres de recherches nationaux et internationaux. Les conclusions n'ont pas encore des portées similaires mais elles suggèrent néanmoins un

potentiel important d'accélération de la productivité, reposant sur un pilier historiquement déterminant: l'investissement en propriété intellectuelle, reprenant la R&D (recherche fondamentale académique et appliquée industrielle), ainsi que la technologie (*software et database*).

Parmi les 2'500 sociétés mondiales répertoriées en 2022 comme principales contributrices à la recherche appliquée, la tech américaine figure parmi les 10 premiers investisseurs mondiaux (Microsoft, Apple, Meta, Alphabet, etc.). Nvidia ne faisait pas encore partie de cette tête de liste en 2022, année de la lancée de ChatGPT (novembre 2022). 52 sociétés suisses sont représentées et les deux fleurons pharmaceutiques helvétiques (Roche et Novartis) sont au coude à coude avec les géants de la pharma et de la tech américaines. Ces grandes sociétés n'ont manifestement pas été empêchées dans leurs investissements par le resserrement des conditions de financement et inscrivent déjà une page déterminante de la croissance future face au cycle conjoncturel et aux transitions structurelles (démographique et énergétique).

Rappelons que le scénario 2025, décrit dans notre publication du deuxième trimestre, s'appuie sur le retour d'activité sans excès qui permet de faire face aux transitions reconnues, à travers l'entreprise, au cœur des innovations indispensables. « *Dès lors, ajuster les perspectives par 0.5% à 1% de croissance régionale supplémentaire par rapport au potentiel actuel n'est pas excessif. Place aux surprises de la dynamique de croissance et à certaines phases d'euphorie, après les crises et le sentiment déprimé... !* ». Ce scénario plus dynamique de 2025, **on y croît**.

Et, les Etats-Unis marquent à nouveau leur avance économique significative, alimentée par la productivité issue des investissements de propriété intellectuelle. La part de la valeur ajoutée des Etats-Unis a continué de progresser dans les périodes de crises et compte pour un quart de la création de richesse annuelle mondiale (PIB), au détriment de la zone euro, atteignant moins de 14% en 2022. La Chine, tant questionnée sur sa dynamique économique interne a dépassé la zone euro et avoisine 18%. En dépit des doutes, elle reste ainsi incontournable et dominante dans les échanges internationaux, se positionnant sur les technologies des transitions et leurs ressources indispensables.

Au-delà des facteurs cycliques qui multiplient les signaux d'amélioration des échanges internationaux et de l'activité régionale, les yeux sont de plus en plus rivés sur les réponses aux enjeux structurels des grandes transitions. Les banques centrales, scrutées par les marchés financiers, sont aux prises avec cette complexité cyclique et structurelle. La BCE et la BNS ont entamé la baisse des taux en ciblant un niveau dit « neutre » (sans impact sur l'activité et l'inflation), alors que la Fed ne s'y risque pas encore. La baisse désynchronisée répond à des considérations domestiques (sachant que la hausse synchronisée se justifiait par un contexte international ayant un impact global) confrontées aux conséquences disparates selon les régions et à la nature des systèmes.

Retrouver un coût du risque inférieur à la rentabilité de l'initiative industrielle (courbe des taux swaps de marché redressée) fait partie d'un sain rééquilibrage. Pour les banques centrales, cela signifie un sage dosage entre une gestion du bilan à modérer et des taux d'intérêt à desserrer. Accompagner les transitions en cours et les défis qu'elles engendrent tels que le financement du vieillissement, les hausses de prix des métaux de l'industrie 4.0 et de la transition énergétique ou encore la montée des tensions géopolitiques, nécessite le retour de coûts de financement (taux d'intérêt) inférieurs à la croissance générée. Cette hypothèse permettrait de limiter la hausse du service de la dette, assurer sa soutenabilité et éviter l'effet dit *boule de neige* des années 70-80 où le service de la dette alimentait automatiquement la progression du déficit budgétaire et de la dette publique, sans dépenses supplémentaires. Ces éléments illustrent les besoins essentiels d'interactions et de coopération entre les autorités régionales et internationales ainsi que d'analyses par tâtonnements des effets des politiques complexes à mettre en œuvre, monétaires ou budgétaires ; un contexte difficile à apprécier par les électeurs qui ont exprimé par leurs votes dans les urnes européennes et françaises, leur mécontentement et leur méfiance face aux gouvernements en place. L'agenda électoral ballotera encore pendant quelques mois le sentiment, dans l'attente des élections présidentielles américaines. Gageons que

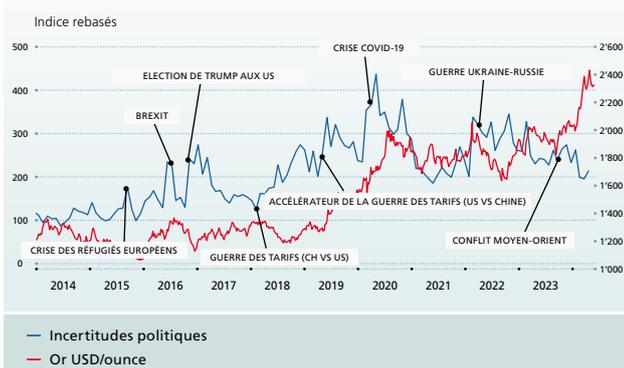
l'amélioration économique en cours permettra de limiter les conséquences des indécisions électorales sur le scénario, et ce tant que les principales devises (dollar, euro et franc suisse) ne subiront pas de choc majeur, ni d'ailleurs les prix des ressources de base et leur transport, indispensables à la croissance cyclique et structurelle.

Le cycle boursier haussier, initié en novembre dernier et jusqu'à présent assez exclusivement alimenté par l'innovation tech et la propriété intellectuelle IA, est encore très incomplet. La prudence à l'égard de l'engouement spécifique de Nvidia ne doit pourtant pas cacher le potentiel indéniable des autres géants investisseurs américains ou des autres sociétés prêtes à contribuer à l'augmentation de la productivité et ainsi de la profitabilité. Pour les plus petites sociétés, celles qui comptent pour près de 70% de l'emploi et 50% de la création de valeur ajoutée (les PME), l'impulsion monétaire pour relâcher les rênes du financement est nécessaire. En Suisse et en Europe, elles n'ont pas encore profité des baisses des taux entamées par les banques centrales respectives. Délai nécessaire, enjeu politique et anniversaire controversé du quart de siècle des accords bilatéraux entre l'Europe et la Suisse, les raisons de plus de frilosité des investisseurs sur le continent, rappellent que l'Europe est un partenaire industriel essentiel de la Confédération avec lequel elle partage des enjeux économiques décisifs.

Au-delà de ces bruits politiques, appréciés comme des risques par la plupart des observateurs, les paramètres fondamentaux des actifs financiers se solidifient, à commencer par l'activité et la profitabilité des entreprises ainsi que le potentiel d'accélération issu de l'extension de gains de productivité dans la plupart des secteurs. Confiants que ces marqueurs de croissance vont s'exprimer en 2025, la volatilité générée par l'agenda politique peut être l'occasion de renforcer l'exposition des portefeuilles aux sources de croissance cyclique et structurelle. Les entreprises américaines, outre le secteur technologique, assurent leur avantage compétitif permettant à la concentration des gains de s'étendre à d'autres secteurs et types d'entreprises. Ces positions vont être renforcées dans les prochains mois au gré des opportunités à saisir parmi les entreprises tournées vers l'innovation et son intégration dans les processus au service de la pérennité de l'activité.

Entre bulle technologique et industrie 4.0, les marchés financiers n'ont pas encore tranché, n'excluant pas des excès de valorisation de certaines cibles très concentrées du marché américain. La gestion du risque doit en tenir compte alors que le cycle boursier élargi et étendu à l'ensemble de la cote est loin de la maturité: on y croît...

INDICATEUR MONDIAL D'INCERTITUDES POLITIQUES



NIVEAU DU PIB RÉEL/HABITANT RELATIF AUX ÉTATS-UNIS



Synthèse macro : Évolution & scénario

Évolution récente

La **croissance de l'activité** au premier trimestre de l'année a plutôt surpris dans la plupart des économies occidentales. Elle est positive, excepté aux Pays-Bas et atteint des niveaux proches ou supérieurs au potentiel, excepté pour les États-Unis où le trimestre a connu un tassement d'activité, notamment de la consommation privée. La normalisation de la gestion des stocks, commentée dans le passé, peut qualifier les premiers pas de 2024 tout en maintenant la résilience observée en 2023 des entreprises et des particuliers, soutenus par les politiques budgétaires.

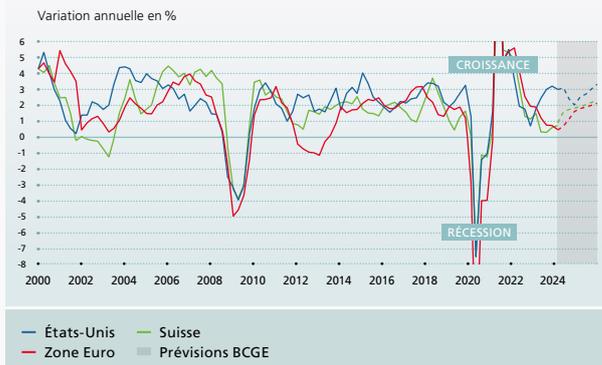
Après les progrès importants de **baisse de l'inflation** en 2023, les indicateurs de croissance des prix ne décélèrent plus franchement, se stabilisant autour de 3% aux États-Unis, de 2.5% en zone euro avec des pays nettement au-dessus (Belgique à 4.9%, Espagne et Portugal à 3.8% et Autriche à 3.3%). La Suisse fait figure d'exception stabilisant son inflation autour de 1.4%. En Europe, le retour plus proche des objectifs a poussé tant la BCE que la BNS à baisser leurs taux directeurs de 25 points de base ; un signal d'apaisement que la Fed n'a pas encore voulu signifier.

Perspectives 2024-2025

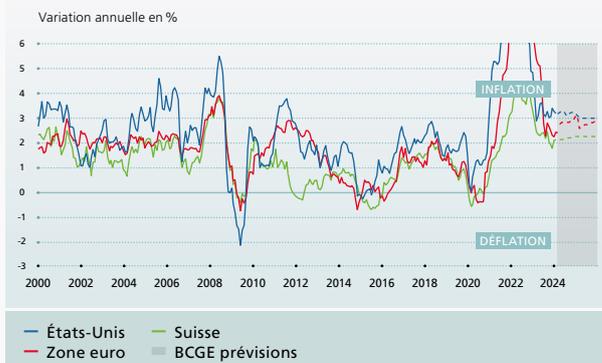
Les premiers signes de reprise cyclique se manifestent dans les échanges internationaux et la demande de ressources indispensables aux investissements. En 2024, après la **normalisation de l'activité**, la trajectoire de reprise se solidifiera en 2025. Elle gagnera en vigueur grâce aux investissements passés en innovation et aux gains de productivité qui y seront associés. L'essor actuel de l'intelligence artificielle que multiples secteurs peuvent intégrer, en particulier les services, permet de projeter une croissance potentielle rehaussée par l'optimisation de la combinaison des facteurs de production (capital et travail). A cet égard, les États-Unis se distinguent toujours plus par le dynamisme de leurs investissements en propriété intellectuelle et notamment des grandes sociétés technologiques auxquelles s'associent les investissements publics, massifs Outre-Atlantique, pour encourager l'initiative privée. Il résulte de ce dynamisme industriel, un marché de l'emploi solide alimentant des revenus salariés réguliers, principale source de consommation privée. Le poids des États-Unis dans la création de richesse mondiale continue de progresser, principalement au détriment de la zone euro.

L'**inflation** s'avère rigide autour des niveaux actuels pour diverses raisons structurelles (limite des ressources de production disponibles – travail et matières premières). Elle le restera probablement en 2025 dépendant des gestes obtenus en termes de **politiques monétaires**. La recherche d'un taux d'équilibre orientera la politique monétaire pour 2024-25. Ce niveau fait débat parmi les grands instituts de recherche.

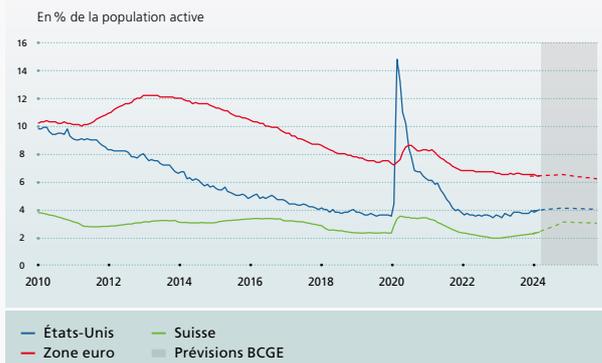
CROISSANCE DE LA RICHESSE NATIONALE (PIB)



INFLATION DES PRIX À LA CONSOMMATION



TAUX DE CHÔMAGE



Synthèse des marchés

■ Précédent
■ Récent

ALLOCATION D'ACTIFS

- L'allocation d'actifs s'appuie sur les entreprises. La participation de plus en plus large de secteurs et régions à la reprise soutient la phase de croissance des actions. Nous renforçons l'allocation en leur faveur par les liquidités.
- La détention d'obligations a retrouvé ses vertus, et la dette d'entreprises de qualité sécurise le capital, avec au maximum la préservation sur sa durée de vie.
- Sélection et conviction permettront de capter les gains associés à l'amélioration de la productivité. La gestion active, moins concentrée que la gestion passive, a tout son sens en phase d'expansion de la dynamique de profitabilité.

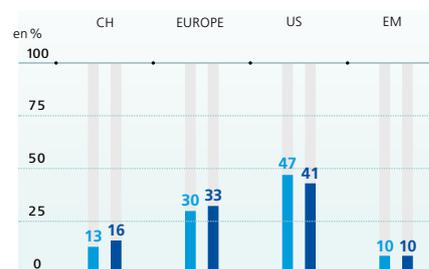
- Augmenter la surpondération des actions.
- Maintenir la pondération des obligations proche des références.
- Investir les liquidités.



ACTIONS

- Les perspectives bénéficiaires pour 2024-25 continuent de se redresser, la normalisation permet le retour aux fondamentaux.
- L'exposition doit tenir compte des forces économiques cycliques et structurelles où les Etats-Unis ont l'avantage ; les investissements en propriété intellectuelle et innovation ont été redoublés ces dernières années, notamment dans les secteurs de la technologie et la pharma. La Suisse se maintient et l'Europe perd du terrain.
- Si la Chine déçoit par ses positions cycliques et dogmatiques, elle reste incontournable.

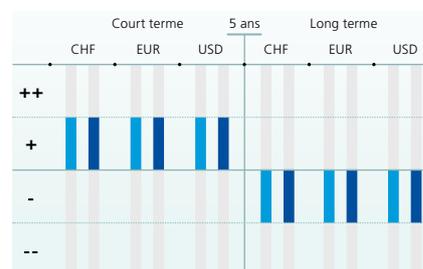
- Augmenter l'exposition américaine pour tenir compte de son avancée technologique, en limitant le risque de concentration.
- Maintenir les expositions aux *megatrends* (IT, pharma et industrielles), et étendre à plus de diversification.



OBLIGATIONS

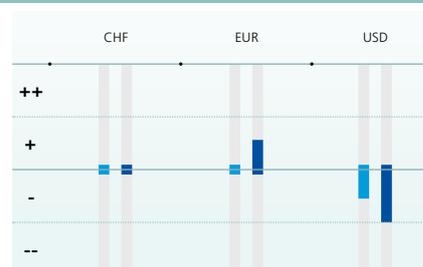
- L'ensemble de l'environnement obligataire est maintenant en territoire de taux d'intérêt normalisés. L'allocation obligataire protège à nouveau le capital pour les débiteurs de qualité et reconstitue une valeur de long terme du portefeuille.
- Face à l'inflation rigide à la baisse, la résilience de la croissance et de l'emploi, la courbe des taux se redressera essentiellement par l'effet de la politique monétaire. Au-delà du 2 ans les taux resteront plus proches des niveaux élevés.
- Le prix du risque de crédit est stable et historiquement bas, reflet de fondamentaux solides, n'empêchant pas une sélectivité toujours rigoureuse pour éviter tout accident dans le portefeuille obligataire.

- Maintenir la référence de 5 ans de maturité, moins sensible.
- Rester sur les emprunts de qualité et limiter le risque de crédit et de liquidité des entreprises.



DEVISES

- Au-delà des mouvements associés aux facteurs électoraux, les principales devises ne varient pas significativement entre elles.
- Le franc suisse connaît un mouvement de balancier par rapport à 2023 mais reste très sensible à la gestion monétaire de la BNS (taux d'intérêt et liquidité).
- La structure d'appréciation systématique du franc suisse face à l'euro peut s'altérer, indépendamment de la solidité helvétique. Restons néanmoins vigilants sur les forces d'appréciation du franc, pas inéluctables.



Prévisions

ÉCONOMIE		ACTUEL		PERSPECTIVES	
		2023	DERNIÈRE DONNÉE* VARIABLE ANNUALISÉE	2024	2025
PIB %	SUISSE	0.7	1.8	1.4	2.0
	ZONE EURO	0.6	1.2	0.9	1.9
	ÉTATS-UNIS	2.5	1.4	2.5	2.8
	RÉGIONS À CROISSANCE DYNAMIQUE	4.0	N/A	4.2	4.2
INFLATION %	SUISSE	2.1	1.4	1.4	1.6
	ZONE EURO	5.4	2.4	2.7	2.7
	ÉTATS-UNIS	4.1	3.4	3.4	3.1
	RÉGIONS À CROISSANCE DYNAMIQUE	9.8	N/A	8.3	6.2

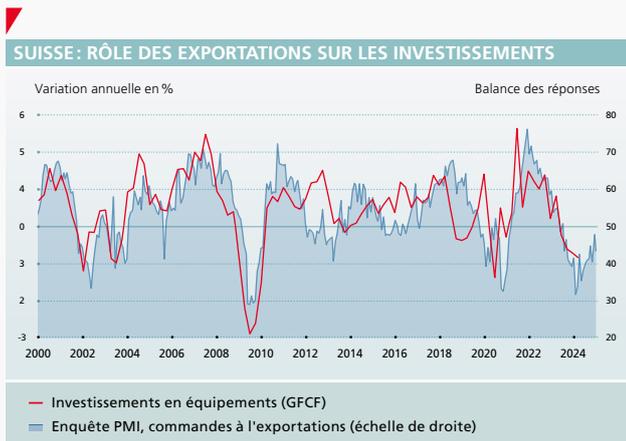
MARCHÉS		31.12.2023		31.06.2024		3 MOIS	12 MOIS
		VALEUR	2023 %*	VALEUR	YTD %*		
TAUX DIRECTEUR %	SUISSE	1.75	0.75	1.25	-0.50	1.00	1.00
	ZONE EURO	4.50	2.00	4.25	-0.25	4.00	3.00
	ÉTATS-UNIS	5.50	1.00	5.50	0.00	5.25	4.50
TAUX 10 ANS %	SUISSE	0.7	-0.9	0.6	-0.1	0.8	1.2
	ZONE EURO	2.0	-0.4	2.5	0.5	2.5	2.5
	ÉTATS-UNIS	3.9	0.1	4.4	0.5	4.4	4.5
TAUX DE CHANGE	USD/CHF	0.84	-8.8	0.90	6.8	0.90	0.89
	EUR/CHF	0.93	-5.6	0.96	3.6	0.97	1.00
	EUR/USD	1.11	3.8	1.07	-3.1	1.08	1.12
ACTIONS INDICES	SMI	11138	2.6	11994	7.7	11350	12700
	STOXX 600	479	11.3	511	6.8	490	535
	S&P 500	4770	23.9	5460	14.5	5000	5700
	MSCI EM	1024	6.9	1086	6.1	1000	1150
MAT. PREMIÈRES	PÉTROLE	78	-5.7	86	11.2	95	105
	OR	2065	14.0	2326	12.6	2350	2450

*Pour les taux d'intérêt, valeurs exprimées en différentiel sur la période.



Suisse

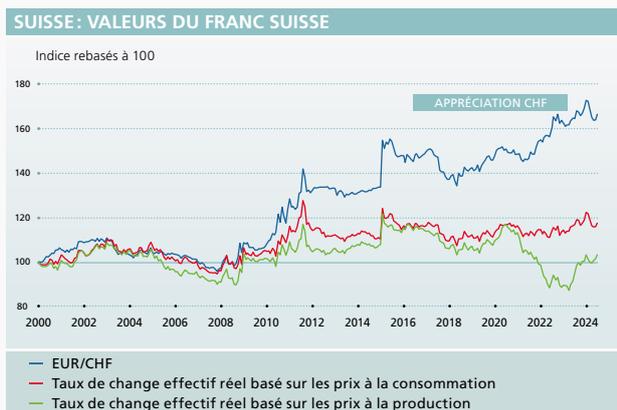
Évolution macroéconomique



Le rôle des bilatérales

En ce début 2024, l'activité économique suisse a progressé à son rythme trimestriel historique moyen, malgré des exportations nettes, moteur traditionnel, en repli. La demande domestique a reçu le concours de la consommation privée, signe de la résilience des ménages s'appuyant sur des revenus salariaux soutenus et de l'épargne à nouveau rémunérée. Par ailleurs, après les ajustements de 2023, les stocks des entreprises, en particulier du secteur pharmaceutique, peuvent être reconstitués pour faire face au redressement des carnets de commandes depuis l'été dernier; une normalisation de la croissance qui s'installe.

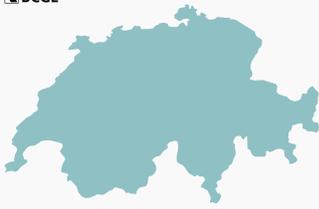
Les perspectives pour les entreprises s'éclaircissent progressivement et la visibilité s'améliore, permettant de consacrer à nouveau des dépenses d'investissement, en augmentation en ce début 2024, alors que la construction subit encore le tassement des prêts hypothécaires après le resserrement des conditions de financement. La reprise des échanges internationaux et la réouverture des négociations bilatérales avec l'Europe sont des éléments déterminants pour la croissance de l'activité future. En pleine transition démographique, technologique et énergétique, dépassant largement nos frontières, il est dangereux de s'éloigner des orientations industrielles de notre plus grand débouché. En effet, le commerce bilatéral du secteur de la chimie et pharma, comptant pour plus de 30% des exportations helvétiques, doit pouvoir compter sur les échanges commerciaux, académiques et de recherche et développement, déjà sensiblement limités par l'expiration d'accords bilatéraux (instaurés depuis 2004) et le manque d'alternative satisfaisante. L'Europe est un partenaire indispensable pour la Suisse tant sur le commerce, que sur les échanges de main d'œuvre ou d'accès aux programmes communs de recherche (Horizon, Iter ou encore sur la physique quantique). La reprise des discussions est dès lors essentielle pour préparer la croissance économique future helvétique dont l'avantage de productivité est dépendant de la R&D et de son optimisation



dans son modèle industriel.

L'inflation des prix a depuis plusieurs mois satisfait les autorités monétaires par son ancrage dans la marge de fluctuations (1-2%). La baisse des taux, initiée en mars dernier et confirmée en juin, laissant le taux de référence de la BNS à 1.25%, a reçu l'appui de l'appréciation du franc en juin, dans le contexte électoral européen; l'occasion de prendre des profits sur la détention d'actifs étrangers, et source d'appréciation temporaire du franc face au dollar et à l'euro. Enfin, n'oublions pas que les prix importés, en repli, ne sont pas indépendants des accords avec l'Europe; droits de douane ou prix de l'électricité peuvent perturber les références de la BNS.

DONNÉES MACROÉCONOMIQUES: SUISSE		2024	2025
PIB %		1.4	2.0
INFLATION %		1.4	1.6
TAUX DE CHÔMAGE %		3.1	3.0
TAUX DIRECTEUR %		1.00	1.00
TAUX 10 ANS %		1.20	1.30
USD/CHF		0.89	0.86
EUR/CHF		1.00	0.96
SMI	INDICE	12000	13500
	EPS	10%	19%
	PER	17.3	18.1



Suisse

Taux d'intérêt et devise

SUISSE : TAUX D'INTÉRÊT



Taux courts : la BNS à la manoeuvre

En juin, la BNS a introduit une nouvelle baisse de 25 points de base, portant le taux de référence à 1.25%. Le Saron s'est ajusté, terminant le semestre à 1.21%. Le taux à 2 ans a ainsi poursuivi l'anticipation de baisses supplémentaires des taux directeurs, en clôturant le trimestre à 0.82%. En dépit des recherches de la BNS définissant le taux d'équilibre ou neutre, supérieur à 1%, il semblerait que la perspective de revenir sur un taux directeur, proche ou inférieur à 1% est envisagée par les marchés. C'est également notre objectif retenu.

Taux longs : sous le plancher

Au cours du 2^e trimestre, les rendements de moyen et long termes de la Confédération ont oscillé dans une marge de fluctuations (entre 30 et 40 points de base), retouchant fin juin, après la baisse de la BNS, les planchers atteints en décembre dernier. Cette baisse finale du semestre observée sur les taux sans risque de la Confédération, a également imprimé le mouvement sur les taux swaps, intégrant les primes de risque du financement bancaire, qui retrouvent leur moyenne historique après avoir été très volatiles et inexplicables en 2022 et 2023. Cette normalisation n'a pourtant pas dégradé les primes de risque de la dette d'entreprise, avec, dans l'environnement qualitatif de l'Investment Grade IG, le maintien de la prime de risque proche des plus bas (80 points de base entre la qualité supérieure AAA et inférieure BBB). A n'en pas douter, la baisse des taux directeurs n'enclenche pas, cette fois, de risque de perte d'activité et dès lors de risque crédit.

Plus qu'une réaction aux données économiques d'activité, d'inflation ou de politique monétaire, la baisse des taux reflète les préférences d'investissement, notamment des grands institutionnels qui n'ont pas hésité à reconstituer une valeur obligataire dans leur portefeuille, après avoir bénéficié des rendements attrayants sur le court terme monétaire.

SUISSE : TAUX DE CHANGE



Franc : mouvements dictés ?

La poursuite de la dépréciation du franc au début du 2^e trimestre s'est finalement interrompue fin mai, laissant la place à un mouvement rapide d'appréciation jusqu'au 19 juin, veille de la baisse des taux par la BNS. Fin juin, la dépréciation du franc face au dollar atteignait 7% contre 3.7% face à l'euro, et ce depuis le début d'année.

Si face à l'euro, le franc maintient une appréciation de l'ordre de 4% depuis les sommets de volatilité de 2022, face à tous les partenaires et ajustés des différentiels de prix, le franc est remarquablement stable, ou oscillant dans une marge de fluctuation limitée, et ce depuis près d'une année. Les échéances électorales qui se succèdent en Europe contribuent à maintenir le franc fort mais n'enclenchent pas une nouvelle tendance claire. Un quart de siècle d'accès au marché européen, célébré en juin, nous rappelle l'importance et l'interdépendance entre les entreprises suisses et européennes, en commençant par le secteur de la pharma et de la chimie, dominant dans les échanges internationaux et la création de valeur ajoutée de l'industrie manufacturière suisse.

La reprise des négociations bilatérales peut soutenir les enjeux économiques cruciaux, sans compter les programmes de R&D et d'innovation, les collaborations universitaires et académiques, ou encore la manne de main d'œuvre européenne nécessaire pour maintenir l'activité helvétique dans un contexte de réduction démographique de la force de travail.

La politique monétaire est aux manettes pour stabiliser la valeur d'échange du franc face à ses partenaires économiques. Les enjeux structurels économiques avec l'Europe doivent être adressés, car le statut de valeur refuge n'est pas inéluctable.



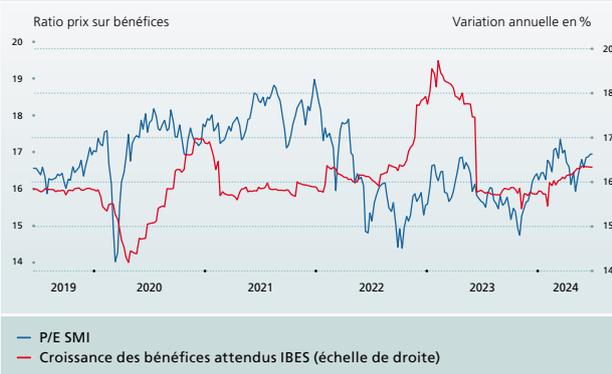
Suisse

Marché des actions

SUISSE : INDICES BOURSIERS



SUISSE : INDICATEURS BOURSIERS FONDAMENTAUX



Amélioration précisée au 2^e semestre

2024 a timidement démarré pour les entreprises suisses avec des volumes sous pression et un pouvoir de hausse des prix moindre après une période intense. Le deuxième trimestre devrait marquer une amélioration séquentielle. Les sociétés se montrent néanmoins plus optimistes pour le deuxième semestre grâce à des carnets de commandes regarnis et des niveaux d'inventaires normalisés. C'est particulièrement vrai pour l'industrie des semi-conducteurs qui sera portée par d'importants investissements en capacités de production pour la mémoire.

La construction souffre toujours de la faiblesse du résidentiel mais reste néanmoins portée par les infrastructures ainsi que certaines niches comme les datacenters. L'automobile, sous pression, connaît peu d'amélioration sans espoir pour le reste de l'année.

Les valorisations sont au-dessus de leurs moyennes historiques : 17.7x pour le SMI et 20.7x pour les S&M Caps. La prime de valorisation des S&M Caps est désormais de 17.1%, soit en-dessous de sa moyenne historique de 21.3%. La valorisation ne semble à ce stade plus fournir de soutien à la performance des actions et les bénéfices devront prendre le relais.

Le consensus a revu à la hausse ses attentes de croissance pour 2024, passant de +10% il y a trois mois à +12%. Le consensus est très hétérogène par secteurs ; il nous semble particulièrement optimiste pour les financières et trop prudent dans les industrielles et la santé.

La reprise des volumes se profilant pour le deuxième semestre, nous allons chercher à progressivement augmenter notre positionnement envers les small et mid caps qui sont plus sensibles au cycle et à l'amélioration des conditions de financement.

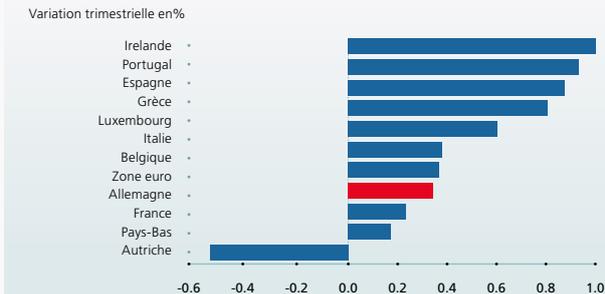
L'ESSENTIEL

- La résilience de l'économie suisse se confirme et les perspectives s'éclaircissent par le moteur des entreprises exportatrices. Après la normalisation en cours, la croissance sera soutenue et les gains de productivité issus des investissements d'innovation et de recherche maintenus en 2025.
- L'inflation est sous contrôle. La BNS a confirmé par une seconde baisse du taux directeur en juin. Le retour vers 1% du taux de référence est devenu un objectif proche.
- L'allocation d'actifs doit rester orientée vers la création de valeur ajoutée des entreprises de qualité et les thématiques de long terme.
- Les perspectives de résultats suisses pour 2024 et 2025 se redressent soutenues par les efforts d'investissements productifs. Les S&M sont bien positionnées pour profiter de cet avantage.
- Les investissements obligataires peuvent à nouveau construire du revenu et de la valeur à long terme.
- Le franc subit des pressions liées à la gestion du bilan de la BNS mais restera une monnaie forte en 2024-25.

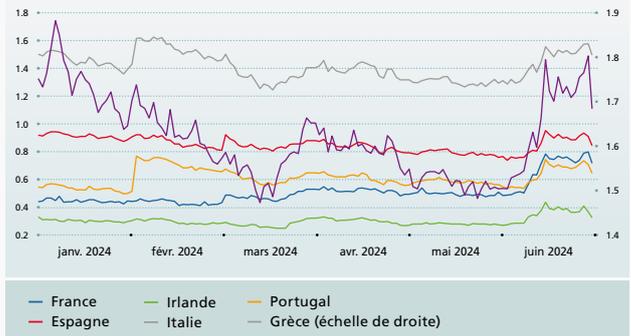
Zone euro

Évolution macroéconomique

ZONE EURO: ÉVOLUTION DU PIB



TAUX OBLIGATAIRES À 10 ANS: ÉCART PAR RAPPORT À L'ALLEMAGNE



Derrière l'arbre politique, se cache...

En ce début d'année 2024, la croissance européenne pourrait avoir dépassé son point d'inflexion, progressant de 1.2% à un rythme annuel au premier trimestre. L'Allemagne a regagné le chemin de croissance et les pays du Sud progressent rapidement. L'Irlande domine dans le classement, affichant une activité insolente, le reflet de la dynamique numérique et pharmaceutique sans rupture.

Les récents indicateurs des exportations se redressent et, en redonnant des perspectives aux entreprises, pourraient stimuler les investissements productifs européens, bien nécessaires pour réduire l'écart accumulé avec le géant Outre-Atlantique. La course aux investissements en R&D est importante pour toutes les régions et en particulier pour l'Europe, largement exposée aux échanges internationaux dominés par les principaux secteurs initiateurs de la recherche appliquée: la production et les services technologiques (ICT), la pharma et l'automobile. L'Europe participe au classement principalement par le secteur de l'automobile et à travers les principales sociétés allemandes, alors que les Etats-Unis ont gagné une avance significative dans les secteurs de ICT et de la pharma. Ces choix stratégiques ont continué d'affecter la part de l'Europe à la création de richesse mondiale, au profit des Etats-Unis. Sachant que le potentiel de croissance est sensiblement dépendant des innovations et investissements productifs, il pourrait rester contraint et l'écart creusé. Le secteur de l'automobile allemand n'a probablement pas définitivement perdu le combat contre Tesla ou Byd au premier rang des revendeurs électriques, grâce à Volkswagen, au premier rang des investisseurs en R&D.

Après la normalisation des stocks en 2024, la croissance 2025 comptera sur la valeur ajoutée des entreprises industrielles alors que la consommation suit un chemin modéré, alimentée par la progression des salaires et la rémunération de l'épargne abondante.

BCE: entame du relâchement

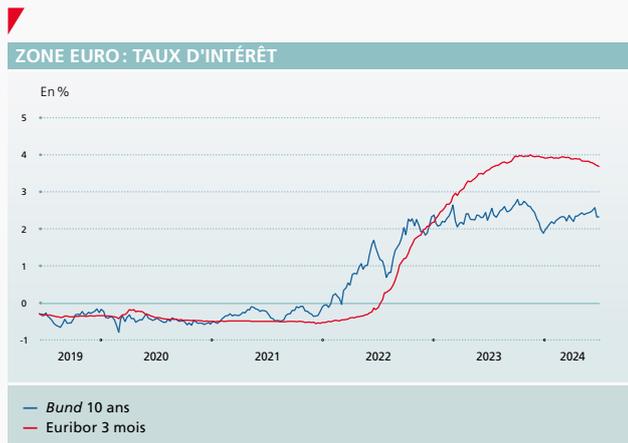
Avec une inflation à 2.55% plus proche de l'objectif, la BCE a entamé son relâchement monétaire par une baisse des taux directeurs de 25 points de base, donnant le signal d'un certain apaisement face à la progression des salaires. Sans perdre sa vigilance, la question de l'accommodement des conditions de financement pour les PME est cruciale dans un environnement où les enjeux cycliques et structurels convergent vers une solution commune d'investissement et d'innovation.

DONNÉES MACROÉCONOMIQUES: ZONE EURO		2024	2025
PIB %		0.9	1.9
INFLATION %		2.7	2.7
TAUX DE CHÔMAGE %		6.5	6.2
TAUX DIRECTEUR %		3.00	2.75
TAUX 10 ANS %		2.50	2.80
EUR/USD		1.08	1.12
STOXX 600	INDICE	515	570
	EPS	6%	13%
	PER	13.5	14.0



Zone euro

Taux d'intérêt et devise

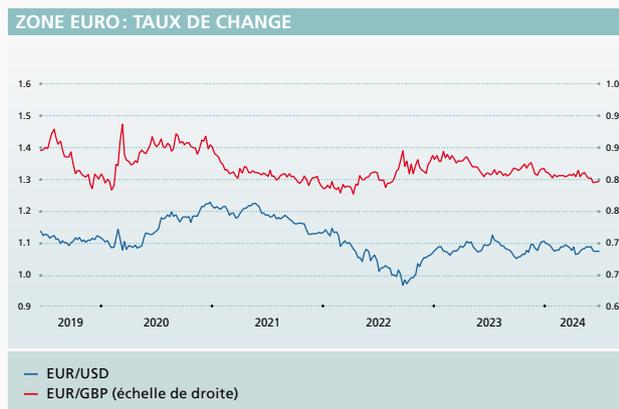


Taux courts : sans surprise

Au deuxième trimestre, les taux court terme ont très peu évolué, oscillant pour les taux à 2 ans autour de 3%, dans l'attente d'une baisse des taux de la BCE, bien anticipée par les marchés. Le relâchement monétaire devrait se poursuivre pour rejoindre des taux de référence plus proches de 3% alors que le corridor des taux est encore proche de 4% (taux de refinancement et de dépôt de la BCE). En définissant le niveau du taux monétaire d'équilibre (neutre pour l'activité et l'inflation), la BCE analyse au préalable la transmission de sa politique monétaire dont les canaux se sont affaiblis notamment par le désendettement des entreprises et des particuliers, le marché de l'emploi tendu ou encore le niveau faible des taux d'intérêt cette dernière décennie ; tant d'indicateurs qui tendent à relever les estimations du taux d'intérêt d'équilibre de la banque centrale.

Taux longs : impact électoral

La baisse des taux initiée par la BCE, largement anticipée par les opérateurs obligataires, n'a pas perturbé la courbe des taux à moyen et long termes. Tant sur les 5, 10 ou 30 ans allemands, les fluctuations trimestrielles se sont bornées à une vingtaine de points de base. La volatilité a plutôt été enregistrée sur les dettes gouvernementales des pays les plus endettés. En effet, les élections européennes du 9 juin ont consacré la montée des partis d'extrême droite au parlement (atteignant près de 30% des votes), enclenchant des tensions, notamment en France où l'Assemblée nationale a été dissoute par Emmanuel Macron. La plupart des pays de la zone avec une dette élevée ont ainsi connu une hausse de leur prime de risque de l'ordre de 20 à 25 points de base. En période électorale, la devise est en général le réceptacle du sentiment inquiété. L'existence d'une monnaie commune reporte ainsi le risque sur le coût de la dette régionale. L'apaisement observé en fin de trimestre permet de confirmer les objectifs de taux à 10 ans qui devraient se borner à osciller autour des niveaux actuels dans notre horizon d'investissement.



Euro : impassible aux résultats électoraux

Face au dollar, principale devise de référence, l'euro a peu évolué au deuxième trimestre, très distant des actualités électorales des deux côtés de l'Atlantique. Depuis ce début d'année, l'euro a perdu 1.5% contre le dollar et s'est apprécié face aux devises scandinaves. Il est stable face à tous ses partenaires, sans avantages comparatifs. Force est de constater que la monnaie commune a remarquablement résisté aux vents contraires électoraux.

Avec un surplus de la balance courante de la zone euro restauré, à la faveur de l'apaisement des prix du gaz, avec des taux d'intérêt rémunérateurs et une construction européenne peu déstabilisée par les résultats électoraux, les flux économiques et financiers lui sont favorables. Les mouvements de l'euro sont dès lors essentiellement liés aux écarts de prix avec ses partenaires. Plus que la faiblesse de l'euro, c'est la force du dollar qui doit être questionnée depuis 2015 alors que la dépréciation de l'euro face au franc suisse répond à un ajustement sur le différentiel de prix entre la zone euro et la Suisse (prix à la consommation).

Zone euro

Marché des actions

ZONE EURO : INDICES BOURSISERS

Indice des prix rebasé sur 100 = -5 ans



— Stoxx 600
— MSCI Small Cap Europe

ZONE EURO : INDICATEURS BOURSISERS FONDAMENTAUX

Ratio prix/bénéfices

Variation annuelle en %



— P/E Stoxx 600
— Croissance des bénéfices attendus IBES (échelle de droite)

Dans l'attente

Le deuxième trimestre s'est soldé par un marché européen anémique. Les résultats des sociétés européennes au T1 24 ont été moyens dans l'ensemble ; 37% et 59% d'entre elles ont surpris sur les revenus, respectivement sur les profits. Quelques firmes exposées aux équipementiers automobiles ont émis des avertissements sur résultats. L'absorption d'excès d'inventaire dans ce secteur devrait se résorber d'ici le S2 24. Au niveau géographique, certaines sociétés ont fait part d'une marche des affaires en mode « *wait and see* », notamment aux Etats-Unis, tandis que la Chine est décrite comme très faible. L'Europe pourrait avoir atteint son point d'inflexion.

Cibler les opportunités

Le secteur des semis (ex-autos) devrait montrer un point d'inflexion dès le deuxième semestre 2024, tiré par une reprise de

la mémoire et des taux d'utilisation. Pour 2025 et au-delà, les hyperscalaires, réseaux intelligents et nœuds 2 nm demeurent des leviers puissants. Dans les sciences de la vie, les carnets de commandes pointent vers une reprise, après une longue période de déstockage.

Attentes ambitieuses sur la consommation

Le consensus des attentes 2024 abaissé à 4% affiche à présent 5%, tiré par les financières, la santé et les matériaux. Le consensus 2025 à 10% paraît ambitieux, notamment sur la consommation discrétionnaire et les biens durables.

Timide rebond des Small Caps

A l'inverse du premier trimestre 2024, la valorisation des petites sociétés a progressé durant le T2, tandis que celle de leurs homologues de grande capitalisation s'est comprimée.

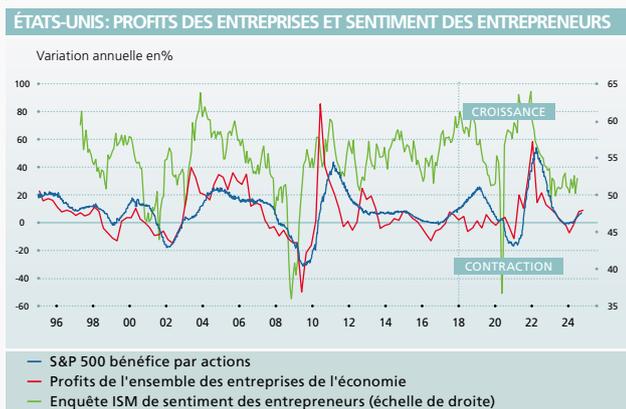
L'ESSENTIEL

- En 2024 et 2025, la croissance se placera sur une trajectoire de reprise. Elle gagnera en vigueur, à la faveur des investissements et des gains de productivité associés. L'emploi est résilient et les transitions structurelles seront un soutien à l'activité, surtout avec des conditions financières assouplies.
- Stable autour de 2.5%, l'inflation des prix à la consommation permet l'entame du cycle des relâchements monétaires. La trajectoire des futures baisses vers la neutralité monétaire face à l'activité se poursuivra en 2025.
- La normalisation des taux d'intérêt confirme le retour des obligations dans les portefeuilles. En attendant la confirmation de la croissance, limiter le risque de durée et de crédit par la qualité.
- L'allocation modérée en faveur de la création de valeur ajoutée des entreprises de qualité sur base de l'innovation est maintenue. Sa diffusion aux autres secteurs permettra une diversification plus large au cours de 2024-25.
- L'euro oscille dans une marge de fluctuations fondamentales liées aux différentiels de prix. Sans excès, l'euro ne présente pas suffisamment d'atouts pour engager une appréciation que son excédent externe aurait pu justifier.



États-Unis

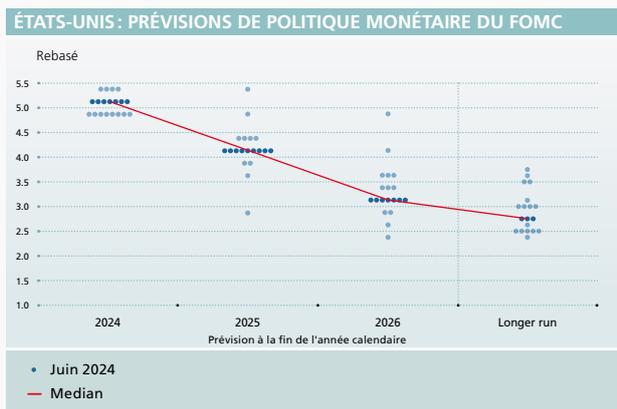
Évolution macroéconomique



Essoufflement

Le ralentissement imprimé par les chiffres d'activité du premier trimestre 2024 dissimule des mouvements domestiques mixtes. La consommation s'est en effet ralentie, principalement par restriction sur les dépenses durables liées à l'habitat et son accès (voitures), mais les autres dépenses de consommation se maintiennent. L'entreprise poursuit son rythme d'investissement en privilégiant la composante technologique et software progressant à un rythme annuel proche de 10%. En revanche, sur base des indicateurs de court terme, un certain essoufflement peut intervenir cet été, si l'on en croit les indicateurs domestiques des enquêtes pointant vers une stabilisation après la dynamique récente.

En 2024, face à la normalisation des stocks et à la dynamique issue des investissements d'innovation et de technologie, le relais de croissance devrait être pris par l'ensemble des secteurs et par les entreprises de plus petites tailles. L'analyse du positionnement des États-Unis dans le classement des investissements en R&D de 2022 enseigne sur la dominance des sociétés du secteur de la production et des services technologiques (ICT) ainsi que dans la pharma. En l'espace de 10 années, ces investissements ont plus que doublé dans ces secteurs stratégiques. Alphabet, Meta, Microsoft et Apple tiennent le haut de la cote et Pfizer, géant de la pharma, y contribue également. Cette concentration de sociétés à l'échelle économique et boursière ne doit pourtant pas occulter la contribution des plus petites entreprises. L'intégration des innovations produites et développées par les géants, doit alimenter une augmentation du potentiel de croissance qui, selon nous, pourrait déjà stimuler la dynamique d'activité en 2025. Et, le coup de pouce des autorités monétaires pour assouplir les conditions de financement par la baisse des taux d'intérêt serait le bienvenu pour cette catégorie d'entreprises plus dépendantes du crédit bancaire.



Inflation : de retour aux 3%

Depuis une année où l'inflation américaine était passée sous le seuil des 3%, celle-ci oscille autour de ces niveaux. L'ensemble des prix des services progressent à cette allure sachant que les pressions résilientes se tassent progressivement. La Fed, jusqu'à présent prudente pour entamer le relâchement des taux directeurs devrait se rassurer. Le symposium économique de Jackson Hole à la fin du mois d'août nous donnera des indications sur les prochaines décisions de politique monétaire qui devraient porter les taux de référence plus proches de 4% d'ici à la fin 2025, niveau de taux d'équilibre permettant au coût de financement de revenir sous les niveaux de rentabilité des initiatives des plus petites entreprises, les PME.

DONNÉES MACROÉCONOMIQUES : ÉTATS-UNIS		2024	2025
PIB %		2.5	2.8
INFLATION %		3.4	3.1
TAUX DE CHÔMAGE %		4.1	4.0
TAUX DIRECTEUR %		4.50	4.25
TAUX 10 ANS %		4.50	5.00
EUR/USD		1.08	1.12
S&P 500	INDICE	5400	6200
	EPS	10%	20%
	PER	21.6	22.9



États-Unis Taux d'intérêt et devise

ÉTATS-UNIS : TAUX D'INTÉRÊT



Taux courts : modération des attentes

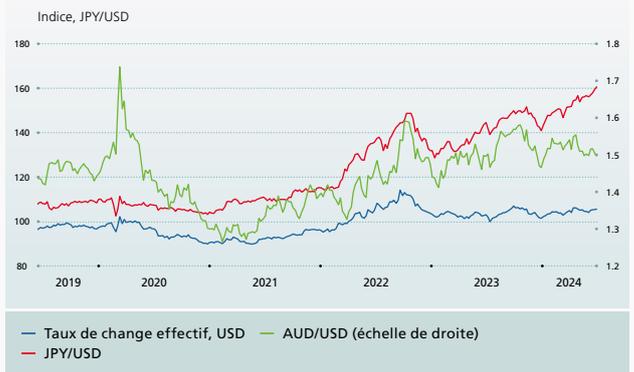
Excepté les taux du Trésor à 3 mois qui sont restés stables sur le deuxième trimestre, les autres échéances courtes ou longues ont oscillé dans une marge de fluctuations limitées à 40-50 points de base. L'attente du signal de la première baisse des taux de la part de la Fed, après avoir déçu les investisseurs pendant de longs mois, a occupé les marchés obligataires. Un fois initiée, les échéances courtes vont se positionner en direction du taux d'équilibre, évalué autour de 4% pour 2025, en accord avec des hypothèses d'inflation rigide autour de 3%.

Taux longs : mouvements similaires

Pas de grands mouvements engendrés sur les longues échéances du Trésor, l'ancrage des anticipations d'inflation étant confirmé. La diversification des réserves de changes opérée depuis plusieurs mois par certaines banques centrales asiatiques et la question de l'endettement budgétaire américain issu des enjeux électoraux, ont relancé la polémique de l'abondance de la dette américaine sur le marché secondaire obligataire. Aucune tendance ne se dégage de ces interrogations. Toujours inversée, la pente de la courbe des taux (différence de rendement entre les échéances à 10 et 2 ans) est restée stable, source d'incertitude pour les plus petites entreprises désireuses de s'inscrire dans le futur par des investissements productifs. La normalisation de la courbe passera par la baisse des taux courts.

Du côté des dettes d'entreprises, les primes de risque demeurent au plus bas pour les segments de meilleure qualité. De leur côté, les dettes de moindre qualité, les *High Yield*, ont enregistré des fluctuations bornées à 20 points de base, preuve que le contexte économique reste solide.

ÉTATS-UNIS : TAUX DE CHANGE



Dollar : normalisation

Les va-et-vient du dollar sur le deuxième trimestre montrent une fois encore que la normalisation de 2024, d'abord économique, touche progressivement tous les actifs financiers. De retour sur ses plus hauts de 2022, le dollar se stabilise face à ses partenaires commerciaux, en tenant compte des différentiels d'inflation entre les régions. Depuis le début d'année il s'est apprécié de 1.5% face à l'euro et la dépréciation du franc suisse porte le dollar à une valeur de 6.5% supérieure.

Le retour des différentiels d'inflation entre les principales économies dans une marge normalisée (1 à 2%) ne pousse pas à des mouvements importants des cours bilatéraux, stabilisant l'indice du dollar.

Au-delà de ces mouvements, guidés par les anticipations des investisseurs, les déficits jumeaux américains (budgétaire et extérieur) demeurent massifs et la force du dollar, un handicap. La dépréciation du dollar ne peut être évitée que par des entrées de capitaux compensatoires. L'attractivité financière des actifs américains est indispensable pour maintenir la force du dollar, que la baisse des taux prochaine et la concentration des investissements boursiers peuvent limiter. Le retour de la cyclicité fondamentale du dollar ranimera les mouvements en faveur d'une certaine dépréciation pouvant le porter à EUR/USD 1.12 sans enclencher de nouvelle tendance. La dominance du dollar dans les échanges commerciaux et financiers internationaux, même si régulièrement questionnée, maintiendra un dollar au-delà de sa valeur fondamentale.



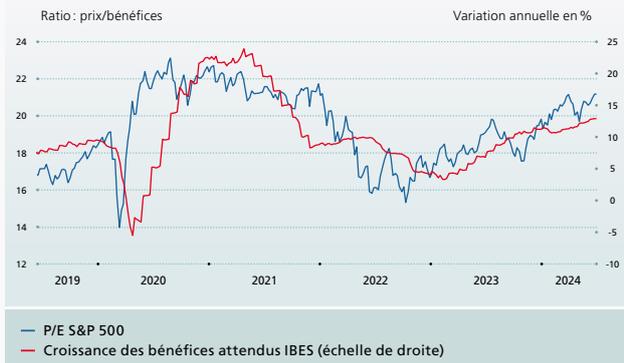
États-Unis

Marché des actions

ÉTATS-UNIS : INDICES BOURSIERS



ÉTATS-UNIS : FACTEURS BOURSIERS FONDAMENTAUX



«All-in» sur l'Intelligence artificielle

Le marché américain atteint son plus haut historique, toujours porté par une poignée de valeurs technologiques liées à l'Intelligence artificielle. Sur ce trimestre, le marché s'apprécie de +4.05%. NVidia, société permettant le développement des nouveaux modèles d'IA, contribue à elle seule à 44.6% de cette performance.

De l'euphorie à la maturité

L'histoire des marchés financiers démontre que l'optimisme des investisseurs sur l'innovation est souvent juste mais manque de tempérance. La bulle de l'internet des années 2000, l'illustre. Heureusement, la monétisation de l'IA devrait être plus rapide, mais la question de gagnants persiste en attendant que l'ensemble du marché en bénéficie. La sélection de valeurs devra éviter l'effet moutonnier afin de bien positionner son portefeuille et éviter toute volatilité incongrue.

Avantage de la gestion active

Les fonds répliquant les indices s'exposent, dans ces conditions particulières, à un risque de forte concentration sur quelques valeurs. Pour bénéficier de la phase de maturité de l'IA, les gagnants seront les entreprises intégrant les applications pour gagner en productivité (financière, industriels, consommation) ou celles pour améliorer leur produit ou service (pharma, medtech). Des conditions qui offrent des opportunités de diversifier son portefeuille en réduisant le risque de concentration. D'autant plus, en 2025, une progression plus homogène des bénéfices est attendue sur l'ensemble des secteurs (14.5%) et sur un indice de pondération égale (15,9%). Le potentiel de valorisation est bien présent.

L'ESSENTIEL

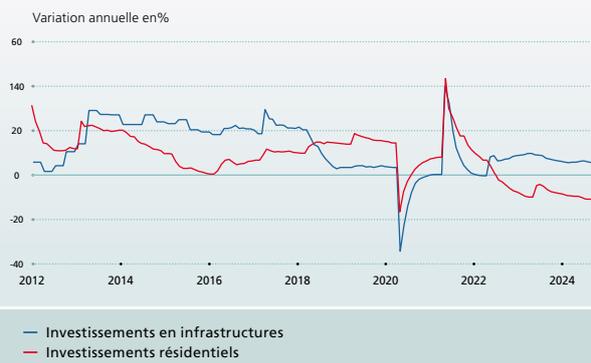
- Le tassement actuel ne reflète pas de faiblesse majeure mais une respiration nécessaire des entreprises en phase de normalisation de la gestion des stocks. En 2025, les bénéfices du relâchement des conditions de financement et de la productivité des investissements massifs passés étendra la croissance à l'ensemble.
- De retour proche de 3%, la rigidité de l'inflation n'empêchera pas l'ancrage des anticipations. La Fed pourra entamer l'assouplissement des taux officiels vers les références d'équilibre proches de 4%.
- Dans ce contexte sans accident, les actifs obligataires retrouvent leur vertu de protection du capital et de rendement normalisé. Ils construisent une valeur de plus long terme du portefeuille.
- Les perspectives bénéficiaires 2024-25 demeurent attractives et le marché américain reflète clairement l'avantage accumulé cette décennie par l'accélération des investissements en R&D. Les opportunités issues des technologies de qualité exposées aux transitions vont se diffuser aux autres secteurs permettant une plus large diversification pour maintenir un marché haussier même plus modérément.
- Fondamentaux et contexte financier alimentent des oscillations limitées du dollar qui continue d'être dominant dans les transactions commerciales et financières internationales.



Régions à croissance dynamique

Évolution macroéconomique

CHINE: INVESTISSEMENTS RÉSIDENTIELS ET EN INFRASTRUCTURE



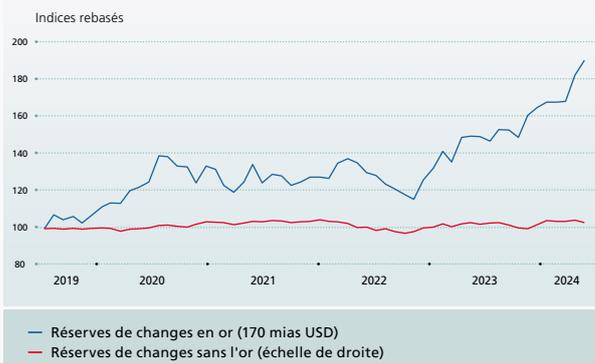
Lutte contre les vents contraires

La Chine, incontournable, reste toujours au centre de l'attention sur sa position économique. La reprise de la croissance des ventes au détail et l'investissement en capital fixe dans l'industrie manufacturière ont montré des signaux encourageants. La croissance des exportations s'est fortement accélérée grâce au cycle technologique mondial et à la résistance de la demande extérieure. Toutefois, les activités immobilières sont restées en forte contraction précipitant les prix des logements. L'apport des autorités dans les infrastructures ou dans le financement local affaibli par l'immobilier, reste le talon d'Achille de la Chine avec ses implications pour les acteurs privés.

La question de l'augmentation des barrières tarifaires des Etats-Unis est au cœur des inquiétudes des industriels chinois et asiatiques. Selon certaines estimations, le coût direct pourrait atteindre 2.5% de PIB pour des taxes à 60%. En revanche, comme ces dernières années, l'extension vers d'autres marchés s'est développée et la relocalisation des chaînes de production par des investissements directs étrangers sont en cours, notamment en faveur du Mexique.

Selon la dernière étude de l'UNCTAD sur le commerce international, incluant l'observation du premier trimestre du commerce mondial, les échanges commerciaux se redressent avec certaines disparités régionales et sectorielles. Les régions et les secteurs les plus exposés aux transitions énergétiques (batteries, panneaux solaires et véhicules électriques) et de l'IA (semi-conducteurs de haute gamme) en profitent. D'autres indicateurs se redressent, notamment des capacités de transports de Shanghai alors que la reprise est plus timide et plus ciblée sur le transport des matières premières. La dynamique du commerce mondial se redessine en fonction des réponses à la chaîne de production et des tensions géopolitiques brandissant les risques tarifaires. Si

USD/CNY ET RÉSERVES DE CHANGE (OR EXCL.)



la Chine est ciblée, les autres régions dont l'Amérique Latine et certains pays de l'Europe et de l'Asie de l'Est peuvent y voir des opportunités pour prendre place dans la chaîne d'approvisionnement des secteurs prisés et concentrés. La fragmentation du commerce international redistribue les cartes des échanges mais n'a pas réduit son volume à nouveau en progression de 3% en rythme annuel.

Dans un environnement économique marqué par la reprise industrielle dont le moteur est l'entreprise investie dans les grandes transitions en cours, la poursuite des échanges internationaux est déterminante même si la mise en place de lourdes tarifications poussera au contournement des marchés contraignants.

DONNÉES MACROÉCONOMIQUES : RÉGIONS À CROISSANCE DYNAMIQUE		2024	2025
PIB %		4.2	4.2
COMMERCE MONDIAL %		3.0	3.3
INFLATION %		5.8	4.4
POLITIQUE MONÉTAIRE		RELÂCHEMENT	STABILISATION
MSCI EM	INDICE	1050	1250
	EPS	17%	28%
	PER	12.5	13.2



Régions à croissance dynamique

Dettes obligataires

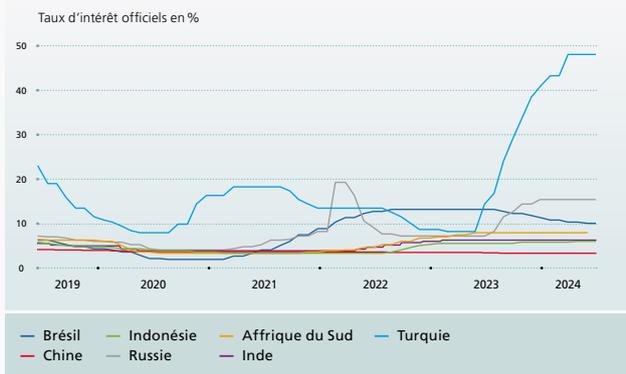
La Chine et les autres

Inflation des prix stabilisée, politique monétaire des taux sans orientation marquée en dépit de l'assouplissement poursuivi dans le LATAM (Brésil et Chili), la Chine en attente... A croire que la baisse des taux de la Fed américaine est indispensable pour marquer une nouvelle impulsion monétaire dans les régions en développement. La Russie continue de faire exception, touchée par la guerre et ses conséquences sur l'activité économique et l'inflation des prix.

Côté devises, les mouvements engendrés depuis le début d'année sont associés aux situations économiques respectives. Les principaux pays en déficit extérieur, nécessitent de financement en USD et étrangers, poursuivent leur dépréciation, encore rapide. C'est le cas de l'Argentine, de la Turquie et du Brésil. La dépréciation de 10% et plus face au dollar, se traduit par des dettes en monnaies locales et en dollar de performances très différentes ouvrant la porte à certaines opportunités notamment pour la dette en monnaies locales. Certes les niveaux d'endettement public de la plupart des régions à croissance dynamique, excepté la Chine, peuvent faire envie aux marchés développés où la dette gouvernementale inquiète de plus en plus.

Sans repartir sur la dette émergente, alternative aux dettes occidentales en cas de retour de crise de dette souveraine, telle qu'expérimentée en 2011, la comparaison des niveaux de dette pour la gestion du risque obligataire peut se comprendre. Ce contexte incite actuellement les investisseurs obligataires à limiter la prime de risque émergente en USD à ses minima, alors que sur la dette en monnaies locales, les primes de risque ont interrompu leur tassement et se redressent modérément. Les regards se portent de plus en plus sur ce segment risqué, certes.

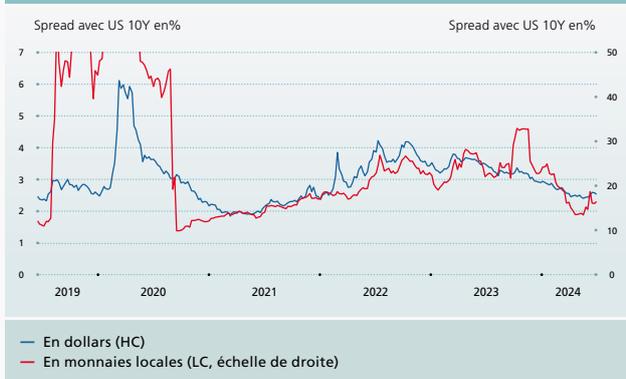
RÉGIONS À CROISSANCE DYNAMIQUE : POLITIQUE MONÉTAIRE



RÉGIONS À CROISSANCE DYNAMIQUE : DEVISE CONTRE LE DOLLAR



RÉGIONS A CROISSANCE DYNAMIQUE : DETTE OBLIGATAIRE (LC&HC)





Régions à croissance dynamique

Marché des actions

MARCHÉS ÉMERGENTS : INDICES BOURSISERS

Indice des prix rebasé sur 100 = -5 ans



— MSCI Emergents — MSCI Russie — MSCI Brésil
— Shanghai A Share — MSCI Inde

En rang dispersé

L'indice MSCI Emerging Market a terminé ce deuxième trimestre avec une performance positive. L'Europe émergente a été la région la plus dynamique suivie de la zone asiatique tirée par la Chine et Taïwan.

La croissance des bénéfices pour 2025 a été estimée à +15%, tirée par la technologie, les matériaux et la santé. Au niveau sectoriel, les bénéfices réalisés sur 12 mois ont été les plus forts dans les utilities, la technologie et la santé qui bénéficie d'une belle croissance des marges. Par contre les matériaux, la consommation de base et les télécoms pâtissent de leurs marges dépréciées. La croissance des ventes les plus fortes ont été dans l'énergie, la consommation cyclique et la santé. Les autres secteurs sont en décroissance.

MARCHÉS ÉMERGENTS : FACTEURS BOURSISERS FONDAMENTAUX

Ratio : prix/bénéfices

Variation annuelle en %



— P/E MSCI Emerging — Croissance des bénéfices attendus IBES (échelle de droite)

Concernant les BRIC, les profits sont en hausse sur le deuxième trimestre pour l'Inde et la Chine alors que le Brésil est en baisse ! Pour 2025, les estimations de croissance de l'Inde et la Chine, qui restent les deux grands acteurs de la région, pourraient atteindre environ +15%.

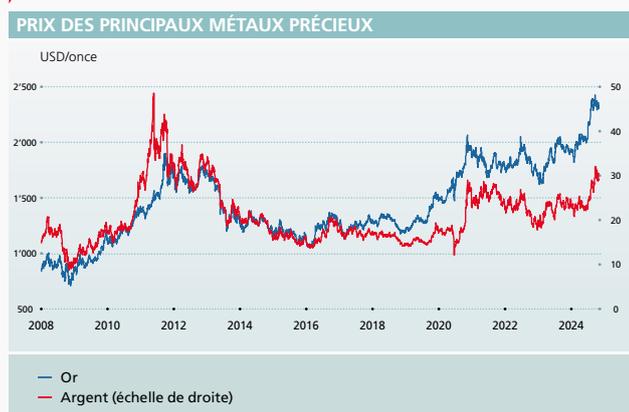
L'année 2024 devrait continuer à être volatile, influencée par les tensions géopolitiques entre la Chine et les pays occidentaux. Le marché immobilier chinois continue de peser sur l'économie. Il y a cependant des signes encourageants sur le retour des consommateurs mais le retour de la croissance en Chine demande confirmation.

L'Inde devrait continuer de se distinguer des autres régions grâce à sa croissance dynamique. Nous restons prudents sur l'Amérique latine qui ne parvient toujours pas à consolider ses fondamentaux.

L'ESSENTIEL

- La croissance des économies à croissance dynamique pâtit des difficultés de la Chine, fragilisée par la crise immobilière, la déprime de ses consommateurs et la détérioration de ses relations avec les pays occidentaux. Les perspectives indiennes et de l'ASEAN sont plus positives.
- Le poids du risque géopolitique prend toute sa place dans ces régions à croissance dynamique. La volatilité qu'il engendre doit limiter l'exposition en actions et obligations des régions les plus à risque.
- La diversification des actions qu'offrent ces marchés par l'exposition aux matières premières, en particulier aux métaux nécessaires aux transitions et aux développements technologiques, se justifie avec une sélection de qualité.
- Les devises émergentes sont particulièrement sensibles aux problématiques géopolitiques, ce d'autant plus si leur endettement extérieur libellé en dollar est élevé.

Matières premières



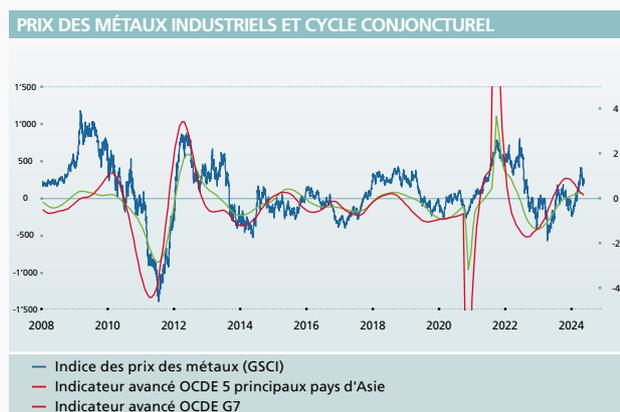
Prix du pétrole

Au cours de la dernière semaine de juin, le Brent a dépassé les 86 USD/bbl, porté par l'arrivée de la saison estivale dans l'hémisphère nord et marqué par une baisse significative des stocks de brut. Cette hausse est soutenue par les tensions géopolitiques et la saison estivale. Le WTI, quant à lui, a dépassé les 80 USD/bbl.

L'OPEP+ s'est réunie le 2 juin 2024, alimentant une attention particulière alors que les développements géopolitiques et économiques des derniers mois avaient entraîné une baisse de plus de 8% des prix du pétrole depuis la mi-avril. Dans ce contexte de fragilité économique et d'incertitudes monétaires, l'OPEP+ a décidé de prolonger les réductions volontaires de production de 2,2 Mb/j jusqu'à fin septembre 2024. À partir d'octobre 2024, ces réductions seront progressivement allégées jusqu'à fin septembre 2025. Cet accord reflète la volonté de l'OPEP+ de maintenir un soutien aux prix du pétrole brut, tout en assouplissant progressivement les contraintes de production, en réponse aux critiques de certains membres tels que les Émirats Arabes Unis.

Les métaux industriels

Après avoir touché un plus haut en mai dernier, les prix des métaux industriels se sont tassés. Le prix du **cuivre** a baissé tout au long du mois de juin, dans un contexte de consolidation de gains suite au rallye observé entre février et mai, lorsque les prix ont grimpé d'environ 36% pour atteindre un sommet de USD 11'100 la tonne par rapport au plancher de février de 8'100 USD/MT. De nombreux analystes expliquent cette retombée des prix en décalage par rapport aux fondamentaux d'un marché bien approvisionné. Selon l'International Copper Study Group (ICSG) le marché serait excédentaire de 300 kMT au premier trimestre 2024, malgré la forte croissance de la demande, (+4,2 % de croissance annuelle entre janvier-avril, principalement observée en Chine +6,5 %). Similairement au cuivre, le prix



du nickel a effacé une grande partie du rallye observé sur le deuxième trimestre de 2024. L'autorisation de nouveaux permis minières indonésiens stabilise les prix. Aux Philippines, la recherche d'investisseurs américains et occidentaux pour développer leur industrie du **nickel** bat son plein pour fournir une chaîne d'approvisionnement découplée de la Chine (largement assurée par la production indonésienne). Dans ces mouvements, le zinc et l'aluminium avec des histoires individuelles de production ont subi les mêmes mouvements de prix.

Les métaux précieux

La tendance des prix des métaux précieux sur le deuxième trimestre confirme l'accélération entamée en ce début d'année portant la hausse des prix de **l'or** à 17% et de **l'argent** à près de 30%. Cette envolée s'explique principalement par la diversification de la part de banques centrales asiatiques de leurs réserves de changes en dollar, avec la montée des incertitudes concernant la soutenabilité des dettes en lien avec les résultats électoraux des deux côtés de l'Atlantique. Notons néanmoins que les investisseurs individuels et institutionnels ne se sont pas massivement précipités dans l'achat de produits financiers rattachés aux métaux précieux ; les réflexions sur les critères ESG peuvent représenter un frein à tout nouvel engouement. En revanche, la baisse des taux d'intérêt réels rend le coût du stockage plus abordable, source partielle de la demande ; un mouvement fondamental qui peut se poursuivre, soutenant les prix des métaux précieux.

URS ZIEGLER

Chef Division Asset management

VALÉRIE LEMAIGRE

Économiste en chef

Ont également contribué à la rédaction :

BRUCE CROCHAT

Chef Portfolio management institutionnel

SOCRATE FERRO

Analyste financier

OLIVIER ROBERT

Gérant institutionnel

RAPHAEL MEMBREZ

Gérant institutionnel

**LE DÉPARTEMENT DE GLOBAL
COMMODITY FINANCE**

Le comité de stratégie

Urs Ziegler chef Division Asset management,
Président du comité de stratégie

Valérie Lemaigre, cheffe Politique d'Investissement et
économiste en chef,
Membre du comité de stratégie

Bruce Crochat, chef Portfolio management institutionnel,
Membre du comité de stratégie

Axel Moser, chef Portfolio management privé,
Membre du comité de stratégie

Richard Christinat, chef de la Salle des marchés,
Membre du comité de stratégie

Olivier Ernoult, chef team 2 private banking international Genève,
Membre du comité de stratégie

Sébastien Collado, président du directoire BCGE France,
Membre du comité de stratégie

Nicolas Demierre, chef Global Commodity Finance,
Membre du comité de stratégie

Andrea Marzi, conseiller senior,
Membre du comité de stratégie

Impressum

Éditeur: Banque Cantonale de Genève, Département
Communication, Quai de l'Île 17, 1204 Genève
Tél. + 41 (0)58 211 21 00

Coordination: Grégory Jaquet (gregory.jaquet@bcge.ch)

Graphisme: Level Studio Sàrl

Imprimeur: ATAR Roto Presse SA

Tirage: 1'500 exemplaires

Copyright: toute reproduction totale ou partielle des textes
est soumise à l'autorisation de l'éditeur

Photographies, illustrations et graphiques:

Greg Dufeil, Refinitiv Datastream, BCGE Asset management

Disclaimer

La stratégie d'investissement du groupe BCGE est établie par le comité de stratégie de la Banque Cantonale de Genève pour les besoins des sociétés membres du groupe. La stratégie de placement, telle qu'exposée dans le présent document, s'applique à la gestion de tous les portefeuilles, confiés par nos clients aux gestionnaires des sociétés-membres du groupe BCGE. L'UA BCGE Asset management soutient le comité de stratégie par ses analyses économiques et financières. Il rédige le présent document. Les informations contenues dans ce document s'appuient sur des statistiques et des informations dignes de foi: elles ne sauraient toutefois engager la responsabilité ni de BCGE Asset management, ni du comité de stratégie, ni de la Banque Cantonale de Genève, ni des sociétés membres du groupe BCGE.



BANQUE CANTONALE DE GENÈVE

Siège: Quai de l'Île 17, 1204 Genève

Téléphone: +41 (0)58 211 21 00

E-mail: info@bcge.ch

www.bcge.ch

Lausanne: Avenue de la Gare 50, 1001 Lausanne

Zurich: Lintheschergasse 19, 8001 Zürich

Bâle: Aeschengraben 10, 4051 Bâle

Bureaux de représentation

Dubaï: Sheikh Zayed Road, Park Place, 14th Floor

PO Box 102810, Dubai, UAE

Hong Kong: Unit 1803 18/F Alexandra House,
Chater Road 18, Central, Hong Kong, China

FILIALES

Banque Cantonale de Genève (France) SA

Lyon: Place Louis-Pradel 20, 69001 Lyon, France

Annecy: Rue Paul Guiton 1, 74000 Annecy, France

Paris: Rue de la Baume 5, 75008 Paris, France

www.bcgef.fr

Capital Transmission SA

Quai de l'Île 17, 1204 Genève

www.capitaltransmission.ch

Dimension SA

Avenue de la Gare 20, 1003 Lausanne

www.dimension.ch

Loyal Finance AG

Gessnerallee 38, 8001 Zurich

www.loyalfinance.ch

