

Stratégie d'investissement

Avril 2024



"THERE IS A BEAUTY THAT REMAINS WITH US AFTER WE'VE STOPPED LOOKING."

CORY RICHARDS,
PHOTOGRAPHER AND EXPLORER, WEARS THE
VACHERON CONSTANTIN OVERSEAS.


VACHERON CONSTANTIN | ONE OF
GENÈVE | NOT MANY.

CONTACT US +4122 580 1755

TABLE DES MATIÈRES

Introduction

4 Lettre aux investisseurs et climat des investissements

« Big picture »

5-6 Nos principales convictions

Scénario économique par région

8-10 Vue globale
11-15 États-Unis
16-19 Suisse
20-23 Zone Euro
24-26 Royaume-Uni
27-28 Japon
29-30 Chine
31-32 Émirats Arabes Unis
33-35 Marchés émergents

Perspectives et stratégies par classe d'actifs

38-40 Devises
41-43 Obligations internationales
44-45 Obligations suisses
46-48 Immobilier international
49 Immobilier suisse
50-52 Actions internationales - régions
53 Actions internationales - secteurs
54 Actions suisses
55 Actions suisses - secteurs
56-57 Matières premières
58 Alternatifs - Hedge funds & Private equity

Stratégie globale - Allocation d'actifs

60 Portefeuille CHF
61 Portefeuille EUR
62 Portefeuille USD

Thème d'investissement - Focus

64-67 Renforcement de la hausse des cours des matières premières en 2024

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Un premier trimestre positif pour la majorité des classes d'actifs
- Les statistiques en matière d'inflation et de croissance jouent les trouble-fêtes
- L'inflation rentre progressivement dans le rang
- Entre croissance américaine et récession européenne
- Nouveau paradigme de politiques monétaires pour 2024
- Environnement toujours favorable aux actifs financiers au T2

Le premier trimestre de l'année 2024 s'est bouclé sur une évolution plutôt réjouissante de l'ensemble des actifs financiers. A l'exception des obligations internationales affectées en début de trimestre par le rebond logique des taux d'intérêt après un 4ème trimestre 2023 exceptionnellement positif, toutes les autres classes d'actifs ont enregistré des performances positives à la fin mars. La baisse de -2.08% de l'indice obligataire international est en partie due au rebond significatif des taux en dollars US, canadiens et australiens. La prise de risque dans les marchés émergents (+1.53%) et le « high yield » (+2.13%) s'avérait rémunératrice, tandis que les obligations suisses (+0.47%) profitaient en fin de trimestre du changement de politique monétaire de la BNS, qui devenait la première banque centrale occidentale à baisser ses taux directeurs (-0.25%) en mars. Ce regain de tensions sur les rendements obligataires a affecté les marchés immobiliers titrisés, qui à l'exception des fonds de placements suisses (+5.93%) glissaient tous de quelques pourcents. Une allocation d'actifs diversifiée en actions profitait aussi de la hausse des valeurs internationales (+8.88%) et suisses (+5.98%), tandis que les matières premières contribuaient aussi à la performance grâce à une hausse de +10.36%, similaire à celle du « private equity » (+10.9%). Cerise sur le gâteau pour les investisseurs suisses, le renversement tant attendu de tendance pour le franc, qui faiblissait enfin de -7% contre le dollar et de -5% contre l'euro, renforçait les performances des actifs étrangers évalués en francs suisses.

Le climat boursier est donc resté plutôt serein au cours de ce premier trimestre, qui était pourtant marqué par quelques statistiques perturbant les anticipations consensuelles en matière d'inflation et de croissance. Une perte de momentum du déclin de l'inflation américaine venait remettre en question la tendance de fin d'année, alors que des données conjoncturelles toujours solides écartaient définitivement les risques de récession aux Etats-Unis et laissaient présager une croissance toujours vive au premier semestre. En Europe et au Royaume-Uni, les économies semblaient aussi éviter une entrée en récession sévère en affichant une résilience suffisante pour flirter avec une croissance proche de zéro. L'Asie de son côté semblait encore patienter en attendant une reprise de la demande internationale alors que les indicateurs avancés chinois commençaient tout de même à montrer les signes attendus de renforcement de la conjoncture. Ces hésitations en matière d'inflation et de croissance ont essentiellement freiné les anticipations de pivot des banques centrales en repoussant de trois mois la date des premières baisses aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en zone Euro.

La tendance baissière de l'inflation a en effet marqué le pas en janvier en raison d'un rebond de 0.4% de l'indice PCE. Mais la fin de trimestre s'est avérée plus positive avec notamment un indicateur PCE à peine en hausse de +0.3% sur le mois et de +2.5% sur un an. Rappelons que le président de la Réserve fédérale évoquait en fin 2023 qu'il n'attendrait pas que cet indicateur touche son objectif de +2% pour infléchir sa politique et procéder à une première baisse de taux directeurs. A ce moment, le PCE était estimé à +2.3% pour mars 2024. Aux Etats-Unis, la composante des services semblait être le facteur résistant empêchant un déclin plus net de l'inflation. Désormais,

on peut constater avec satisfaction que sa contribution à l'inflation s'est nettement réduite, suggérant que ce segment ne constitue plus un frein à la tendance baissière en cours. En Europe, l'inflation surprend plutôt par son déclin plus rapide qu'attendu, notamment en zone Euro qui a vu son indice CPI chuter à +2.4% seulement en février.

La croissance américaine semble de fait plus résiliente qu'en Europe, ce différentiel de dynamique explique certainement en partie aussi l'évolution récente de l'inflation. Le différentiel de croissance devrait se maintenir selon nous au premier semestre et permettre notamment un alignement inattendu des politiques monétaires.

Alors qu'il était communément admis en fin 2023 que la Fed serait sans doute plus prompte à abaisser ses taux directeurs quelques mois ou trimestres avant la BCE ou la BoE, désormais il n'est plus improbable de voir les trois principales banques centrales agir en même temps en juin. Le report à juin du premier mouvement de baisse de taux aux Etats-Unis constitue un retard dans la prévision du consensus de fin 2023, mais pour les deux autres banques centrales, il s'agit au contraire d'un avancement dans le temps de la date de leur pivot de politique monétaire. Si la première partie de l'année 2024 a été marquée par des anticipations de baisses de taux, le second semestre sera celui de la concrétisation de ce changement de politique. Nous estimons que les banques centrales peuvent désormais surprendre les observateurs en abaissant leur taux directeurs de manière plus significative qu'actuellement escompté dès l'été.

Une baisse de l'inflation s'approchant de +2% couplée avec une croissance modérée aux Etats-Unis et légèrement positive en Europe, ainsi que des politiques monétaires moins restrictives, constitueront ensemble un environnement plutôt positif pour l'ensemble des actifs financiers. Les courbes de rendements devraient s'aplatir par une action plus décisive sur la partie courte que sur la partie longue et offrir encore des opportunités de gains en capital dans la plupart des régions. La baisse des taux et des coûts de refinancement devrait également avoir un impact positif pour les valorisations de l'immobilier titrisé, en particulier en Europe. Globalement, un scénario central de croissance modérée remplaçant le précédent scénario de récession potentielle constitue aussi un environnement positif pour les marchés actions. Dans ce cas spécifique, il faudra sans doute compter sur de meilleures « guidances » pour 2024 pour permettre aux indices actions d'enregistrer de nouvelles hausses après cinq mois de progression quasi ininterrompue des cours. Finalement, les matières premières commencent déjà à intégrer de meilleures perspectives de croissance en Chine, notamment le segment des métaux industriels. Nos perspectives pour les prochains mois restent positives pour toutes les classes d'actifs et en particulier pour les actions, l'immobilier et les matières premières.



Alain Freymond
Associé & CEO
BBGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- L'inflation rentre dans le rang parfois plus vite qu'escompté
- Convergence des politiques monétaires à partir du mois de juin
- Résilience économique et relance de la croissance au \$2
- Perspectives positives pour les marchés financiers

L'inflation rentre dans le rang parfois plus vite qu'escompté

L'inflation est un facteur essentiel et déterminant depuis plus de deux ans de l'évolution des marchés financiers et le restera très certainement au cours des prochains trimestres. La perception des investisseurs en matière de risques et d'opportunités d'investissement est étroitement liée à l'évolution de l'inflation et des implications du comportement des prix sur les politiques monétaires des banques centrales. Ce n'est évidemment pas le seul facteur à prendre en considération, mais il est encore en ce début d'année l'un des principaux déterminants des fluctuations boursières. Il y a un peu plus de six mois, le sentiment des investisseurs restait particulièrement prudent à l'égard des perspectives inflationnistes, qui ne semblaient pas encore tout à fait en passe d'être maîtrisées par les banques centrales. La chute des marchés financiers du 3ème trimestre 2023 avait largement été induite par la crainte que l'évolution de l'inflation ne soit pas suffisamment contenue au point que les banques centrales doivent maintenir plus longtemps leurs politiques restrictives. La hausse des taux du Trésor à dix ans à 5% marquait le point culminant sans doute de ces inquiétudes, avant que de meilleures statistiques ne permettent un dégonflement des anticipations négatives au cours du 4ème trimestre. Le déclin de l'inflation est pourtant bien visible dans la grande majorité des pays, mais aux Etats-Unis, l'abondance de statistiques diverses conduit à des révisions très fréquentes des perspectives et des tendances. Le rebond de l'inflation sur un mois en janvier a relancé les inquiétudes et l'éventualité d'un coup d'arrêt dans la décroissance des prix pourtant manifeste depuis juin 2022, avant que les derniers chiffres de fin de trimestre ne rassurent par un déclin des prix plus conforme aux attentes. En Europe, la décélération des prix s'est avérée encore plus marquée, sans doute en raison d'une dynamique économique plus faible. La hausse des prix du mois de mars semble être en hausse toujours sensible (+0.8%), mais sur un an, la croissance des prix s'est effondrée à seulement +2.4%, un niveau également très proche de l'objectif de la BCE. Le niveau du CPI a ainsi plus fortement reculé depuis son plus haut niveau (+10.7%) que ce n'est le cas des Etats-Unis (de +9% à +3.1%). Le Royaume-Unis suit une tendance également surprenante puisque la dernière mesure du CPI (+3.4%) est aussi en très nette régression par rapport à son pic de +11.1% de 2022. L'inflation recule aussi en Asie, bien que ce recul soit relativement modeste au Japon qui subit encore une hausse des prix sur un an de +2.8%. Mais la situation est totalement différente en Chine qui sort tout juste en février d'une période d'inflation négative sur un an qui aura duré quatre mois. Finalement, en Suisse l'inflation est aussi rentrée dans le rang en enregistrant une stabilité des prix presque parfaite sur une base mensuelle depuis près d'un an à l'exception de la dernière hausse de février (+0.6%), tirant la progression de l'indice CPI à +1.2% sur un an. La BNS a de fait été la première banque centrale à pouvoir se targuer d'avoir jugulé l'inflation en la maintenant depuis mai 2023 en dessous de son objectif de +2%.

Les tendances en place dans la plupart des pays devraient, selon nous, se maintenir en 2024 et permettre aux divers indices de prix de revenir en dessous des objectifs des banquiers centraux. En ce début de 2ème trimestre, la Suisse y est déjà parvenue. La zone euro s'en approche rapidement et nous estimons que les Etats-Unis et le Royaume-Uni sont également proches de ces objectifs. En 2024, l'ensemble des banques centrales pourront clamer avoir atteint leur objectif de contrôle des prix et pourront donc ajuster leurs politiques monétaires par des baisses régulières de leurs taux directeurs.

Convergence des politiques monétaires à partir du mois de juin

L'accélération de la baisse de l'inflation en zone euro et au Royaume-Uni constitue une surprise positive pour beaucoup d'observateurs. Les dernières tendances en matière d'évolution des prix dans ces deux régions soutiennent la perspective d'une accélération à la baisse de l'inflation et d'un ajustement probablement plus rapide qu'attendu des politiques monétaires de la BoE et de la BCE cette année. En fin d'année 2023, ces deux banques centrales restaient particulièrement prudentes sur le chemin suivi par les indices de prix en laissant entendre que leurs politiques resteraient restrictives aussi longtemps que nécessaire pour contrer l'évolution des prix. Le consensus estimait alors que la tendance baissière des prix était trop lente pour justifier un changement de politiques monétaires au premier semestre 2024. Les taux directeurs devaient dès lors rester élevés jusqu'en fin d'année. La chute récente de l'inflation en Europe dessine désormais un nouveau chemin probable pour les taux directeurs. La BCE pourrait procéder à une première baisse en juin de 4.5% à 4.25% qui serait ensuite suivie de trois à quatre autres coupes similaires portant le taux de référence de la BCE à 3.5%, voire 3.25% en fin d'année. Au Royaume-Uni, le niveau actuel de 5.25% des taux directeurs n'est que légèrement inférieur à celui de la Fed (5.5%), mais la dynamique suivie par l'inflation semble soutenir une action de la BoE déjà en juin 2024, notamment en raison de l'affaiblissement de la conjoncture britannique entrée en quasi récession pendant l'hiver. La baisse de taux directeurs pourrait progressivement glisser jusqu'à 4.25%, voire 4% en décembre.

Clairement la conjoncture morose en Europe soutient plus nettement les anticipations de baisse de l'inflation et renforce les chances d'ajustements plus rapide des politiques monétaires de la BoE et de la BCE.

Aux Etats-Unis, la politique monétaire de la Fed se voit aujourd'hui confrontée à deux tendances opposées, l'une favorisant un assouplissement des conditions monétaires, tandis que l'autre milite pour une action plus progressive et modulée. Du côté de l'inflation, la tendance est favorable et pourrait déjà justifier un pivot de la Réserve fédérale, mais sur un autre plan, la dynamique économique qui suggère une hausse du PIB de +2% au 1er semestre constitue un facteur de retenue pour la Fed. Les anticipations actuelles sont désormais beaucoup plus modérées qu'elles ne l'étaient au 4ème trimestre 2023. La date du pivot de la Fed a déjà été reportée de mars à juin et les attentes de réductions de taux sont de trois baisses de 0.25% pour la fin décembre.

Globalement, il nous semble que si les tendances se poursuivent en matière d'inflation, la Fed abaissera ses taux de 0.25% en juin et sera accompagnée dans ce phase de pivot de politique monétaire par des décisions identiques des deux autres banques centrales, la BCE et la BoE. Le mois de juin marquera le début de la convergence de politiques moins restrictives, qui verra aussi d'autres banques centrales telle la Banque centrale du Canada et celle d'Australie suivre le même chemin. Les prochains trimestres seront donc fortement marqués par des baisses de taux directeurs et des ajustements de politiques monétaires affectant potentiellement aussi la composition et la taille des bilans des banques centrales. Cette évolution devrait constituer un terreau fertile pour la plupart des actifs financiers.

Résilience économique et relance conjoncturelle au S2

La diminution des pressions inflationnistes, voir la normalisation de l'inflation, couplée à de nouvelles politiques monétaires sensiblement moins restrictives auront un impact notable sur la perception des risques des consommateurs et des entreprises. Le ralentissement conjoncturel à un niveau tout de même satisfaisant de croissance du PIB de +2% aux Etats-Unis démontre déjà une résilience élevée de l'économie à la hausse des taux. Mais nous estimons que la confiance des ménages va se renforcer en 2024 et soutenir le niveau de la consommation globale. La baisse des coûts de financement sera aussi favorable à l'investissement des entreprises et à l'immobilier aux Etats-Unis comme d'ailleurs dans les autres pays industrialisés. En Europe et au Royaume-Uni, ces mêmes facteurs permettront une sortie par la haut de la situation actuelle. Le 2ème semestre devrait donc être plus dynamique que le début d'année. Les cycles conjoncturels des pays développés vont probablement mieux s'aligner en seconde partie d'année et également soutenir une reprise attendue en Chine, au Japon et plus largement dans les pays émergents. Après avoir trop longtemps craint une récession en 2023, l'année 2024 a débuté sous de meilleurs auspices et devrait encore se renforcer au cours des prochains mois.

Les courbes de rendement doivent s'aplatir en 2024

L'inversion actuelle des courbes de rendement tant aux Etats-Unis qu'en Europe est essentiellement due aujourd'hui au niveau élevé des taux directeurs et par conséquent de la partie courte des courbes de taux. Dans un contexte caractérisé par la normalisation des politiques monétaires dès le mois de juin 2024, les parties courtes devraient pouvoir être abaissées d'au moins 75 pnb à 100 pnb avant la fin de l'année. Dans le cas des Etats-Unis, un abaissement des taux directeurs de 5.5% à 4.5% est envisageable à l'échéance décembre. Compte tenu du niveau actuel des taux à dix ans (4.3%), une baisse des taux courts à 4.5% impliquerait un aplatissement de la courbe de rendements tout à fait cohérent avec la situation conjoncturelle attendue et l'inflation anticipée en fin d'année. L'inversion actuelle de la courbe de taux ferait alors place à un début de normalisation. En l'absence de risques concrets de récession aux Etats-Unis la politique monétaire peut suivre une évolution très progressive de normalisation, cependant, une chute de l'inflation à 2% et une croissance du PIB similaire devraient permettre des taux d'intérêt plus bas. Nous n'excluons donc pas que l'ajustement à la baisse de la courbe de taux en dollars ne se stabilise que plus tard et à un niveau qui devrait être inférieur à 4%. Aujourd'hui la prime de rendement calculée avec les taux du Trésor à dix ans (4.3%) par rapport à l'inflation est encore de 100 pnb.

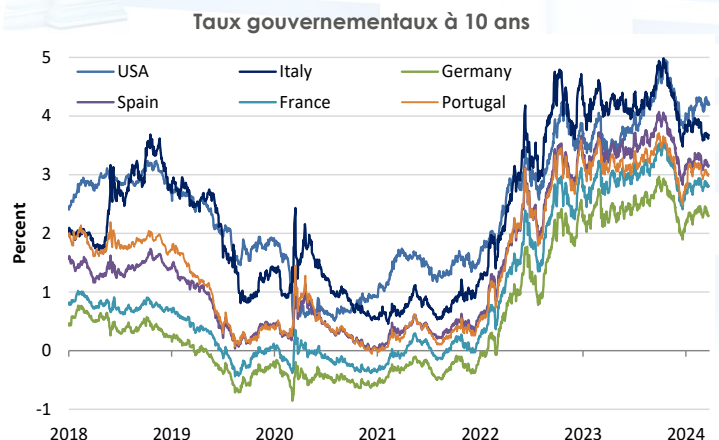
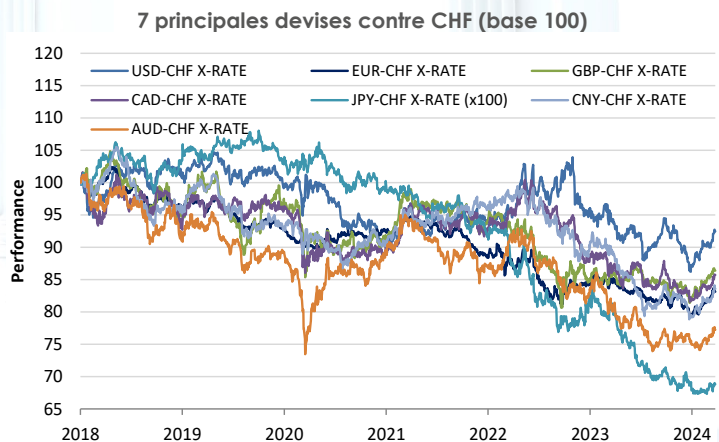
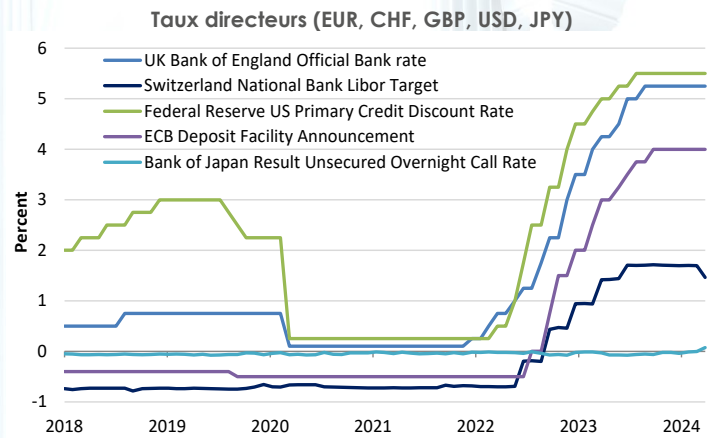
En Europe, les rendements à dix ans du gouvernement allemand sont désormais à 2.4% et se situent exactement sur le niveau de l'inflation de la zone euro. La prime de rendement est dès lors nulle en euros. Dans ce contexte, on peut estimer que la partie longue des courbes de rendements en euros ne nécessite pas d'ajustement immédiat majeur. Dès lors, l'aplatissement de la courbe de taux sera essentiellement le fait de baisses de taux courts. En admettant une baisse des taux directeurs à 3.25%, le différentiel entre taux courts et longs restera de 100 pnb, la courbe de rendements restera donc inversée. On peut considérer qu'en raison d'une relative stagnation de la croissance, une inversion de la « yield curve » soit encore justifiée en zone euro en 2024. La chute de l'inflation et les risques de récession font aujourd'hui pression sur les taux longs, mais ceux-ci ont certainement déjà assez nettement pris en compte ces deux facteurs. L'inversion de la courbe de taux en euros ne disparaîtra sans doute pas avant 2025.

On devrait assister également au Royaume-Uni à une inversion persistante de la courbe de rendements, alors que les probabilités de nouveaux déclinés des taux longs ont aussi diminué.

Globalement, les perspectives de baisses des rendements et de gains en capital nous semblent encore supérieures aux Etats-Unis.

Perspectives positives pour les marchés financiers

Le scénario conjoncturel privilégiant un « soft landing » devrait être accompagné de statistiques positives sur le front de l'inflation au cours des prochains mois. La normalisation attendue des politiques monétaires ne débutera sans doute qu'en juin et devrait avoir un impact favorable sur les courbes de rendement et sur le sentiment des investisseurs. La baisse des taux soutiendra ultérieurement une reprise potentielle de la consommation et de l'investissement, mais dans un premier temps elle devrait assez nettement affecter positivement les niveaux de valorisation des actifs financiers et aiguïser l'appétit pour le risque des investisseurs. Ce contexte globalement moins incertain devrait soutenir l'intérêt des investisseurs et notamment de ceux en quête d'opportunités de réinvestissement de leurs dépôts fiduciaires arrivant à échéance et dont les rendements associés ont perdu une partie de leur attrait. Les marchés de capitaux profiteront de la tendance baissière des rendements et de l'afflux de capitaux nouveaux recherchant des opportunités de plus-values, tandis que l'immobilier titrisé devrait être l'un des grands gagnants de cette phase de réajustements des perspectives et des risques avec les marchés actions également soutenus par de meilleures perspectives bénéficiaires.



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Vue Globale

- Croissance mondiale révisée à la hausse pour 2024
- Le PIB américain peut progresser de +2.2% en 2024
- La croissance européenne devrait s'intensifier au 2ème semestre
- La faiblesse du franc peut relancer la conjoncture en Suisse
- Le deuxième trimestre pourrait déjà être meilleur au Royaume-Uni
- Croissance très modérée du PIB japonais en 2024

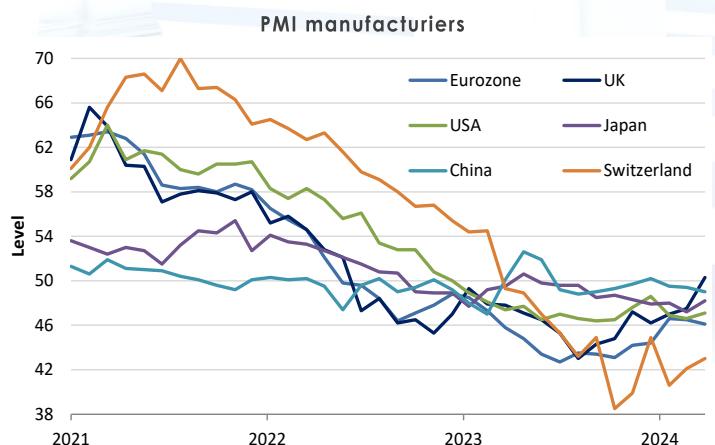
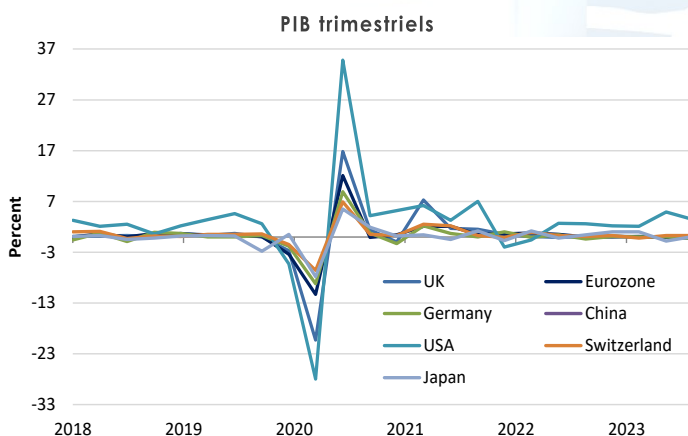


Croissance mondiale révisée à la hausse pour 2024

Le 1er trimestre de l'année 2024 devrait certainement se terminer avec un niveau de croissance mondiale un peu supérieur aux attentes en raison de performances meilleures de quelques économies importantes et notamment celle des Etats-Unis. La croissance du PIB américain s'est en effet avérée plutôt résiliente et a sans doute été proche de +2% en termes réels. Il apparaît désormais que les risques et les anticipations de récession potentielles aux Etats-Unis, comme dans divers pays européens étaient surestimés en fin d'année 2023. Les performances économiques du Royaume-Uni et de l'Europe ont aussi plutôt montré une stagnation qu'un effondrement de la dynamique conjoncturelle au cours des premiers mois de 2024. Le 1er trimestre apportera donc certainement une contribution plus importante que prévu à la croissance du PIB mondial attendu pour l'ensemble de l'année. L'évolution plus encourageante de l'inflation ces derniers mois dans la plupart des pays industrialisés devrait notamment contribuer à améliorer le sentiment des consommateurs et leur revenu réel disponible. Une amélioration de la confiance peut aussi s'appuyer sur la perspective de baisse des coûts de financement en lien avec le changement attendu de politiques monétaires en fin de 2ème trimestre. Le niveau actuel des taux d'intérêt est déjà très sensiblement inférieur à celui observé au 3ème trimestre 2023 et l'évolution prochaine des coûts de financement de la consommation et des investissements suivra une tendance similaire favorable. Les indicateurs avancés semblent déjà pointer sur une reprise progressive de l'activité économique dans la plupart des régions, avec de meilleures chances également de voir un renforcement de l'activité en Chine et plus généralement dans les pays émergents. La croissance mondiale devrait donc se renforcer au cours des prochains mois avec en toile de fonds une nouvelle convergence des cycles économiques régionaux. Les risques de récession devraient s'estomper rapidement, en particulier en Europe, qui devrait retrouver une croissance des PIB et suivre le cycle positif des Etats-Unis et de la Chine. Le Japon participera aussi à cette convergence des cycles conjoncturels qui devrait soutenir une croissance du PIB mondial de +3% en 2024.

Le PIB américain peut progresser de +2.2% en 2024

Le début d'année 2024 semble donc une nouvelle fois déjouer les pronostics de récession aux Etats-Unis. Nos perspectives confirment également une estimation de croissance aussi bien au T1 qu'au T2, malgré une politique monétaire qui s'est avérée particulièrement restrictive en dépit d'un statu quo sur les taux engagés en août 2023. La persistance de taux directeurs élevés (5.5%) au cours des huit derniers mois n'a pour l'instant eu qu'un impact limité sur la croissance. La contraction du bilan de la Fed de 16% au cours des vingt-quatre derniers mois ne semble pas non plus avoir eu d'effet dramatique sur l'économie des Etats-Unis. L'ajustement anticipé par les économistes sur les dépenses de consommation des ménages et sur les investissements ne s'est pas réellement produit à ce jour et dans le contexte attendu de prochaines baisses de taux, nous estimons plutôt que les risques ont diminué au cours des derniers mois. En ce qui concerne la confiance des consommateurs, la baisse de l'inflation et les perspectives d'assouplissement monétaire au 2ème trimestre, devraient aussi permettre une amélioration de leur perception des risques. Les ménages semblent donc encore en mesure de faire face à des taux et des coûts de financement toujours élevés, mais dont les perspectives de baisses sont désormais très importantes. Dans le contexte actuel, les risques de récession ont très fortement diminué et notre scénario central privilégie un ralentissement progressif au 2ème semestre par rapport à la vigueur constatée en fin d'année 2023. La baisse des taux directeurs et les ajustements attendus également sur les courbes de rendements contribueront aussi en 2ème partie d'année à maintenir un taux de croissance plus que décent. La Réserve fédérale peut dès lors se satisfaire d'avoir réussi à réduire l'inflation en maintenant des conditions favorables à une poursuite de la dynamique conjoncturelle en 2024, elle pourrait même renforcer les chances d'une croissance supérieure à +2% sur l'année si elle se décidait à abaisser ses taux directeurs plus rapidement en mai et plus fréquemment qu'escompté à ce jour par les marchés jusqu'en fin d'année. Dans cet environnement, nous estimons que la croissance américaine peut se maintenir au-dessus de +2% sur l'ensemble de l'année et terminer l'exercice en progression de + 2.2%.



La croissance européenne devrait s'intensifier au 2ème semestre

La prévision de la banque centrale européenne pour la croissance du PIB en 2024 est de +0.6%, mais l'essentiel de celle-ci devrait plutôt intervenir en seconde partie d'année car nos propres prévisions ne font état que d'une progression possible de +0.1% à peine au 1er trimestre 2024, pour une hausse potentielle sur l'ensemble de l'année de +0.4%. L'économie européenne devrait selon nous rester relativement faible un à deux trimestres de plus qui marqueront une phase de dix-huit mois environ de stagflation. Au cours des prochains mois, la demande intérieure sera particulièrement faible et marquée par un déclin de la consommation privée qui pourrait être compensé par des dépenses publiques un peu plus importantes. Le soutien des dépenses gouvernementales sera essentiel pour éviter un déclin plus marqué du PIB. Notre scénario central pour le premier semestre est toujours celui d'un ralentissement de la dynamique de la consommation et d'un PIB flirtant toujours avec une récession technique qui devrait être extrêmement modérée. Les craintes d'une récession ne nous semblent pas devoir être exagérées, d'autant que dans le contexte présent il nous semble désormais très probable de voir la BCE changer sa politique monétaire dans un horizon temps proche de trois mois. Les statistiques économiques de janvier et février disponibles semblent confirmer la faiblesse attendue de la conjoncture. La production industrielle (CVSM) enregistre un déclin de -3.2% (janvier) plus sévère qu'attendu, par exemple. La production industrielle ex construction repasse nettement en territoire négatif (-6.7%) après avoir temporairement enregistré une petite croissance de +0.2% en décembre. Les données mensuelles restent volatiles, mais cette chute s'avère être l'une des plus fortes observées depuis très longtemps, à l'exception de celle constatée en mars et en avril 2020 au début de la pandémie de Covid. Il s'agit donc d'un début de trimestre à nouveau très faible qui suggère que le secteur manufacturier reste fragile et pourrait encore peser sur le PIB de la zone euro.

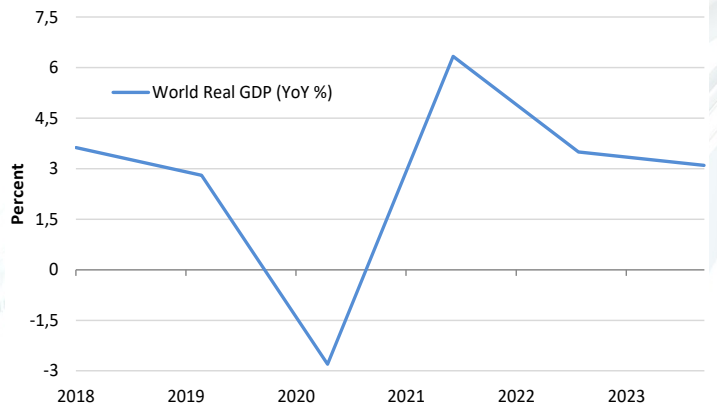
Cela dit, les derniers développements positifs observés depuis le mois de novembre sur le front de l'inflation et des taux d'intérêt pourraient tempérer les estimations négatives de chute de la demande et soutenir également un rebond des indicateurs avancés au cours des prochaines semaines. Dès lors, nos prévisions de croissance pour le 1er semestre 2024 sont légèrement positives et plus favorables ensuite pour la deuxième partie de l'année. Globalement, le PIB européen devrait pouvoir enregistrer une croissance de +0.7% en 2024.

La faiblesse du franc peut relancer la conjoncture en Suisse

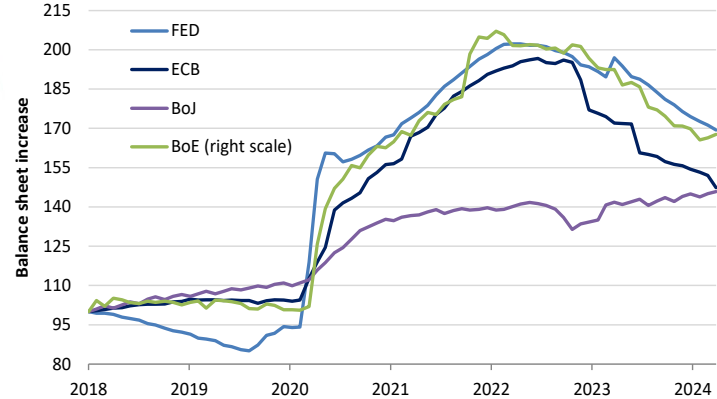
L'économie suisse semble, en première analyse, en mesure de résister à la faiblesse de la conjoncture mondiale qui a déjà entraîné une contraction de la zone euro au cours des derniers mois. Elle a enregistré une croissance honorable de +1.3% en 2023, mais ce résultat est toutefois en sensible baisse par rapport à la hausse de +2.5% en 2022. Dans le contexte actuel, nous estimons que sa dynamique est extrêmement fragilisée par la force du franc de la fin d'année 2023 et par les risques croissants de fléchissement des exportations liée à l'appréciation très forte de notre devise.

La décision de la BNS d'abaisser ses taux directeurs en fin de 1er trimestre 2024 pourrait bien constituer un changement significatif positif pour le tissu économique suisse et pour les perspectives économiques dans notre pays. En devenant la première banque centrale à assouplir sa politique monétaire, la BNS a créé les conditions attendues d'un affaiblissement nécessaire du franc. Ce facteur pourrait à lui seul renforcer les anticipations de croissance du PIB suisse en offrant de nouvelles perspectives aux exportations suisses. Un déclin de -10% du franc pourrait logiquement impacter favorablement la demande extérieure et relancer les exportations suisses. Dans cet environnement nouveau, nous estimons que les prévisions de croissance du PIB actuelles de +1.1% en 2024 sont peut-être sous estimées. Nos prévisions sont dès lors un peu plus optimistes (+1.3%) et intègrent une faiblesse du franc s'étendant sur l'ensemble de l'année 2024 soutenant une certaine accélération de la dynamique suisse également impactée positivement par la reprise économique internationale en deuxième partie d'année.

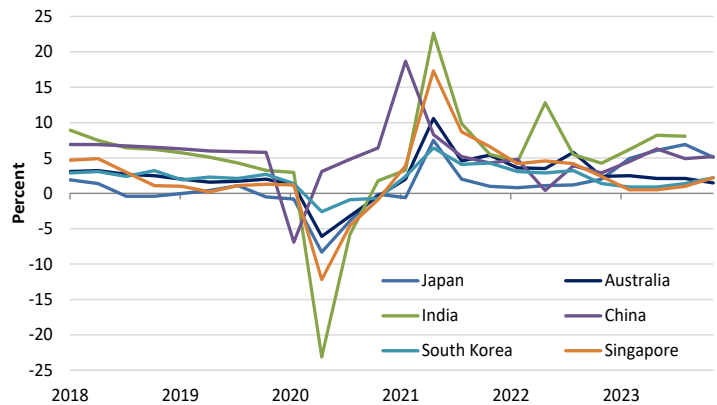
Croissance réelle de l'économie mondiale



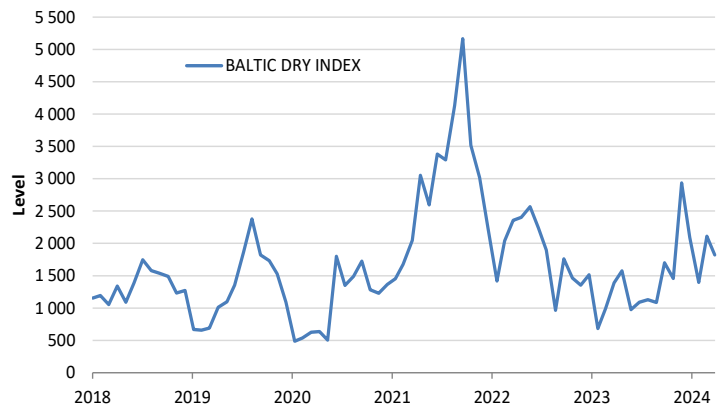
Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)



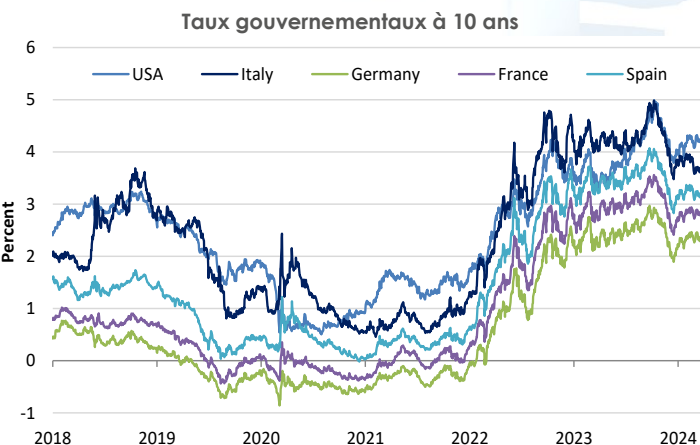
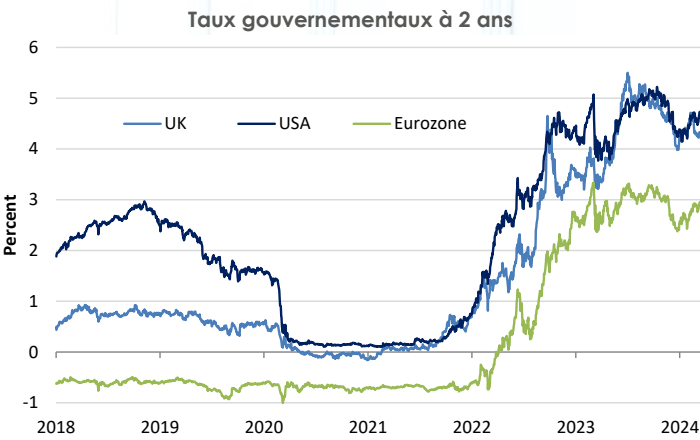
Baltic Dry Index



Le deuxième trimestre pourrait déjà être meilleur au Royaume-Uni

La récession technique des deux derniers trimestres reste très modérée et pourrait même s'avérer plus modeste encore après révision des données de fin d'année. Quoiqu'il en soit, nous envisageons une situation moins pessimiste pour l'économie britannique cette fois, que lors des précédentes entrées en récession. En 1980, l'entrée en récession avait été marquée par un déclin d'environ -3% du PIB et celles de 1990 (-1.6%) et 2008 (-2%) avaient également été plus importantes que la baisse des deux derniers trimestres. Le PIB publié pour le mois de janvier fait état d'une progression de +0.2%, suggérant effectivement que le début d'année semble déjà marqué par un certain retour de la croissance globale, soutenue cette fois par le secteur des services, le commerce de détail et de gros, ainsi que par le secteur de la construction. Ces évolutions positives ont permis de compenser la chute de la production industrielle (-0.2%). La très faible récession du second semestre est donc peut-être déjà stoppée par un début de tendance haussière du PIB. Les perspectives pour le 1er trimestre sont désormais un peu meilleures et nous attendons une hausse de +0.2% du PIB à la fin mars. La reprise économique au Royaume-Uni restera dans un premier temps assez limitée, mais aux vues de l'évolution plutôt positive de l'inflation, les chances sont désormais plus élevées de voir la BoE agir dans les prochains mois en abaissant ses taux directeurs. Les ménages profitent désormais à nouveau d'une croissance des salaires réels positive, qui a sans doute contribué à la progression de +3.4% des ventes de détail en janvier et soutenu le secteur des services. Le secteur de la construction a également bénéficié de cette amélioration du pouvoir d'achat des ménages et progresse de +1.1%.

La BoE pourrait tout de même agir significativement pour contrer les risques de stagflation dès le mois de mai en abaissant plus vite ses taux directeurs bien que cette éventualité soit peu probable. Nos attentes de croissance du PIB pour l'année 2024 sont maintenues à environ +0.4%. Cet objectif devrait être atteint grâce à une demande intérieure encore positive et soutenue par une hausse de la consommation des ménages et par une progression des dépenses gouvernementales.



Croissance très modérée du PIB japonais en 2024

Le PIB japonais reste plus que jamais trop dépendant de la demande internationale, alors que la consommation intérieure peine toujours à se relancer. L'économie est fragilisée par une consommation des ménages atone et des exportations totalement liées à l'évolution de la conjoncture internationale. La consommation des ménages reste affectée négativement par une inflation toujours résiliente et qui n'a que peu de chances de diminuer rapidement dans le contexte spécifique du Japon marqué par une dévaluation du yen toujours très présente qui ne peut être freinée par une action de la BoJ dans le contexte actuel de récession. La banque centrale ne peut effectivement pas lutter efficacement contre l'inflation importée, alors que le yen poursuit son déclin. La baisse du pouvoir d'achat des consommateurs, consécutive au déclin régulier du revenu disponible et une inflation toujours présente, ne peut donc se stabiliser que très progressivement. Il en va de même de la situation des entreprises japonaises encore hésitantes à procéder à de nouveaux investissements. Les dépenses de consommation croissantes des voyageurs étrangers au Japon n'apporteront qu'un soutien modeste et n'influenceront pas significativement le niveau global de celle-ci. Le Japon aurait grandement besoin d'une relance économique de la Chine, qui pourrait contrer le fléchissement observé chez ses autres partenaires importants, ce qui pourrait finalement se concrétiser enfin en 2024. Les mesures de soutien conjoncturel prises par le gouvernement chinois pourraient effectivement montrer des signes concrets de relance et développer ultérieurement l'effet attendu sur les économies asiatiques et sur l'économie japonaise en particulier. La demande mondiale devrait rester contenue en début d'année avant de pouvoir se renforcer ensuite et à nouveau soutenir les perspectives économiques du Japon.

La bonne tenue en début d'année de l'économie américaine constitue déjà un signe encourageant pour une relance de la demande extérieure au Japon. Par ailleurs, la résilience actuelle de l'Europe pourrait dès le 2ème trimestre montrer un peu plus de vigueur et se renforcer ensuite, contribuant également à cette évolution positive de la demande extérieure. L'économie japonaise devrait bénéficier au cours des prochains trimestres de ces éléments plus positifs et enregistrer une croissance très modérée de son PIB en 2024.

