



Stratégie d'investissement

Juillet 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 La baisse des taux relancera les énergies alternatives

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Incertitudes et surprises macro économiques marquent le trimestre
- Le scénario de ralentissement remplace les risques de récession
- Nouvelles détente probables de l'inflation et des taux d'intérêt
- Découplage temporaire de politiques monétaires
- Un semestre plus favorable aux actions
- Perspectives positives pour les actifs financiers

Le 2ème trimestre aura été marqué par de grandes incertitudes et des surprises sur le plan macro économique, qui ont assez nettement bouleversé les marchés financiers en avril, avant d'offrir un peu plus de sérénité ensuite. Le retournement du sentiment des investisseurs et du climat boursier en début de période, trouvait sa source dans les statistiques économiques américaines trop solides, qui repoussaient la date du pivot de politique monétaire de la Fed à décembre et effaçaient donc tous les espoirs de baisses de taux rapides au 1er semestre. L'interruption de la dynamique baissière de l'inflation et la résilience du marché du travail modifiaient à ce moment totalement les attentes de baisses de taux, malgré une croissance du PIB décevante au 1er trimestre (+1.3%) et très en dessous des attentes du consensus (+2.5%). La fin de trimestre sera finalement plus positive grâce notamment aux nouvelles surprises économiques montrant un ralentissement probable de l'activité aux Etats-Unis et dans le marché du travail. En Europe, les risques de récession ont été progressivement écartés, tant en zone euro qu'au Royaume-Uni, faisant place à un scénario de ralentissement modéré suivi d'une probable reprise au 2ème semestre. Mais ce sont surtout les statistiques en matière d'inflation qui ont offert le soulagement espéré par les investisseurs en laissant apparaître un nouveau fléchissement dans la plupart des pays industrialisés. Aux Etats-Unis et en Europe en particulier, les nouveaux espoirs de déclin futurs ont enfin pu s'appuyer sur une évolution plus favorable dans le segment des services. Longtemps considéré comme un frein à la poursuite de la baisse de l'inflation, les statistiques des derniers mois suggéraient enfin une baisse des tensions sur les prix dans ce segment important.

Le dernier jour du trimestre s'est en effet terminé sur une note positive en matière d'inflation aux Etats-Unis, qui devrait à nouveau accroître les probabilités de baisses de taux directeurs à moyen terme. En effet, la mesure privilégiée de la Fed pour évaluer l'inflation sous-jacente (hors logement et énergie) a ralenti à seulement +0.08%/mois et +2.6%/an, enregistrant ainsi la plus faible progression depuis 2020 et se rapprochant un peu plus de l'objectif de la banque centrale de +2%. La fin du mois suggère ainsi que l'économie évolue dans le bon sens avec une croissance modérée, une inflation en déclin et un marché du travail plus « normal ». Ces éléments ont tendance à renforcer le sentiment qui s'est développé pendant le mois et qui avait permis aux taux à dix ans du Trésor US de poursuivre la phase de détente enclenchée en fin de mois d'avril. Les anticipations sur l'évolution prochaine de la politique monétaire de la Fed n'ont pourtant pas été réellement affectées en juin, les Fed funds future sont en effet restés stables depuis deux mois à 5.25% (septembre) et 5% (décembre). Dans cet environnement, les marchés de taux semblent toutefois encore en position d'attente, malgré de légères détente observables dans toutes les régions depuis quelques semaines. La position encore intraitable de la Réserve fédérale y est certainement pour beaucoup et retient les investisseurs de prendre des positions longues dans les marchés obligataires.

La banque centrale américaine semble encore peu encline aujourd'hui à vouloir ajuster sa politique monétaire, malgré le flux croissant de données statistiques pointant vers un ralentissement

conjuncturel. Après avoir craint, probablement de manière excessive, que l'économie américaine ne réagirait pas à la hausse de taux et au durcissement des conditions monétaires, lorsque les statistiques de l'emploi et l'inflation se stabilisaient en avril, la Fed semble maintenant encore piégée par son positionnement attentiste. Pourtant, en soulignant souvent que sa politique monétaire évoluerait en fonction des statistiques publiées (« data dependant policy »), il semble aujourd'hui qu'elle reste encore positionnée sur un biais « neutre », alors que les signes de ralentissement se matérialisent pourtant de plus en plus nettement. Tandis que les données économiques surprennent plutôt à la baisse et que les signes de fléchissement de l'inflation s'accroissent, la Fed ne semble toujours pas prête à l'action.

Le découplage des politiques monétaires annoncé est donc désormais consommé par cette inaction et celle de la BoE, tandis que la BNS procédait déjà à sa deuxième baisse de taux directeurs et que la BCE et la BoC procédaient aussi en juin à un changement de politique plus accommodante en abaissant leurs taux de 0.25%. Le flux de statistiques est déjà suffisant pour constater le ralentissement en cours, notamment si l'on considère que les éléments « lagging » ou « sticky », qui freinaient une poursuite de la baisse de l'inflation, sont désormais en train de glisser et de contribuer positivement à la baisse des mesures d'inflation. La Fed et la BoE devraient réévaluer leurs positions pour ajuster leurs politiques, sans attendre une dégradation ultérieure, qui pourrait se produire dans le cas contraire.

Dans ce contexte, les marchés obligataires ont encore été influencés par l'absence de déclarations nettes des banquiers centraux évitant soigneusement d'annoncer des futures politiques monétaires plus souples. Sans grandes convictions, les marchés de taux ont donc plutôt enregistré des performances négatives sur le trimestre (-1.1%) et se sont enfoncés dans le rouge sur six mois (-3.16%). L'immobilier titrisé a suivi la même tendance amplifiée par les risques posés par une éventuelle récession en perdant -2.34% dans le même temps et -3.83% depuis le début de l'année. Les marchés actions restent les grands gagnants du trimestre (+2.63%) et du semestre (+11.75%), tandis que les matières premières consolident (+0.65%) leurs gains sur six mois (+11.08%). Sur le plan des devises, la faiblesse pronostiquée du franc s'est essentiellement concrétisée au 1er trimestre et a été suivie d'une volatilité sans effet majeur sur le niveau du franc en fin de période contre le dollar (+6.82%), euro (+3.65%) et autres principales devises pendant le semestre. Nous estimons que le scénario conjuncturel de ralentissement modéré et d'une reprise au second semestre devrait encore être accompagné d'un cycle baissier des taux directeurs et des taux d'intérêt qui sera favorable aux actifs financiers en deuxième partie d'année 2024.



Alain Freymond
Associé & CEO
BBGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- L'inflation se rapproche des objectifs des banques centrales
- Convergence des nouveaux cycles d'assouplissement des politiques monétaires
- Résilience économique et croissance modérée
- Environnement encore favorables pour les marchés financiers

L'inflation se rapproche des objectifs des banques centrales

Au cours de ce premier semestre, l'évolution de l'inflation a encore été un facteur essentiel et déterminant pour l'appréciation des risques dans les marchés financiers. Lorsque les indices de prix à la consommation notamment aux Etats-Unis ont perdu un peu de leur momentum à la baisse au premier trimestre, le sentiment général dans les marchés obligataires en particulier s'est rapidement dégradé avec comme impact rapide une nouvelle tendance à la hausse des rendements. Le début d'année était ainsi marqué par un retour des incertitudes sur les perspectives futures de baisse de l'inflation remettant en question la probabilité que celle-ci diminue et se rapproche des objectifs de la Fed. Cette pause dans le déclin de l'inflation s'est aussi concrétisée dans d'autres régions, en Europe et aux Royaume-Uni notamment, poussant les courbes de rendements vers le haut. Plus récemment, les mesures d'inflation dans les pays développés ont à nouveau montré quelques améliorations encourageantes, en particulier dans les secteurs des services, dont on espérait des signes de ralentissement, qui commencent enfin à se matérialiser. L'inflation mensuelle de mai aux Etats-Unis s'est ainsi avérée meilleure qu'attendu en affichant une progression de seulement +0.006%. C'est désormais la 3ème baisse mensuelle consécutive du niveau de progression de l'inflation, qui est maintenant clairement inférieure aux données qui avaient inquiété les marchés en février (+0.4%). Le chiffre de mai voit ainsi l'inflation à son plus bas niveau mensuel depuis mai 2020 (-0.1%). La composante des services, qui contribuait encore négativement au CPI en janvier par une progression de +0.4%, a régulièrement décliné au cours des quatre derniers mois pour ne représenter plus qu'une contribution de +0.134% en mai. Dans cet environnement de ralentissement conjoncturel observable, l'indicateur privilégié de la Réserve fédérale, l'indice PCE core a poursuivi son déclin en mai pour tomber à +2.56% sur un an, tandis que l'indice PCE global chutait aussi à +2.56% et s'approchaient tous deux plus nettement de l'objectif de +2% de la banque centrale.

En zone euro, l'inflation s'est stabilisée entre mai et juin en réalisant de petites hausses de à peine +0.2%. Ces développements positifs sont de nature à rassurer les observateurs, qui s'étaient inquiétés des progressions supérieures à +0.5% en février, mars et avril. L'indice des prix à la consommation dans la zone euro a de ce fait progressé en juin de +2.5% sur un an suggérant clairement une très nette stabilisation de l'inflation depuis le mois de novembre 2023. Depuis plus de deux trimestres, l'inflation globale en zone euro est donc proche de l'objectif de +2% de la BCE. L'inflation en zone euro devrait selon nous encore fléchir, au cours des prochains mois, mais au niveau actuel elle correspond déjà à la prévision d'inflation de la BCE pour l'ensemble de l'année qui est désormais de +2.5%. Au Royaume-Uni, l'inflation avait atteint un top de +11.1% en octobre 2022, ce qui constituait l'une des pires évolutions des prix des pays industrialisés, elle a depuis plongé et a atteint l'objectif de 2% de la BoE. La décélération des prix est donc à nouveau en marche et soutenue par les développements plus positifs dans le secteur des services.

Ces nouvelles tendances observables dans la plupart des pays devraient, selon nous, se maintenir au 2ème semestre et permettre aux divers indices de prix de s'approcher un peu plus encore des objectifs des banquiers centraux. Le ralentissement dans le secteur des services devient l'une des principales variables soutenant désormais la poursuite de la baisse des indices de prix.

Convergence des nouveaux cycles d'assouplissement monétaire

La composition du trio de tête des banques centrales ayant déjà engagé leurs politiques monétaires sur la voie d'un assouplissement au 30 juin est l'une des principales surprises des derniers mois. En effet, les principaux acteurs ne sont finalement pas ceux auxquels on pouvait penser en début d'année. A ce moment, la Réserve fédérale était effectivement perçue comme la toute première banque centrale à devoir ajuster sa politique de taux. Elle devait même procéder à six baisses de taux directeurs en 2024, menant clairement le mouvement global dans les pays développés. Elle devait ensuite être suivie par la Bank of England et la BCE. Au lieu de cela, quelques mois plus tard, on constate une situation évidemment très différente. La BNS a de fait été la première des banques centrales à enclencher une politique plus accommodante en baissant ses taux de -0.25% dès le mois de mars, suivie par la BCE et la BoC en juin. Le pivot de la Fed a de son côté progressivement été reporté d'au moins six mois à décembre 2024, tandis que celui de la BoE n'est plus attendu avant la fin du 3ème trimestre. Alors que les risques de récession touchaient la plupart des pays développés en tout début d'année, les perspectives ont évolué dans le sens d'une plus grande hétérogénéité des trajectoires de croissance des PIB et de l'inflation. Pourtant, l'évolution récente de l'inflation en particulier montre un chemin similaire dans ces pays, bien qu'encore relativement différente en ce qui concerne la proximité des taux d'inflation observés aux objectifs des banques centrales. Néanmoins, on devrait toutefois assister à une nouvelle convergence des indices de prix dans les prochains mois.

Le 2ème trimestre a donc été caractérisé par des politiques divergentes, alors même que finalement les tendances inflationnistes pointaient de plus en plus vers la même direction. En Suisse, la BNS observait le déclin des indices de prix et leur stabilisation autour de +1% pour mettre en œuvre son changement de stratégie. Au cours des prochains mois, malgré l'affaiblissement du franc et les risques potentiels d'une petite inflation importée, celle-ci devrait rester très en dessous de son objectif de +2%. Elle baissera donc sans doute une nouvelle fois ses taux directeurs en septembre de -0.25%. En zone euro, la présidente de la BCE semble toujours vouloir donner un message de prudence en relevant qu'après cette première baisse de -0.25% en juin, la BCE prendra le temps d'évaluer les données économiques et les opportunités de procéder à de nouvelles réductions des taux directeurs dans les mois à venir, tout en rappelant que l'institution estime que le prochain déclin vers l'objectif de +2% pourrait prendre du temps et n'être atteint qu'en 2025. Pas de baisse probable des taux de la BCE en juillet selon nous, mais cela reste ouvert pour la séance du 12 septembre. Au Royaume-Uni, le CPI a glissé à tout juste +2% en mai, mais l'inflation hors alimentation et énergie reste en retard avec une progression toujours supérieure à +3.5%. La composante des services baisse, mais reste encore élevée (+5.7%). Le niveau actuel des taux directeurs en relation avec le CPI pourrait tout de même justifier une action de la BoE dès le mois d'août, mais plus probablement lors de la séance du 19 septembre. Finalement, les nouvelles un peu plus positives aux Etats-Unis sur le front de l'inflation dans le secteur très observé des services est sans doute l'un des principaux facteurs pouvant appuyer sur les chiffres d'inflation des prochains mois. Nous prévoyons que la Fed devrait dans ce cas débiter son cycle de normalisation des taux d'intérêt en abaissant ses taux en septembre à moins d'une surprise favorable le 31 juillet.

Résilience économique et croissance modérée

L'économie américaine est en phase de ralentissement progressif après un premier trimestre très inférieur aux attentes, le deuxième devrait s'inscrire également dans un rythme réduit de +1.5% annualisé, sensiblement en dessous de sa croissance historique moyenne. En Europe, la zone euro comme le Royaume-Uni semblent avoir aussi évité une récession et on déjà repris un chemin de croissance positif, mais à un rythme très modeste. Le début du 2ème semestre semble pour l'instant aussi marqué par des indicateurs avancés encore très incertains dans la plupart des régions. Les consommateurs réagissent finalement à la pression des taux d'intérêt élevés et ajustent leur niveau de consommation dans un climat de confiance en déclin et altéré notamment par la baisse de leur pouvoir d'achat réel. L'évolution de l'inflation attendue au 2ème semestre ainsi que des politiques monétaires enfin plus constructives devraient à terme favoriser une reprise de la demande des ménages si importante dans la constitution des PIB. La baisse des coûts de financement qui se profile 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 reprise progressive de la dynamique conjoncturelle. Le 2ème semestre devrait donc être un peu plus solide que le précédent. 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 et en début d'année 2024, le creux du cycle a sans doute déjà été atteint pendant les derniers mois, une croissance positive mais modérée semble être à nouveau le scénario de base pour le 2ème semestre.

Ajustement à la baisse des courbes de rendement

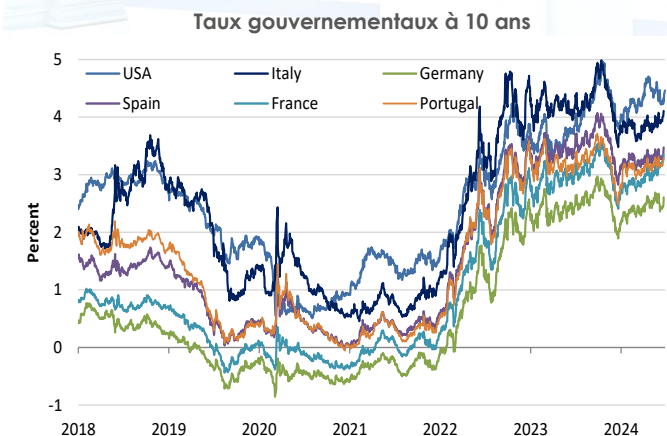
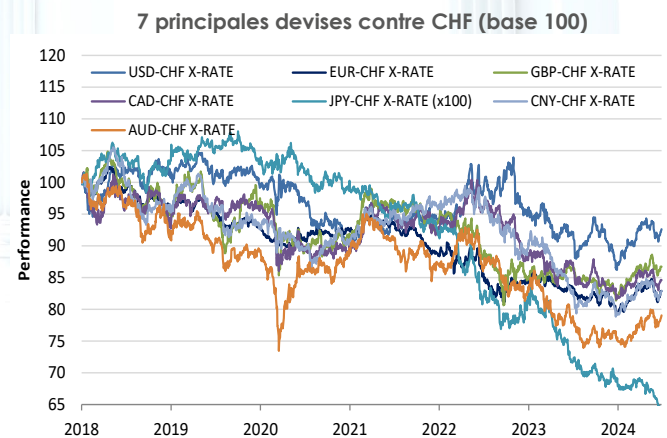
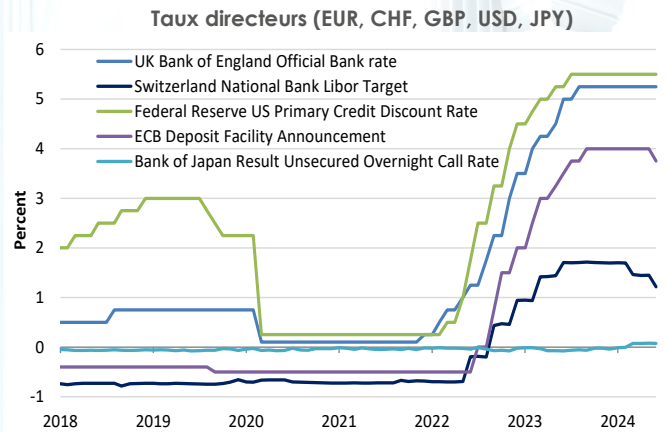
L'inversion actuelle des courbes de rendement tant aux Etats-Unis qu'en Europe est essentiellement due aujourd'hui au niveau élevé des taux directeurs et par conséquent de la partie courte des courbes de taux, totalement lié à la politique de lutte contre l'inflation des banques centrales. Le succès actuel de ces politiques semble indéniable mais n'a pas encore tout à fait atteint la finalité recherchée puisque les mesures d'inflation sont parfois proches sans être exactement dessus l'objectif fixé. Cependant, la plupart des banques centrales décideront d'assouplir leurs politiques avant même de constater la chute de l'inflation à +2%. Dans un contexte caractérisé par la normalisation des politiques monétaires dès le mois de juin 2024 tout au moins en zone euro, au Canada et en Suisse. Les parties courtes devraient déjà pouvoir être abaissées d'environ 25 pnb en Suisse et de 50pnb en zone euro et au Canada au cours des six prochains mois. La partie courte des courbes de taux aux Etats-Unis et au Royaume-Uni sont encore élevées d'un point de vue relatif et pourraient donc profiter de déclin potentiellement plus élevés à court terme et peut-être plus durable en 2025. Mais sans un retour surprise de l'inflation, le chemin semble clair.

En prenant l'hypothèse unique et arbitraire de taux d'inflation approchant finalement les objectifs des banques centrales à plus ou moins brève échéance et en considérant également de manière simplificatrice et arbitraire que les taux directeurs pourraient alors s'ajuster de la même manière dans tous les pays concernés légèrement au-dessus de ces niveaux d'inflation, soit à 2.5% par exemple, on constaterait une tendance baissière pour les taux américain de 300 pnb, de 275 pnb pour les taux britanniques, de 225 pnb pour les taux canadiens et de 175 pnb pour les taux européens.

Une normalisation théorique similaire et arbitraire des courbes de taux, qui passeraient de pentes inversées à des pentes légèrement positives d'environ 50 pnb entre les taux courts et les maturités de 10 ans suggérerait des déclin significatifs pour les obligations gouvernementales au cours des prochains trimestres synonymes de plus values importantes dans plusieurs cas. Les rendements à dix ans pour le Trésor américain pourraient ainsi glisser de 4.4% aujourd'hui à 3% (-140 pnb), le déclin serait de 4.15% à 3% soit -115 pnb pour les taux britanniques, alors qu'on observerait même une hausse de 2.5% à 3% des taux en zone euro et un impact négatif en valeur. A moyen terme cependant, nous estimons que même la zone euro profitera de l'environnement général de détente des taux d'intérêt pour retrouver temporairement des rendements à dix ans proches de 2%.

Environnement encore favorable pour les marchés financiers

Le scénario conjoncturel de ralentissement puis de croissance modérée au 2ème semestre sera accompagné de statistiques positives sur le front de l'inflation au cours des prochains mois. La normalisation attendue des politiques aura un impact positif sur les courbes de taux et les coûts de financement. Mais ce contexte affectera surtout positivement les niveaux de valorisation des actifs financiers et offrira une meilleure visibilité aux investisseurs en termes de perspectives économiques, boursières et financières. Ce contexte globalement moins incertain devrait soutenir l'intérêt des investisseurs et notamment de ceux en quête d'opportunités de réinvestissement des liquidités laissées à court terme dans l'attente d'une amélioration des conditions d'investissement. 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. L'environnement pour les actifs financiers nous semble donc en voie d'amélioration pour toutes les classes d'actifs incluant les matières premières favorisées par la reprise conjoncturelle prévue.



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Vue Globale

- Croissance mondiale légèrement révisée à la hausse
- Ralentissement du PIB américain entre +1.5% et +2%
- Retour de la croissance mais à un rythme réduit en zone euro
- La faiblesse du franc peut soutenir la conjoncture en Suisse
- Le Royaume-Uni reprend une croissance positive modérée
- Amélioration possible au 3ème trimestre pour l'économie japonaise

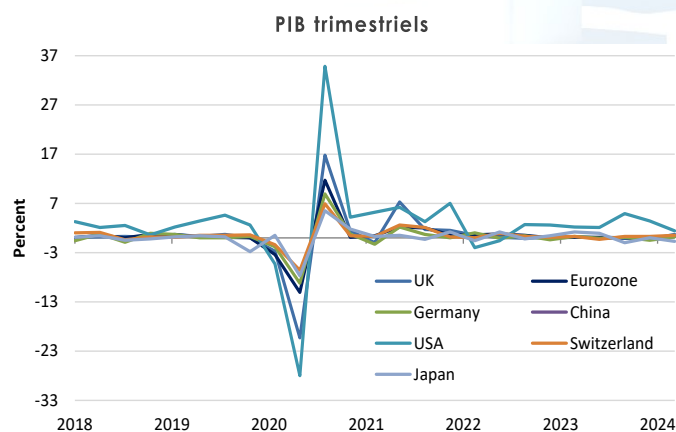


Croissance mondiale légèrement révisée à la hausse

Le 1er trimestre de l'année 2024 s'est bouclé sur une croissance du PIB mondial supérieure aux attentes et en sensible progression par rapport au PIB de fin d'année. La croissance de la valeur ajoutée mondiale de +3.6% à la fin mars est en effet supérieur au résultat de +3% obtenu en fin d'année 2023. Au cours des derniers mois, la résilience de la zone euro, le rebond du Royaume-Uni, une croissance toujours soutenue mais modérée aux Etats-Unis, mais surtout une dynamique exceptionnelle en Inde (+8.2%) et en Chine (+5.3%), mais aussi dans l'ensemble des pays émergents (+4.5%) ont contribué à ce résultat.

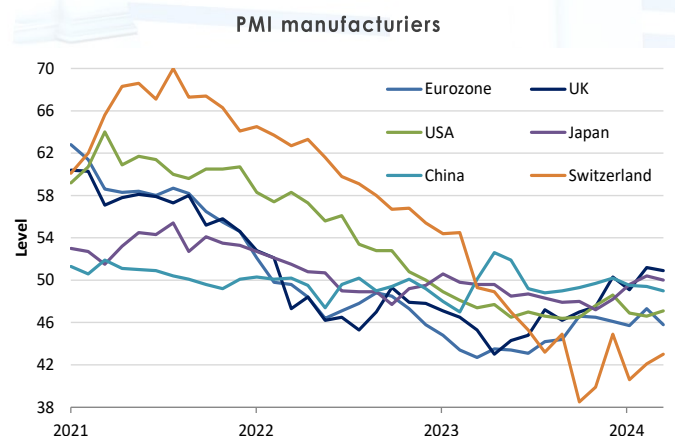
Il apparaît désormais que les risques et les anticipations de récession potentielles aux Etats-Unis, comme dans divers pays européens étaient surestimés en fin d'année 2023. L'évolution plus encourageante de l'inflation ces derniers mois dans la plupart des pays industrialisés devrait notamment contribuer 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 de politiques monétaires déjà enclenché au 2ème trimestre dans certains pays et qui devrait aussi être mis en œuvre au 3ème trimestre au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

Les indicateurs avancés pointent pourtant dans les pays développés sur un tassement de l'activité et sur un niveau de croissance modéré et inférieur à la moyenne historique. La contribution de l'Inde, de la Chine et des émergents dans la croissance mondiale sera dès lors plus déterminante. Une faiblesse pendant l'été sera sans doute suivie d'une reprise en fin d'année. La croissance mondiale restera légèrement supérieure à +3% en 2024 avant qu'une nouvelle convergence des cycles économiques régionaux n'autorise une relance conjointe plus importante en 2025.



Ralentissement du PIB américain entre +1.5% et +2%

Notre scénario central privilégiait en début d'année un ralentissement progressif de l'économie américaine qui est bel et bien en train de se concrétiser. Après deux années de politique monétaire de plus en plus restrictive, l'économie montre finalement des signes de faiblesse. Douze mois de taux directeurs bloqués à 5.5% et une hausse des coûts de financement ayant porté les taux hypothécaires à 7% et les taux sur les cartes de crédit à 24.8%, la consommation et l'investissement sont finalement en phase de ralentissement. Les inscriptions récurrentes au chômage atteignent leur plus haut niveau depuis la fin 2021, les commandes de biens en capital sont en baisse en mai, alors que le déficit commercial atteint 100 milliards de dollars. Si effectivement la politique monétaire américaine devait rester restrictive avec des taux inchangés pendant encore six mois, le risque d'un ralentissement plus net et potentiellement plus profond de l'économie serait clairement plus élevé. Les surprises économiques ont plutôt été négatives au cours des derniers mois, en partie en raison de la faiblesse du marché immobilier suggérant que les anticipations de croissance sont peut-être trop optimistes. Du côté des indicateurs ISM, les dernières statistiques concernant les services ont tourné à la baisse notamment avec une chute de 53.8 à 48.8 de l'ISM Services. L'indicateur ISM de l'emploi déjà négatif glisse encore de 47.1 à 46.1 en juin. Le déclin est assez généralisé ce qui suggère clairement que la dynamique économique est bien en train de ralentir. Aussi bien l'activité présente, que la composante des nouvelles commandes, en chute de 54.1 à 47.3 en un seul mois, sont désormais en contraction pour la première fois depuis 2020 et 2022. Les indices PMI ne confirment toutefois pas encore ce coup d'arrêt potentiel de la croissance américaine et montrent encore une image relativement sereine de l'activité prochaine. L'indice PMI global progresse même de 54.6 à 54.8, sous l'impulsion du PMI des services toujours élevé (55.3), malgré un indice PMI manufacturier légèrement en baisse à 51.6. L'indice de confiance des consommateurs glisse encore en juin de 102 à 100.4 suggérant aussi un tassement prochain de la consommation. Les perspectives de croissance pour 2024 sont désormais comprises entre +1.5% et +2% aux Etats-Unis, alors que la Réserve fédérale attend une hausse de +2.1%.



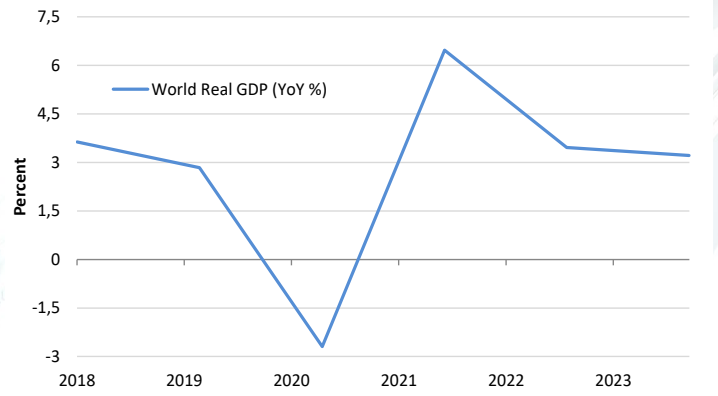
Retour de la croissance mais à un rythme réduit en zone euro

La prévision de la BCE pour la croissance du PIB en 2024 a été relevée de +0.6% à +0.9% ce qui impliquerait plutôt une baisse du momentum dans les prochains trimestres par rapport au résultat déjà enregistré au 1er trimestre 2024. L'économie européenne devrait pourtant, selon nous, profiter d'un ajustement de l'inflation plus rapide qu'escompté par le consensus et être également soutenue par l'introduction dès le mois de juin d'une politique monétaire à nouveau plus accommodante. La baisse de l'inflation continuera de réduire la pression sur les revenus réels des ménages, renforçant directement leur capacité de consommation. La baisse des taux aura également un impact additionnel sur la confiance des ménages et des entreprises qui stimulera la demande. Au cours des prochains mois, la demande intérieure devrait donc se renforcer par une reprise de la consommation privée et par une relance des investissements. Notre scénario central pour le second semestre privilégie donc désormais une progression de la dynamique de la consommation soutenant une hausse du PIB de +0.3% par trimestre jusqu'en fin d'année. Sur un an, le PIB réel de la zone euro pourrait donc s'afficher à +1.1%. Le début du 2ème trimestre semble pourtant avoir déjà été un peu plus faible qu'attendu du côté de la production industrielle, qui a légèrement glissé de -0.1% et de -3% sur un an. Cela dit, nos perspectives de reprise sont plutôt soutenues par une meilleure tenue du secteur des services et de la consommation qui devrait suffire à soutenir la progression attendue au 2ème semestre. Les dernières publications des indicateurs avancés PMI pour le mois de juin annoncent encore une faiblesse conjoncturelle toujours liée à des conditions difficiles dans le secteur manufacturier dont le PMI a replongé en juin à 45.8 après avoir pourtant connu une reprise en mai à 47.3. Celui-ci reste très en dessous de son seuil de croissance de 50, qu'il avait quitté en juin 2022. Les conditions sont encore assez différentes pour le secteur des services, qui est toujours au-dessus de 50 et qui suggère une reprise probable de l'activité. L'indicateur composite s'est stabilisé en juin à 50.9 et suggère que l'économie de la zone euro est certainement en phase de reprise conjoncturelle modérée et soutenue par les services, mais que la relance reste fragile. Les indicateurs avancés en Allemagne montrent une image relativement positive avec un indice composite soutenu par le secteur des services et toujours tiré vers le bas par une situation encore délicate du côté manufacturier. Globalement, les derniers développements positifs observés sur le front de l'inflation et des taux auront dans les prochains mois des effets positifs sur la confiance des ménages, la demande et sur les indicateurs avancés pendant l'été.

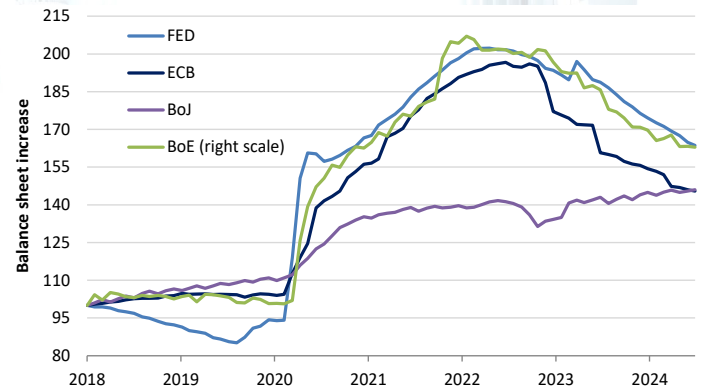
La faiblesse du franc peut soutenir la conjoncture en Suisse

La croissance du PIB suisse montre une nouvelle fois une certaine résistance de notre économie nationale dans un contexte international toujours très hésitant. L'économie suisse a en effet progressé une nouvelle fois en début d'année d'environ +0.6%/an, montrant une étonnante régularité de la dynamique dans notre pays. En fin d'année, la croissance sur trois mois avait déjà été de +0.3%, le tassement de l'activité aux Etats-Unis et une quasi stagnation en Europe n'ont donc pas réellement pénalisé la performance de notre économie encore en ce début d'année. La croissance du PIB annoncée par le SECO s'inscrit dans une tendance de progression inférieure à la moyenne il est vrai, mais de l'ordre de +0.3%/trimestre depuis deux ans, à l'exception du coup d'arrêt temporaire de juin 2023 en baisse de -0.3%. Nous estimons en début d'année que la conjoncture suisse était extrêmement fragilisée par la force du franc et par les risques croissants de fléchissement des exportations. Désormais, avec l'affaiblissement constaté au 1er trimestre, cette variable devrait devenir plus neutre. Alors que le consensus des prévisionnistes estime que la croissance du PIB sera de +1.2% en 2024, nos prévisions sont à peine plus optimistes (+1.3%) et dépendent en partie d'une poursuite de la faiblesse du franc et sur une reprise économique internationale en deuxième partie d'année. Les dernières semaines n'ont pourtant pas confirmé ces deux éléments, qui pour l'instant montrent plutôt une reprise du franc suisse et une faiblesse de l'économie mondiale.

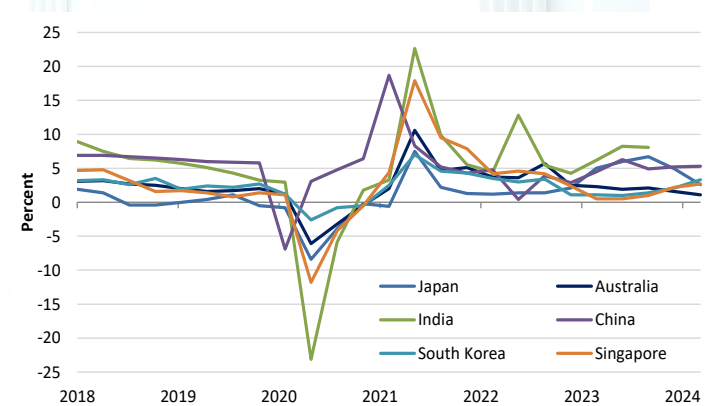
Croissance réelle de l'économie mondiale



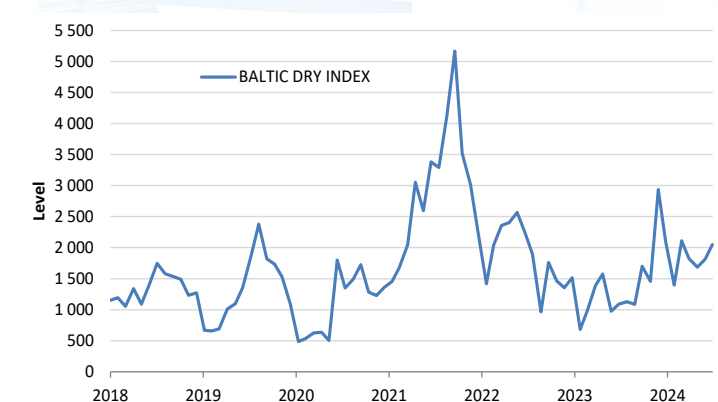
Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)



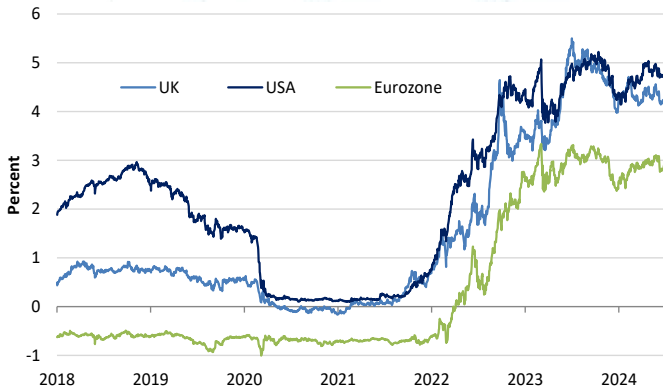
Baltic Dry Index



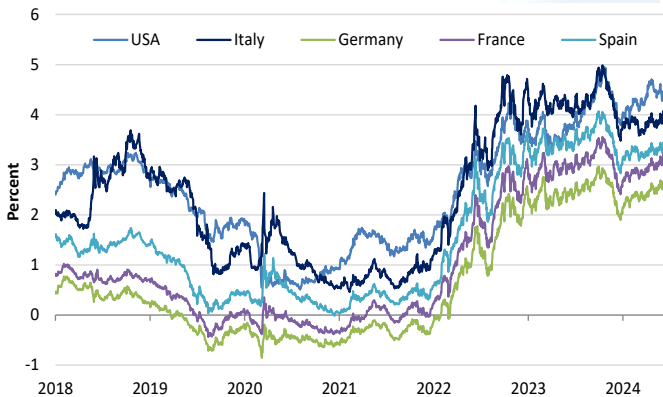
Le Royaume-Uni reprend une croissance positive modérée

Une croissance plus forte qu'attendue du PIB au 1er trimestre marque certainement le début d'une reprise économique au Royaume-Uni. Celle-ci devrait être soutenue au cours des prochains mois par une conjonction un peu plus favorable de divers facteurs et notamment par un changement probable de politique monétaire de la BoE. Cela dit, après une telle embellie, il est probable que la dynamique économique se tasse légèrement au 2ème trimestre, comme le suggère déjà en partie la stagnation du PIB mensuel du mois d'avril (0%) qui fait suite à une hausse de +0.4% en mars. Les segments production et construction ont enregistré des contributions négatives, compensées par l'évolution positive des services. La chute de -1.4% du segment manufacturier, comme l'évolution négative de la consommation sont en partie dus aux conditions météorologiques exceptionnelles. Le 2ème trimestre sera certainement en croissance, mais les niveaux encore élevés des taux devraient continuer à freiner toute accélération de la conjoncture avant l'été. La reprise sera sans doute graduelle et fragile, mais elle devrait être aidée par des développements réjouissants sur le front de l'inflation. Rappelons que l'indice CPI est passé en mai en dessous du seuil objectif de la BoE de 2% en surprenant un bon nombre de prévisionnistes. Au-delà du 2ème trimestre, la perspective de baisse de taux d'intérêt de la part de la BoE nous semble réelle et soutenue par la baisse des indices de prix à la consommation et à la production. Nous estimons que le comité de politique monétaire pourrait déjà abaisser ses taux directeurs lors de sa prochaine réunion du mois d'août. Le cycle de baisse de l'inflation peut encore se développer et abaisser l'indice CPI en dessous de +2% malgré une prévision de la BoE d'une progression globale de +2.5% en 2024. Pour l'année 2024, la croissance du PIB attendue devrait finalement être quelque peu supérieure à nos précédentes prévisions et atteindre +0.8%. Si l'inflation poursuit sa tendance à la baisse et si la BoE se décide à changer sa politique monétaire suffisamment tôt, le 2ème semestre devrait contribuer à accroître encore un peu plus le rythme de croissance estimé aujourd'hui. L'économie britannique devrait, selon nous, progresser de +0.4% ce trimestre et enregistrer deux nouvelles progressions de +0.3% au cours des deux prochains trimestres.

Taux gouvernementaux à 2 ans



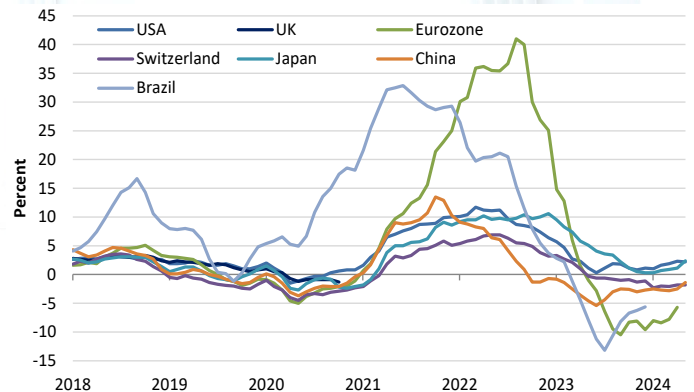
Taux gouvernementaux à 10 ans



Amélioration possible au 3ème trimestre pour l'économie japonaise

Le PIB japonais reste plus que jamais trop dépendant de la demande internationale, tandis 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 résiliente et qui n'a que peu de chances de diminuer rapidement dans le contexte actuel. La baisse du yen renforce les risques d'inflation importée posant un problème à la banque centrale, qui ne peut effectivement pas lutter efficacement contre la progression de l'inflation en durcissant sa politique monétaire au risque de plonger encore plus l'économie dans la récession. 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. La consommation est ainsi en berne et ne peut être aisément stimulée. Les ménages ont utilisé une partie croissante de leur revenu pour maintenir leur niveau de consommation depuis la crise du Covid, comme le suggérait déjà l'effondrement du ratio d'épargne trimestriel de 20% pendant le Covid à -0.3% en fin d'année 2023. Désormais en 2024, en moyenne, les ménages japonais ne sont plus en mesure d'épargner. Cette situation extrême ne s'est produite qu'une seule fois auparavant pendant la période 2013-2014 soulignant de ce fait l'extrême gravité de la situation des ménages japonais. Il en va de même de la situation des entreprises, qui se montrent très hésitantes à procéder à de nouveaux investissements. Le Japon semble avoir besoin plus que jamais d'une reprise de la demande mondiale et notamment une relance économique de la Chine, pour contrer le fléchissement de la demande intérieure. Cette évolution de la dynamique chinoise peine à se concrétiser, malgré les mesures de soutien conjoncturel prises par le gouvernement chinois. La demande mondiale est en phase de ralentissement, alors que certains pays européens luttent pour éviter une entrée en récession. Nous n'envisageons pas de forte reprise potentielle de la demande internationale et de la consommation domestique à court terme. La croissance du 2ème trimestre devrait donc rester faible, mais elle pourrait malgré tout s'avérer très légèrement positive.

Inflation - Indices CPI



Inflation - Indices PPI

