

Stratégie d'investissement

Septembre 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
31-33 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 croissance du PIB mondial en 2025 va supporter une hausse générale des matières premières

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Un trimestre positif pour toutes les classes d'actifs
- Baisse de l'inflation et diminution des tensions dans le marché de l'emploi
- La Réserve fédérale entame finalement son cycle et rejoint la BNS, la BCE et la BoE
- La baisse des taux annonce une amélioration graduelle des coûts de financement
- Liquidité plus abondante et facteurs d'actualisation plus bas en 2025
- Perspectives positives pour les actifs financiers à l'horizon 2025

L'été aura été propice aux marchés financiers et aux principales classes d'actifs traditionnelles, obligations, actions et immobilier côté. Sur le plan domestique suisse comme à l'international, toutes ces classes d'actifs ont enregistré des performances positives s'échelonnant entre +2.03% et +16.03% offrant aux investisseurs des raisons de se réjouir. Au cours de ces trois mois, la volatilité n'a pourtant pas été absente, notamment en début août lorsque le dénouement des positions spéculatives de « carry trade » sur le yen avaient provoqué une chute de -20% du Nikkei en trois jours et de -10% du Nasdaq dans le même temps. L'indice de volatilité VIX bondissait de 16% à 38% reflétant l'inquiétude extrême des investisseurs face à cette situation. Mais sur une base mensuelle, force est de constater que chaque mois s'est finalement terminé sur des performances positives. Le trimestre se boucle donc sur une suite de trois périodes successives de résultats mensuels positifs pour ces trois classes d'actifs. Après neuf mois, toutes les classes d'actifs sont en hausse depuis début 2024. Si depuis le début de l'année les marchés obligataires suisses et internationaux enregistrent désormais une progression appréciable d'environ +3.99% et respectivement +3.6%, les placements immobiliers suisses et internationaux ont également enfin profité de la baisse des taux pour bondir de +9.83% et +11.59%. En ce qui concerne les actions, les progressions sont encore supérieures et s'établissent à +11.47% et +18.86%.

Parmi les facteurs spécifiques ayant permis cette évolution notons tout d'abord le changement de position de la BCE et de la BoE qui ont finalement suivi la BNS en mettant elles aussi en juin un terme à leurs politiques monétaires restrictives initiées en 2022. Après une longue phase d'attente de plusieurs trimestres, ces banques centrales enclenchaient donc également une politique d'assouplissement monétaire longtemps attendue par les investisseurs par des baisses de 0.25%. Le début du trimestre débutait donc sur une nouvelle certitude, la liquidité serait progressivement de retour et les coûts de financement de tous les agents économiques pourraient à nouveau enfin se détendre. Principale ombre majeure à ce tableau, l'absence de la Réserve fédérale dans le groupe des banquiers centraux prêts à relâcher la bride de la politique restrictive. Elle s'est en effet abstenue lors de sa réunion en juillet de changer de position et a finalement attendu deux mois de plus pour agir en septembre par une action plus décisive de « rattrapage » de 50 pbb.

Sur le plan macroéconomique, les chiffres d'inflation ont été rassurants dans la plupart des régions en pointant de plus en plus vers une poursuite de la baisse des tensions à des taux proches des objectifs des banques centrales et peut-être même en dessous dans un horizon temps de quelques mois. Des données mensuelles proches de zéro voir négatives dans certains cas ont ainsi largement contribué au sentiment de confiance dans les marchés. Les statistiques du marché du travail américain, montrant une normalisation de la situation, sont également venues soutenir ce sentiment permettant d'espérer aussi un atterrissage en douceur de l'économie américaine. Les risques de récession se sont également éloignés et il devient désormais de plus en plus probable d'observer une croissance modérée, tant en Europe

qu'aux Etats-Unis, ce qui aura également des effets positifs sur les économies asiatiques notamment.

Les derniers jours du trimestre ont aussi vu quelques bonnes nouvelles du côté des autorités monétaires et gouvernementales chinoises. Nous avons déjà évoqués plusieurs fois au cours des derniers mois que nous nous attendions également à un élargissement des mesures de soutien conjoncturel de la part des autorités chinoises. En annonçant de nouvelles mesures de relance passant par la baisse de taux directeurs, la baisse du ratio de réserves des banques et d'autres actions les autorités ont obtenus des premiers effets immédiats sur la perception des investisseurs qui se sont précipités pour acquérir une nouvelle exposition aux actions chinoises en fin de trimestre.

De son côté, la banque centrale américaine a donné le signal d'un nouveau cycle de baisses de taux qui devrait amener les taux directeurs entre 3.25% et 3.5% à la fin de l'année 2025. Le cycle d'assouplissement monétaire est donc maintenant engagé et la projection des FOMC Dots median pour la fin 2025 est en conséquence abaissée à 3.375. Cet objectif suggère environ six baisses de taux au cours des quinze prochains mois. Mais du côté des FedFunds, le taux implicite pour la fin décembre 2024 de 4.32% est déjà abaissé à 3.25% pour la fin juin 2025. Sans surprise majeure et en maintenant un scénario de ralentissement modéré de la croissance américaine toujours supérieure à +2% annualisé au cours des trois prochains trimestres, nous estimons que le marché attend déjà six baisses de taux avant juin 2025.

Au chapitre des incertitudes, comment ne pas relever l'évolution de la situation au Moyen-Orient dont les risques d'embrasement semblent avoir très fortement augmentés en toute fin de trimestre et dont les implications sur les cours du brut peuvent avoir des effets importants sur la perception des risques inflationnistes.

Nous estimons que le scénario conjoncturel de ralentissement modéré reste le scénario principal à court terme. Cet environnement devrait être accompagné de baisses régulières de taux directeurs et d'une poursuite de la réduction des tensions inflationnistes déjà en place. En 2025, cette conjonction de facteurs positifs devrait renforcer la probabilité de reprise économique mondiale non inflationniste. La liquidité mondiale à nouveau en croissance favorisera également toutes les classes d'actifs. Les matières premières toujours liées à la dynamique chinoise peuvent désormais compter sur une reprise de la demande favorable au cours.



Alain Freymond
Associé & CEO
BBGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- Le recul des tensions inflationnistes soutiendra la baisse des taux
- Les principales banques centrales en phase d'assouplissement monétaire
- Croissance du PIB mondial de +3.6% en 2024 et +4% en 2025
- Environnement encore favorables pour les marchés financiers

Le recul des tensions inflationnistes soutiendra la baisse des taux

A quelques mois de la fin de l'année 2024, le recul des tensions inflationnistes semble à nouveau regagner un peu de momentum et annonce sans doute une poursuite des tendances récentes dans la plupart des régions. Le facteur inflation a été en 2024, à nouveau, l'un des principaux facteurs d'appréciation des risques pour les marchés financiers. Le rebond temporaire au 1er semestre des indices de prix avait largement contribué à repousser les anticipations de changement de politiques monétaires, pourtant très espérées et attendus par les investisseurs. Les banquiers centraux eux-mêmes s'interrogeaient sur les risques de relance des prix et hésitaient à croire que la tendance lourde resterait en place et se manifesterait à nouveau rapidement. Il n'en fallait pas plus pour que les investisseurs se mettent à repousser à décembre l'échéance du pivot de la Réserve fédérale, par exemple, et poussent ainsi les taux à nouveau à la hausse pour quelques mois. Le recul des tensions inflationnistes s'est à nouveau mis en marche au 2ème trimestre, avec un CPI en territoire négatif sur le mois de mai (-0.1%). La baisse des tensions a ensuite pu également se concrétiser dans le secteur des services, renforçant dès lors la probabilité de baisse des indices globaux. Au cours des derniers mois, l'inflation a encore reculé pour s'approcher des objectifs des banquiers centraux. Aux Etats-Unis, une certaine normalisation du marché de l'emploi contribue aussi à la diminution des risques. Le CPI moyen des quatre derniers mois n'est que de 0.075%. L'indice PCE global à +2.2%, considéré comme l'une des meilleures mesures par la Réserve fédérale est désormais aux portes de son objectif et pourrait rapidement glisser vers +1.8% dans les prochains mois.

La situation est très similaire en zone euro, où l'inflation est aussi tombée à +2.2% en août sur un an et +0.1% sur le mois, avec une très faible dispersion des contributions par segment. En septembre, l'inflation dans trois principaux pays de la zone euro a largement glissé en dessous des attentes avec notamment une croissance des prix faibles en Italie (+0.8%), en France (+1.5%) et en Allemagne (+1.8%). L'indice CPI global pourrait bien devenir négatif dans les prochains mois et terminer l'année également en dessous de l'objectif de la BCE.

Au Royaume-Uni, l'inflation a également chuté +2.2%, mais l'indice hors alimentation et énergie reste plus élevé à +3.6% sur un an et la composante service ne parvient pas encore à véritablement fléchir. La décélération des prix est tout de même toujours en place et devrait également glisser en dessous de +2% prochainement. En Asie, particulièrement en Chine, l'évolution des indices de prix montrait déjà un risque de déflation en début d'année et se stabilise depuis légèrement au-dessus de 0%. Finalement, au Japon l'inflation est également en très net recul et s'affiche tout juste à +2%. Hors alimentation et énergie, le niveau des prix est tout juste en hausse de +1.9%.

On constate donc en ce début de 4ème trimestre 2024 que l'inflation est de plus en plus sous contrôle dans toutes les principales régions après un cycle global de politiques monétaires restrictives engagé en 2022 par la plupart des banques centrales. En l'absence d'un nouveau choc externe issu de la survenance d'un risque géopolitique majeur affectant par exemple les cours du brut, nous estimons que les tendances inflationnistes sont en phase de déclin durable. Les risques inflationnistes semblent donc faibles à un horizon de quelques trimestres tout au moins.

Les principales banques centrale en phase d'assouplissement monétaire

Le mois de septembre aura enfin été le témoin du changement tant attendu de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine. La banque centrale américaine a finalement considéré que le moment était venu d'abaisser ses taux directeurs et d'enclencher le pivot de sa politique en septembre, après quelques statistiques finalement meilleures, tant sur le front de l'inflation que sur celui du marché de l'emploi. 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 essentiellement mis en œuvre en 2022 et au premier semestre 2023, elle semble aujourd'hui prête à envisager qu'elle aurait déjà pu abaisser ses taux directeurs pour la première fois lors de sa réunion de juin. En abaissant ses taux de 50 pnb, elle décide d'effacer ses deux dernières hausses de mai et juillet 2023, mais elle reconnaît, selon nous, implicitement qu'elle aurait peut-être déjà pu agir en juin par une première baisse de 25pnb. Le cycle d'assouplissement monétaire est donc maintenant engagé et la projection des FOMC Dots médian pour la fin 2025 est en conséquence abaissée à 3.375. Cet objectif suggère environ six baisses de taux au cours des quinze prochains mois. Mais du côté des FedFunds, le taux implicite pour la fin décembre 2024 de 4.32% est déjà abaissé à 3.25% pour la fin juin 2025. Sans surprise majeure et en maintenant un scénario de ralentissement modéré de la croissance américaine toujours supérieure à +2% annualisé au cours des trois prochains trimestres, nous estimons que le marché attend déjà six baisses de taux avant juin 2025. La banque centrale américaine a donc fixé un nouveau cap de baisses de taux en 2025 en direction d'un objectif estimé entre 3.25% et 3.5%. Le président de la Fed avait souligné il y a quelques mois déjà qu'il était prêt à relâcher les rênes de sa politique si l'évolution des paramètres d'inflation le permettait et si le marché de l'emploi montrait des signes de ralentissement, c'est désormais le cas. Il mentionnait également qu'il n'attendrait pas de voir l'inflation chuter en dessous de son objectif technique de +2% et mettrait dans ce cas en œuvre l'assouplissement attendu. C'est également le cas, car l'inflation est bien en train de glisser, mais n'a pas encore atteint le seuil de +2%. Aujourd'hui l'inflation a effectivement baissé à +2.5% et +3.2% pour l'indice hors alimentation et énergie, ce qui reste éloigné de son objectif formel. Nous estimons que la Réserve fédérale abaissera le 7 novembre une nouvelle fois ses taux directeurs d'un incrément standard de 0.25% au lendemain des élections présidentielles américaines.

Avec l'arrivée des Etats-Unis dans le groupe des banques centrales ayant adopté une politique monétaire moins restrictive, les principales banques centrales sont désormais en mode d'assouplissement monétaire à l'exception du Japon. Compte tenu des perspectives de déclin de l'inflation au cours des prochains trimestres, nous considérons que la mise en œuvre de ces nouveaux cycles de politique monétaire vont être mis en place progressivement par les banquiers centraux pendant l'année 2025. Après avoir vécu et survécu à l'un des cycles de resserrement monétaire global les plus rapides, les économies développées et émergentes vont enfin pouvoir profiter de conditions de financement en phase de normalisation. Il aura fallu près de dix-huit mois à la Réserve fédérale pour remonter ses taux de 0.25% à 5.5% et onze hausses, l'année 2025 devrait logiquement être marquée par une succession de baisses régulières qui seront appliquées diversement par toutes les banques centrales.

Croissance du PIB mondial de +3.6% en 2024 et +4% en 2025

Le scénario macro économique global pour la fin de l'année 2024 et pour 2025 prend en considération assez largement les implications de nos prévisions de déclin de l'inflation et de mise en application de politiques monétaires de plus en plus accommodantes au cours des prochains trimestres. La résistance des économies développées dans un environnement caractérisé par des taux directeurs élevés pendant trois longues années de 2022 à 2024, peut être considérée comme particulièrement réjouissante. En effet, à l'annonce de la mise en œuvre des politiques restrictives en 2022, il n'était de loin pas certain que ces économies surmonteraient sans impact majeur les obstacles créés par ces politiques. La hausse des coûts de financement a globalement été massive, mais elle a été supportée finalement avec plus ou moins de succès par les différentes économies. Les risques de récession évoqués constamment pendant ces trois années ne se sont pas réellement matérialisés. A l'exception de très courtes périodes au Japon et au Royaume-Uni, en Europe, nous avons plutôt assisté à une stabilisation des PIB. Les Etats-Unis ont montré leur capacité exceptionnelle de réaction à l'adversité, en parvenant à enregistrer une croissance régulière sans réelle faiblesse, tout en évitant la récession pourtant annoncée par de nombreux économistes et stratèges. L'environnement attendu de baisses de taux directeurs, ainsi que la diminution des coûts de financement, tant pour la consommation que pour l'investissement immobilier ou productif, devrait désormais favoriser une relance conjoncturelle globale. Les prochains trimestres devraient donc également voir une augmentation du commerce international et une reprise des échanges. L'environnement macroéconomique devrait ainsi soutenir une évolution du PIB mondial de l'ordre de +3.6% en 2024 et de près de +4% en 2025 avec un soutien important des marchés émergents.

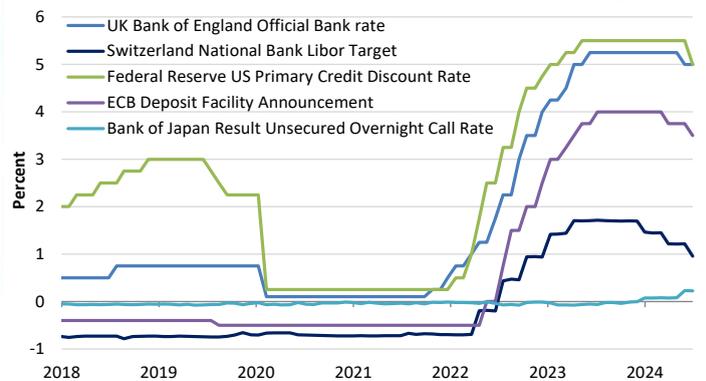
Aplatissement généralisé des courbes de rendement

Depuis la mise en œuvre des politiques monétaires restrictives en 2022, les taux à court terme ont progressé plus rapidement que les taux observés sur les plus longues échéances. L'amorce du déclin des taux d'inflation a certainement freiné la hausse des taux longs, mais le durcissement des conditions monétaires et des conditions de financement a été le principal facteur de renversement des courbes de taux. L'inversion toujours présente des courbes de rendement, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, est essentiellement aujourd'hui due 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. Avec l'assouplissement monétaire qui se met en place, les taux courts vont progressivement s'affaïssir. L'inversion de la courbe des taux a été perçue à tort comme un indicateur de récession prochaine. Force est de constater que cette analyse s'est avérée totalement erronée pendant cette période tout au moins. Nous n'avons jamais considéré que dans la crise que nous avons connue l'inversion de la yield curve était un indicateur de récession. Nous avons d'ailleurs fréquemment souligné au cours des trois dernières années que nos scénarios macroéconomiques n'accordaient que de très faibles probabilités à l'émergence d'une récession. Aujourd'hui, si l'inflation reste dans la trajectoire prévisible de baisse en dessous de +2%, la normalisation des politiques monétaires devrait conduire à un abaissement des taux courts à des niveaux proches de 2%. Pendant la phase de normalisation des taux directeurs qui pourrait s'étendre sur l'ensemble de l'année 2025, les courbes de taux pourraient rester inversées, avec des taux courts toujours supérieurs au taux sur de longues échéances, mais la pente devrait rapidement diminuer pour finir par changer de sens et devenir positives. Le renversement des courbes de taux ne nous semble pourtant pas devoir se concrétiser à court terme. Ultérieurement, après une période de quelques trimestres de courbes plates, une accélération de la conjoncture provoquera un retour à la normale avec des pentes légèrement positives d'environ 50 pbp entre les taux courts et les maturités de 10 ans. Entre temps, les perspectives d'évolution des taux longs nous semblent encore modérément positives. Si les taux courts en USD devaient effectivement chuter à 3.25%, nous estimons que les taux à dix ans pourraient également glisser jusqu'à 3% avant que le renversement de la courbe des taux attendu pour la fin 2025 ne se mette en place. Globalement l'environnement positif créé par les politiques monétaires plus souples des banques centrales au cours des prochains trimestres devrait soutenir l'intérêt des investisseurs pour détenir de la dette.

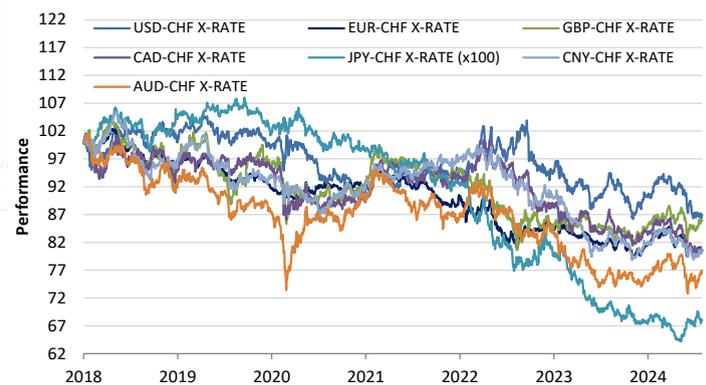
Environnement encore favorable pour les marchés financiers

Le scénario de croissance modérée et d'inflation passant au-dessous des objectifs de banque centrale va largement supporter les nouveaux cycles de baisses de taux directeurs. Ces normalisations de politiques auront 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. Cet environnement plus prévisible devrait soutenir l'intérêt des investisseurs pour les actifs financiers. 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. Les marchés actions profiteront aussi de meilleures perspectives bénéficiaires et de taux d'actualisation abaissés, justifiant des niveaux de valorisation plus élevés. L'environnement pour les actifs financiers nous semble donc favorable pour toutes les classes d'actifs incluant les matières premières favorisées par la reprise conjoncturelle attendue en particulier en Chine.

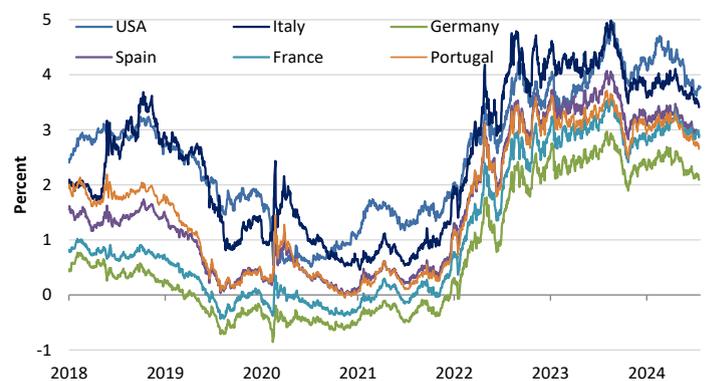
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



7 principales devises contre CHF (base 100)



Taux gouvernementaux à 10 ans





SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Vue Globale

- Croissance mondiale de +3.6% en 2024 et +4% en 2025
- L'économie américaine reste sur une bonne dynamique
- Pas d'accélération de la dynamique européenne à court terme
- Croissance du PIB suisse de +1.4% en 2024
- Renforcement des indicateurs avancés au Royaume-Uni
- Poursuite de la dynamique plus positive au Japon



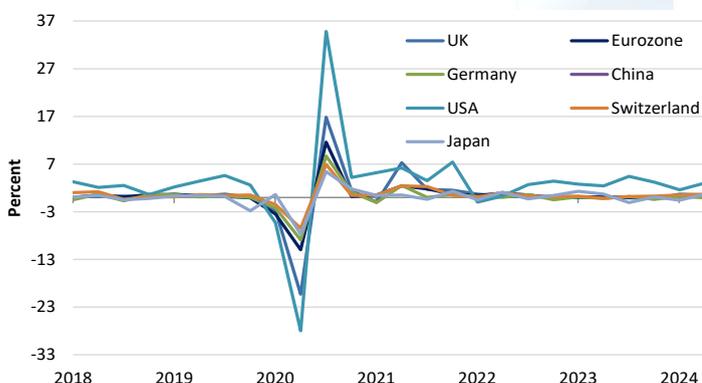
Croissance mondiale de +3.6% en 2024 et +4% en 2025

L'année 2024 devrait pouvoir se boucler dans trois mois sur une croissance du PIB mondial supérieure aux attentes et en légère progression par rapport aux dernières estimations. La croissance de la valeur ajoutée mondiale pourrait s'afficher à +3.7%, notamment grâce à la bonne tenue de l'économie américaine au cours des deux premiers trimestres déjà et à une reprise en cours dans les pays industrialisés. Mais les prévisions de croissance sont aussi soutenues par une activité plus forte en Asie, en particulier en Chine et en Inde. Pour la Chine, la prévision de croissance est révisée à la hausse à +5.2%, principalement en raison de l'évolution attendue de la consommation et d'un renforcement de la dynamique en fin d'année. En Inde, on compte aussi sur une amélioration de la demande intérieure et de la consommation pour atteindre une croissance extraordinaire de +7.5% à +8% du PIB. En Europe, la zone euro et le Royaume-Uni sont, désormais, depuis plusieurs mois en phase de croissance modérée qui leur permettra d'enregistrer des progressions proches de 1% à +1.5% en 2024. Au Japon, les derniers développements laissent envisager également une reprise de l'activité qui pourrait pousser la croissance globale de 2024 au-delà des prévisions actuelles nulles vers une évolution positive de +0.5% du PIB grâce à une évolution favorable des exportations et à une reprise de la consommation des ménages. Aux Etats-Unis, le ralentissement souvent évoqué comme un risque reste en fait à ce jour tout juste perceptible. La dernière croissance trimestrielle annualisée de +3% devrait certainement fléchir au deuxième semestre, mais sur l'ensemble de l'année le PIB américain est attendu en hausse de +2.6% à +2.8%, un résultat plutôt solide compte tenu du niveau plus élevé de coûts de financement en 2024. Au deuxième semestre, les économies régionales seront certainement supportées par des tendances inflationnistes positives permettant la poursuite, voire l'accélération dans certains cas de politiques monétaires plus accommodantes. Les baisses de taux et l'amélioration nette des coûts de financement constitueront des facteurs solides d'amélioration de la confiance, de la consommation et de l'investissement. Un accroissement des échanges commerciaux devrait ainsi marquer la fin de l'année 2024 et l'année 2025.

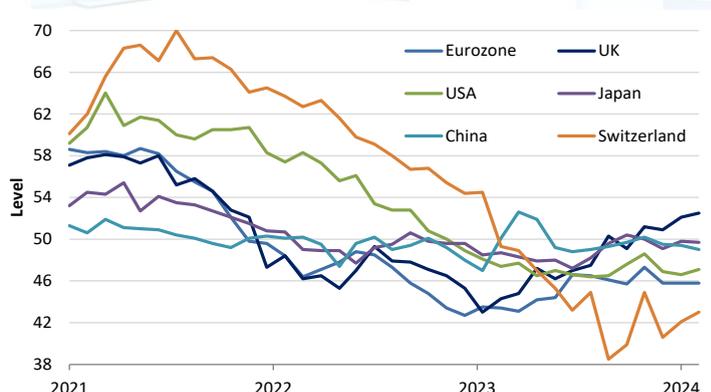
L'économie américaine reste sur une bonne dynamique

Les indicateurs avancés pointent encore vers une situation toujours délicate dans le secteur manufacturier et des perspectives bien meilleures du côté des services. Du côté des indicateurs ISM, les dernières statistiques concernant les services montraient une amélioration et un net rebond des plus bas de juin (48.8) à un niveau plus encourageant de 51.5 à la fin août. Mais l'ISM manufacturier reste en dessous du seuil de croissance à 47.2 indiquant une faiblesse probable du segment industriel. L'ISM des nouvelles commandes s'enfonce également (46.1), comme celui de l'emploi (43.9). En ce qui concerne les autres indicateurs avancés, le S&P Global PMI manufacturier ne se relève pas et reste en septembre nettement en dessous de 50. Entre le niveau plus optimiste observé en février (51.9) et celui de septembre (47.3), la tendance s'est clairement affirmée. La production industrielle s'est avérée extrêmement volatile pendant cette période enregistrant une chute de -1% en juillet et une reprise de +0.8% en août, mais sans réelle croissance. Du côté des services, la tendance reste nettement positive avec un PMI de 55.4 en septembre de l'année et terminer l'exercice en progression de + 2.2%. En cette fin de 3ème trimestre 2024, les estimations de croissance pour la période qui s'achève sont encore assez robustes. Si l'on en croit le dernier sondage Bloomberg de 75 économistes, le PIB aurait progressé de +2%, sensiblement moins toutefois que le flash GDP de la Fed d'Atlanta mesuré par l'indice GDPNow qui est à nouveau au-dessus de +3%. L'évolution des créations d'emploi en nette diminution en août à son plus bas niveau récent (99'000), un niveau de revenu personnel des ménages légèrement plus faible, une consommation en perte de vitesse et une stagnation des commandes de biens durables sont pourtant déjà que quelques exemples de tendances nouvelles suggérant un ralentissement en cours de l'économie américaine. Mais l'image globale de la santé de l'économie américaine reste cependant très difficile à appréhender, car d'autres facteurs continuent de pointer vers une dynamique robuste. Le marché immobilier semble en effet se porter sensiblement mieux. Nous estimons que la croissance du PIB devrait être d'environ +2.6% à +2.8% en 2024.

PIB trimestriels



PMI manufacturiers



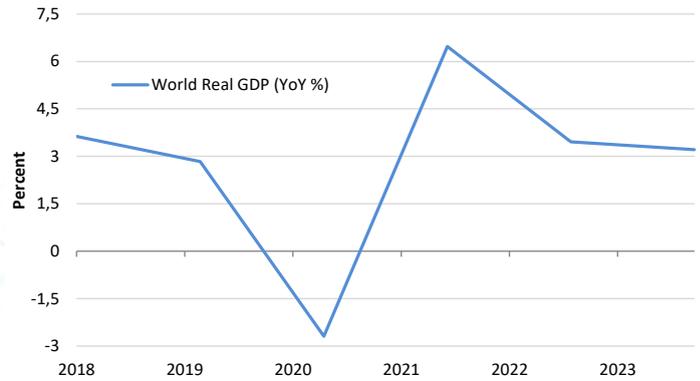
Pas d'accélération de la dynamique européenne à court terme

Les dernières publications des indicateurs avancés PMI pour le mois de septembre annoncent encore une faiblesse conjoncturelle liée à des conditions difficiles dans le secteur manufacturier. L'indicateur PMI manufacturier a replongé en septembre à 44.8 après avoir pourtant connu une reprise éphémère en mai à 47.3. Il reste très en dessous de son seuil de croissance de 50, qu'il avait quitté en juin 2022. Les conditions restent différentes pour le secteur des services, mais ici aussi, la situation s'est dégradée, avec un indicateur passant de 52.9 à tout juste 50.5. L'évolution des PMI continue d'indiquer un fléchissement de la dynamique en cours. Le PMI composite (48.9) est en effet désormais en dessous de 50. Ce résultat est en lien avec la situation en Allemagne, qui reste morose dans le secteur manufacturier, dont le PMI s'effondre encore en septembre à 40.3. Elle n'est pas bien meilleure en France, avec un indice à tout juste 44 et un indicateur des services désormais en chute de 55 à 48.3. Les dernières statistiques disponibles pour l'Italie et l'Espagne des PMI manufacturier (49.4 et 50.5) et des PMI des services (51.4 et 54.6) semblent nettement meilleures, mais elles doivent être rafraichies pour une comparaison adéquate. Dans l'état, la conjoncture européenne ne semble pas prête à s'améliorer rapidement, il faudra certainement se contenter d'une période de quelques mois de plus de croissance modérée avant de pouvoir entrevoir les prémices d'une relance intérieure. Les économies de la zone euro devraient commencer à sentir les effets positifs de l'assouplissement décidé par la BCE. La dernière décision d'abaisser de 4.25% à 3.65% le taux principal de refinancement a été plus sérieuse. La BCE a ainsi effacé en deux baisses les trois dernières hausses de 0.25% de 2023. L'économie européenne devrait pourtant, selon nous, profiter d'un ajustement de l'inflation plus rapide qu'escompté par le consensus, Cela permettrait de bénéficier d'une politique durablement plus accommodante. La baisse de l'inflation, en dessous de +2%, continuera de réduire la pression sur les revenus réels des ménages, renforçant directement leur capacité de consommation. Depuis le mois de juin, les ménages peuvent aussi compter sur une chute des coûts de financement qui s'est progressivement mise en place à l'image des taux à dix ans du Bund en baisse de 50 pnb en quatre mois. Nous estimons que la demande intérieure devrait se renforcer par une reprise de la consommation privée et des investissements. Notre scénario central privilégie une poursuite de la tendance actuelle sans accélération au cours des prochains mois. Sur un an, le PIB réel de la zone euro pourrait donc s'afficher entre +1.1% et +1.2%.

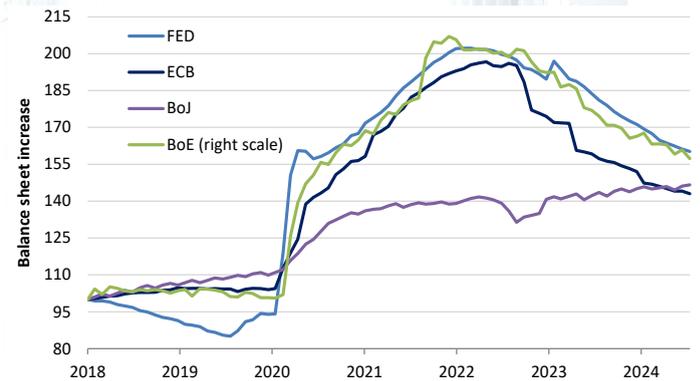
Croissance du PIB suisse de +1.4% en 2024

Les derniers indicateurs avancés publiés pour le mois d'août restent particulièrement incertains. La confiance des consommateurs mesurée par le Secrétariat d'Etat aux affaires économiques reste très basse en août (-34.6) sans montrer de signes tangibles d'amélioration. En fin d'année 2021, le niveau mesuré était encore positif (3.5) avant que la chute ne se produise en 2022 pour tomber à -46. L'amélioration constatée au cours des deux dernières années sur cet indicateur le laisse tout de même à un niveau extrêmement inquiétant. Malgré la chute de l'inflation et le début de politique monétaire plus accommodante, la confiance reste en berne et met en danger le niveau de consommation des ménages plutôt résistant encore ce dernier trimestre. L'image est toutefois légèrement meilleure pour les perspectives du KOF dont l'indice remonte à 101.6, correspondant à une stagnation globale depuis le début de l'année, sans véritable signe de relance. Il faut plutôt se tourner vers les indices PMI manufacturier (49) et PMI des services (52.5) pour trouver de nouveaux signes avancés d'une amélioration potentielle de la dynamique conjoncturelle. Ces deux indicateurs ont en effet nettement rebondi de leurs plus bas et permettent d'envisager de meilleures perspectives. A plus court terme les ventes de détails se sont aussi reprises en août après la plus forte chute en juin (-2.6) sur douze mois. Du côté de la production industrielle, la situation s'était en fait nettement renforcée au 2ème trimestre grâce à un rebond de -3.3% à +6.4% en base annuelle. Dans l'ensemble, les indicateurs avancés usuels restent incertains, sans doute encore affectés par l'environnement économique international toujours hésitant et par la nouvelle appréciation du franc. L'économie suisse devrait progresser de +1.4% en 2024.

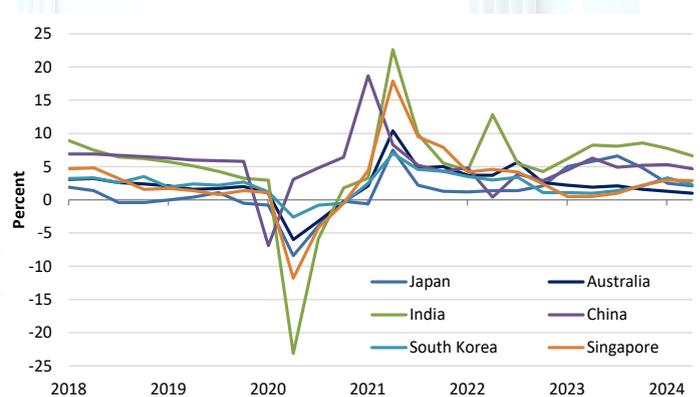
Croissance réelle de l'économie mondiale



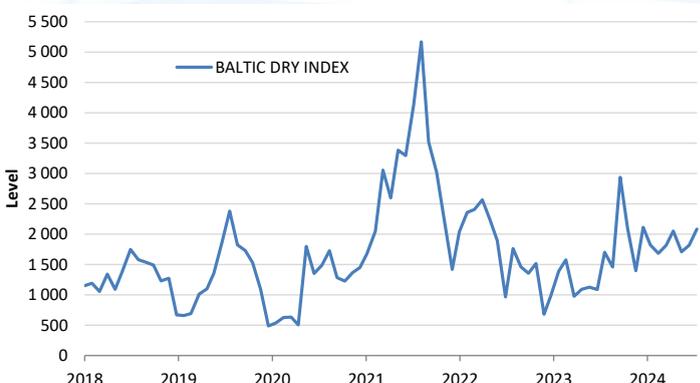
Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)



Baltic Dry Index



Renforcement des indicateurs avancés au Royaume-Uni

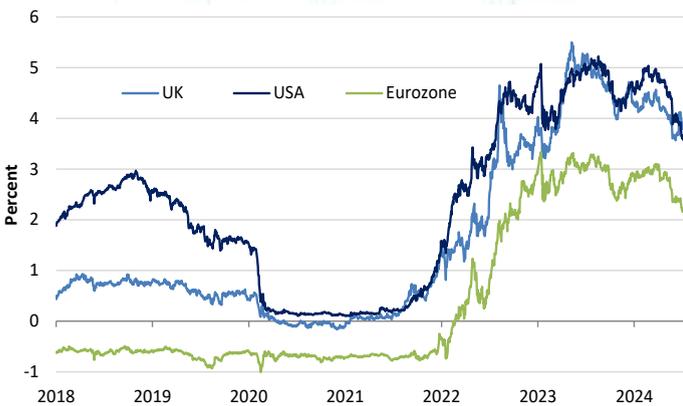
Après deux trimestres de reprises relativement soutenues, l'été devrait s'avérer plus difficile pour l'économie britannique malgré le début d'un assouplissement monétaire qui sera pourtant certainement très prudent et progressif. À l'approche de la fin du mois de septembre, les indicateurs avancés publiés confirment les anticipations de reprise progressive de l'activité économique. Le PMI manufacturier, bien qu'il reste l'indicateur le plus à la traîne des indicateurs PMI, s'était déjà nettement repris depuis près d'un an, mais entre juin (51.4) et août (52.5), l'amélioration est sensible et suggère des développements plus favorables au cours des prochains mois. Du côté du PMI des services, malgré une certaine hésitation des statistiques au cours des derniers mois, l'image reste positive avec un indicateur à 53.7 suggérant toujours une évolution favorable et solide. Le dernier déclin du PMI de la construction après six mois d'expansion ne remet pas en question la tendance positive de l'indicateur (53.6) et permet à l'indice composite (53.8) de pointer vers des conditions de développement de l'économie positives. Les mesures des PMI n'incluant pas le secteur public, nous estimons que les dépenses publiques attendues en hausse en 2024 renforceront les tendances plus positives attendues pour le secteur privé, malgré un tassement probable de son influence au 2ème semestre.

Nous estimons que 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. Mais celle-ci, semble vouloir adopter une politique très progressive qui pourrait bien freiner l'enthousiasme des consommateurs. Cela dit, pour l'année 2024, la croissance du PIB attendue devrait finalement être quelque peu supérieure à nos précédentes prévisions et dépasser +1.1%. Si l'inflation poursuit sa tendance à la baisse et si la BoE se décide à changer sa politique monétaire suffisamment tôt, ce qui ne semble manifestement plus être le cas depuis le statu quo annoncé lors de la dernière réunion du comité de banque centrale du 19 septembre, la demande intérieure devrait pouvoir se renforcer et contribuer à une poursuite de la dynamique positive. L'économie britannique devrait, selon nous, progresser de +0.3% ce trimestre et terminer l'année sur une hausse de la valeur ajoutée de 1.1% à 1.3%.

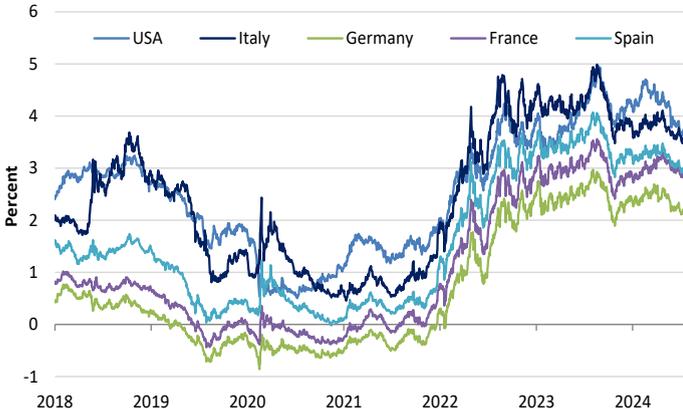
Poursuite de la dynamique plus positive au Japon

Le PIB japonais reste plus que jamais trop dépendant de la demande internationale. Les exportations japonaises ont encore subi un revers récemment en enregistrant une diminution de la croissance de +10% à la fin juillet à seulement +5.6%. Le ralentissement a été plus net en direction des Etats-Unis, puisque le niveau des exportations s'est même contracté (-0.7%) pour la première fois depuis trois ans, en raison d'une chute des exportations de véhicules. Parmi les secteurs positifs, on peut noter une très nette hausse de la demande d'équipements et de machines de production de semi-conducteurs (+55%). Le secteur technologique (+40%) a aussi profité de l'accroissement de la demande mondiale en matière de développement de l'intelligence artificielle. La tendance était également négative avec l'Europe (-8.1%), tandis que les exportations vers la Chine restaient en hausse de +5.2%. Pour les ménages, la baisse du pouvoir d'achat des consommateurs, consécutive au déclin régulier du revenu disponible et une inflation toujours présente, représentait en début d'année, un frein à la consommation avant les négociations salariales qui ont certainement soutenu une dynamique meilleure au printemps. Nous restons relativement prudents en ce qui concerne la poursuite de la dynamique observée au 2ème trimestre comme facteur principal de soutien de la croissance au 2ème semestre. Le Japon a plus que jamais besoin d'une reprise de la demande mondiale et notamment de la Chine. Mais la hausse récente du yen de 160 à 140 yens (+13%), ne va pas arranger la situation des exportateurs. Les indicateurs avancés Jibun Bank of Japan manufacturier (49.8) ont reglissé en dessous de 50. L'indicateur des services se stabilise depuis deux mois à 53.7. Les perspectives annoncées par l'indicateur composite sont donc encore positives avec une lecture de 52.9 suggérant une poursuite de la reprise du PIB. Du côté de la production industrielle, les données de juillet se raffermissent quelque peu et soutiennent aussi le sentiment d'un renforcement de l'activité manufacturière. La croissance sur un mois de la production industrielle (+3.1%) permet aussi d'enregistrer la meilleure dynamique depuis mai 2023. Le taux d'utilisation des capacités s'est aussi amélioré de +2.5% sur le mois. Nous n'envisageons pas de forte reprise potentielle de la demande internationale et de la consommation domestique à court terme. La croissance devrait donc rester faible en fin d'année 2024.

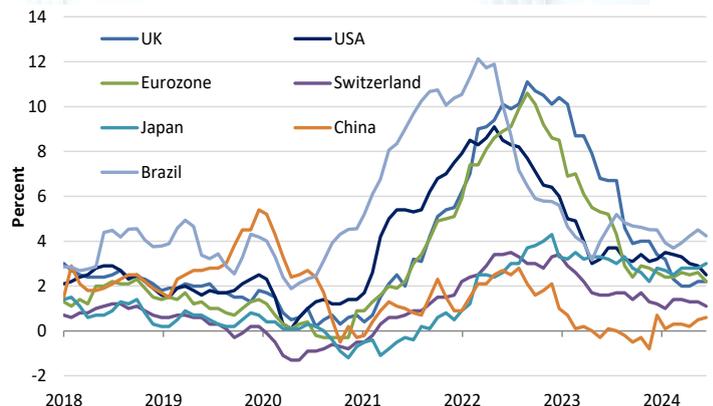
Taux gouvernementaux à 2 ans



Taux gouvernementaux à 10 ans



Inflation - Indices CPI



Inflation - Indices PPI

