

FFG

FORUM FINANCE

1994



PERSPECTIVES

2^{ème} SEMESTRE 2024

JUIN 2024

TABLE DES MATIÈRES

Perspectives du second semestre 2024	1
Un bref aperçu : Le premier semestre 2024	3
Perspectives à mi-année	7
<i>Perspectives de croissance mondiale : La croissance mondiale se maintiendra</i>	7
<i>Perspectives d'inflation mondiale : En baisse mais toujours supérieure à 2 %</i>	8
<i>Perspectives de la politique monétaire : Moins de baisses de taux que prévue</i>	11
<i>Évaluation des titres à revenu fixe : Tout sur la courbe de rendement</i>	13
<i>Évaluation des actions : Rechercher la croissance des bénéfiques</i>	14
<i>Actions américaines : Valorisation excessive</i>	15
<i>Actions européennes : Optimisme dans un contexte procyclique</i>	16
Les convictions d'investissement : Le second semestre 2024	17
<i>#1 - Obligations d'État à long terme : rendement attractif offrant une protection</i>	17
<i>#2 - Dette d'entreprise des marchés émergents (devise forte) : Fondamentaux et rendement attractif</i>	18
<i>#3 - " EU Fantastic Five " préféré à " US Magnificent Seven "</i>	19
<i>#4 - Ajouter de la diversité à nos portefeuilles</i>	20
<i>#5 - Les moyennes et petites capitalisations européennes et américaines : prêtes pour un rebond</i>	21
Vues par Classe(s) d'Actifs – Second Semestre 2024 : Passage à la neutralité	22

P

erspectives du second semestre 2024

Nous privilégions un positionnement plus équilibré entre les différentes classes d'actifs et au sein de celles-ci. Nous pensons que les rendements obligataires, y compris ceux des obligations d'État - ce qui est nouveau pour ce segment - sont attrayants. Le portage de crédit est intéressant par rapport aux fondamentaux des entreprises, tandis que les obligations d'État à long terme offrent une protection en période plus difficile, en plus de leur rendement réel.

Des données économiques favorables et la perspective de réductions des taux d'intérêt, c'est-à-dire les ingrédients de l'atterrissage en douceur, ainsi que des bénéfices trimestriels solides, justifient une position constructive sur les marchés des actions. Toutefois, nous aimerions voir une participation plus large à la reprise du marché afin de réduire la fragilité du cycle haussier qui a commencé au début de l'année 2023.

Tout en maintenant une allocation au secteur technologique et aux sept célèbres géants, nous équilibrons nos portefeuilles en les exposant aux petites et moyennes capitalisations et au style "value", où les valorisations semblent offrir un potentiel de rattrapage important.

Perspectives économiques

Révision à la baisse des prévisions de PIB réel pour les États-Unis et le Japon. La Chine et la zone euro sont revues à la hausse.

L'assouplissement monétaire se généralise

La Fed et la Banque d'Angleterre maintiendront leur position jusqu'en septembre et août respectivement

La réserve Fed implique une seule réduction de 25 points de base d'ici la fin de l'année et quatre en 2025.

Fannie Mae prévoit que les taux hypothécaires américains atteindront en moyenne 7 % en 2024

Principaux risques

Ralentissement plus marqué aux États-Unis en raison de la forte détérioration du marché du travail

La guerre commerciale entre les États-Unis, la Chine et l'Union européenne s'intensifie

La crise de la dette souveraine oblige les gouvernements à réduire leurs dépenses

La dérive populiste dans les urnes, une mise à l'épreuve des fondements de nos démocraties

Convictions en matière d'investissement

Les titres à revenu fixe se portent généralement bien lorsque la Fed marque une pause

Les obligations d'État à long terme pour se prémunir contre les nouvelles craintes de récession

La dynamique de l'inflation favorise les taux européens par rapport aux taux américains (10 ans +)

Les obligations d'entreprises des pays émergents offrent des écarts plus importants et des avantages en termes de diversification

Préférer les Cinq Fantastiques de l'UE aux Sept Magnifiques des États-Unis

Les petites/moyennes capitalisations offrent une valorisation et une sensibilité à l'environnement économique

Ajouter des actions défie « value » pour leur évaluation relative et leur diversification

Résumé

Les données économiques publiées au cours du premier semestre de cette année confirment que l'économie américaine est en voie d'atterrissage en douceur autour de la croissance potentielle, tandis que l'économie de la zone euro s'est redressée, comme le montrent l'évolution de l'indice PMI composite (supérieur à 50 depuis 10 mois) et l'indice de la zone euro.

Ce contexte de croissance robuste et élargie s'accompagne d'une désinflation progressive, bien que plus lente que nous ne l'avions prévu au début de l'année, qui devrait finalement nous rapprocher de l'objectif ultime d'inflation de 2 % fixé par les banques centrales.

Cependant, nous constatons de plus en plus de divergences dans la politique monétaire, à la fois en termes de calendrier et d'amplitude, pour répondre aux défis dans les différentes régions. Ces divergences se sont matérialisées en juin avec la première réduction de taux de la Banque Centrale Européenne (BCE), la seconde de la Banque Nationale Suisse (BNS) et l'approche attendue de la Fed américaine et de la Banque d'Angleterre (BoE).

Bien qu'il subsiste des incertitudes quant au calendrier - peut-être septembre pour la première baisse de la Fed - et à l'ampleur des réductions - probablement une ou deux aux États-Unis cette année - les attentes du marché semblent plus tempérées qu'au début de l'année.

Cet environnement "Boucles d'or" a favorisé les actifs risqués, comme en témoignent les performances du crédit et des actions. Le cycle économique américain reste solide et les signes d'une participation plus large de régions telles que l'Europe et la Chine contribueront à combler l'écart de croissance lorsque la croissance américaine ralentira.

Après avoir été trop pessimiste, le consensus a maintenant largement adopté la thèse de l'atterrissage en douceur comme scénario central, avec une probabilité supérieure à 60 %. Si nous sommes globalement d'accord avec ce scénario central, nous reconnaissons qu'il est devenu très consensuel et qu'il a été adopté par une grande partie de la communauté financière. Ce large consensus autour d'un cycle globalement favorable explique certainement le faible niveau de volatilité observé sur les marchés des actions.

Cependant, de nombreux risques subsistent, dont certains peuvent être sous-estimés. Après avoir été sur toutes les lèvres, le risque de récession a presque disparu des radars, avec une probabilité d'à peine 10 %. Les derniers chiffres de l'emploi américain seraient-ils le signe que ce scénario, qui avait cédé la place à celui du "no landing", est en train de faire son retour ?

Un bref aperçu : Le premier semestre 2024

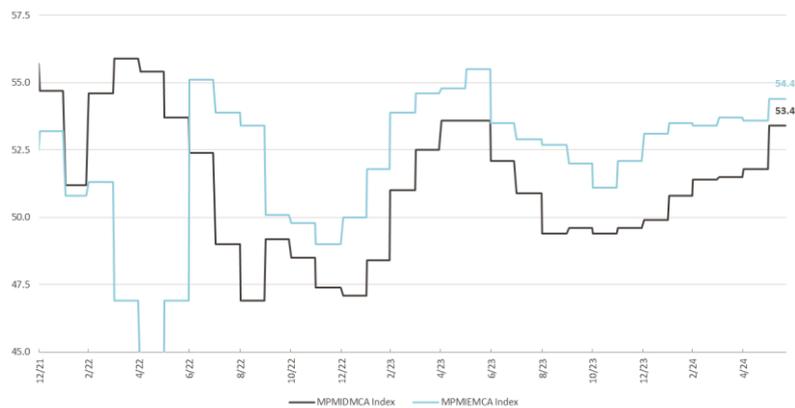
Croissance mondiale : Une croissance robuste mais qui perd un peu de son élan

Le PMI flash de juin a montré que les principales économies développées du G4 (États-Unis, Royaume-Uni, zone euro et Japon) ont progressé pour le septième mois consécutif en juin. Toutefois, des divergences notables ont été observées entre les régions, la poursuite d'une croissance robuste aux États-Unis contrastant avec un ralentissement en Europe et au Japon.

La croissance économique des marchés émergents s'est accélérée au deuxième trimestre pour atteindre son rythme le plus rapide depuis un an, soutenue par de solides améliorations dans l'industrie manufacturière et les services. Cette dynamique de croissance a prolongé la période d'expansion à 17 mois.

Parallèlement à l'amélioration des marchés développés, la croissance économique mondiale s'est accélérée pour atteindre un taux de croissance annualisé de 3,4 % selon les indicateurs PMI.

Figure 1 : Indice mondial des directeurs d'achat (PMI)



Source : Bloomberg

Indice MPMIDMCA : Indice composite des marchés développés PMI SA –
Indice MPMIEMCA : Indice composite PMI SA pour les marchés émergents

L'inflation mondiale : Globalement stable

Dans le G7, l'inflation en glissement annuel a légèrement diminué pour atteindre 2,9 % en avril, revenant aux niveaux observés en janvier et février 2024. L'inflation de base dans le G7 est passée de 3,5 % en mars à 3,3 % en avril, le niveau le plus bas depuis octobre 2021.

Dans la zone euro, l'inflation annuelle basée sur l'IPCH¹ est restée stable à 2,4% en avril. Les hausses des prix des denrées alimentaires et de l'énergie ont été compensées par une baisse de l'inflation de base, qui a diminué pendant neuf mois consécutifs.

¹ Indice des prix à la consommation harmonisé

Aux États-Unis, l'indice des prix à la consommation est resté inchangé en mai, bien qu'il ait augmenté de 3% par rapport à l'année précédente. En excluant les prix volatils de l'alimentation et de l'énergie, l'IPC de base a augmenté de 0,2% sur le mois et de 3,4% sur l'année. La hausse des prix a été freinée par une baisse de 2% de l'indice de l'énergie et une hausse de seulement 0,1% de l'indice de l'alimentation.

Politique monétaire : Des trajectoires divergentes

Le mois de juin a été très attendu par les marchés, avec un certain nombre de réunions de banques centrales à l'ordre du jour. La Banque Centrale du Canada a été la première du G7 à réduire ses taux de 25 points de base pour les ramener à 4,75%. Après plus de cinq ans de maintien des taux à un niveau élevé, la Banque Centrale Européenne a également entamé son cycle d'assouplissement monétaire avec une réduction de 25 points de base à 3,75%, attendue de longue date.

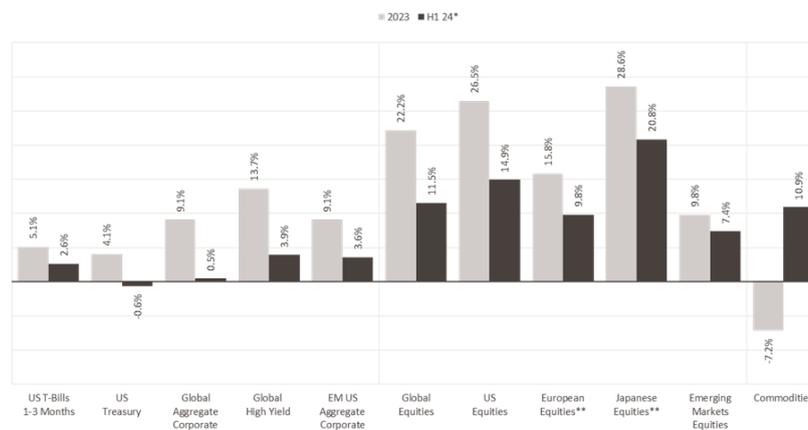
Parmi les banques centrales des pays développés, la Suisse a été à l'avant-garde du cycle d'assouplissement, réduisant ses taux pour la deuxième fois cette année à 1,25 %, tandis que la Réserve fédérale américaine a maintenu ses taux inchangés dans une fourchette de 5,25% à 5,5%.

Malgré ces baisses de taux, les banques centrales ont réitéré leur prudence, soulignant qu'elles restent tributaires des données et n'ont pas donné de signaux clairs sur ce qui se passera lors des prochaines réunions.

Actifs financiers : Maintien de la solidité des actifs à risque

En ce qui concerne les actifs financiers, le premier semestre de l'année a été caractérisé par la vigueur continue des actifs à risque, plusieurs marchés boursiers ayant atteint des sommets historiques au cours de la période.

Figure 2 : Rendement total en dollars américains



Source : Bloomberg - Note : * Au 27 juin 2024, ** En monnaie locale

Taux - Les rendements du Trésor américain ont augmenté sur l'ensemble de la courbe, le rendement du Trésor à 10 ans passant de 3,88 % à 4,34 % au moment de la rédaction du présent rapport.

L'Europe n'a pas échappé à cette pression à la hausse. Les rendements allemands à 10 ans ont augmenté de 45 points de base pour atteindre 2,5 %. L'incertitude quant aux conséquences politiques de la dissolution de l'Assemblée nationale française a entraîné un élargissement immédiat de l'écart de crédit entre les rendements allemands et français à 10 ans. L'écart s'est partiellement normalisé vers la fin du mois de juin, mais n'est pas revenu à son niveau initial.

Crédit - La plupart des segments ont affiché des rendements positifs en dépit de l'effondrement des obligations d'État des marchés développés. Les obligations à haut rendement aux États-Unis et en Europe ont enregistré les meilleurs rendements, car les écarts de crédit ont continué à se resserrer, compensant l'impact négatif de la hausse des rendements des obligations d'État. En revanche, les marchés "investment grade" sont restés globalement stables en raison de leur plus grande sensibilité aux mouvements des rendements des obligations d'État.

Les obligations souveraines des pays émergents ont connu une performance mitigée, tandis que les **obligations d'entreprises des pays émergents** ont connu un premier semestre solide. L'indice des obligations d'État en monnaies locales a baissé de 1,5 % en dollars américains, entièrement sous l'effet des monnaies des marchés émergents dans un contexte de renforcement du dollar américain. Le marché des obligations d'État en devises fortes a affiché un rendement solide de 2,2 %, entièrement dû aux émetteurs à haut rendement. Comme sur les marchés obligataires développés, les obligations d'entreprises des pays émergents ont affiché des rendements élevés, grâce au resserrement des écarts de crédit. Cela a été particulièrement le cas pour les émetteurs à haut rendement, qui ont mené la performance de l'indice avec un rendement de +6,2 %.

Actions - Aux États-Unis, l'indice des **actions à grande capitalisation** a enregistré une nouvelle hausse à deux chiffres au cours de la période, sous l'impulsion des valeurs liées à l'intelligence artificielle, au premier rang desquelles Nvidia, qui, à elle seule, a progressé de plus de 150 % depuis le début de l'année. Dans le même temps, l'indice **à équilibré** n'a progressé que de 4,6 %, ce qui suggère que la hausse du marché américain reste limitée.

En monnaie locale, les marchés d'**actions européens** étaient au même niveau que les actions américaines à la fin du mois de mai, grâce à une nette amélioration de l'activité économique et à la conviction que la BCE serait la première à réduire ses taux d'intérêt après la BNS. Tout se passait comme prévu et la BCE a effectivement baissé ses taux lors de sa réunion de début juin, mais la poussée du RN français d'extrême droite aux élections législatives européennes allait tout changer. Dès que les résultats ont été connus, le président français a annoncé la dissolution de l'Assemblée nationale et a convoqué des élections anticipées. Les actions européennes ont continué à se dégrader sur fond de risque politique croissant en France. Le CAC 40 français a chuté de plus de 6 %, sa pire baisse hebdomadaire depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, et a effacé ses gains pour 2024.

Bien que les **marchés émergents** aient terminé le premier semestre de l'année en territoire positif, portés par l'optimisme entourant le scénario d'un ralentissement progressif de l'économie américaine, la succession de nouveaux sommets pour les indices boursiers américains et le battage médiatique autour de l'intelligence artificielle (Taïwan et Corée), leurs performances sont restées inférieures à celles des actions des marchés développés.

Matières premières - Soutenu par les achats des banques centrales asiatiques, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient et la perspective d'un assouplissement monétaire, **l'or** a progressé de 11,4% depuis le début de l'année. Il a atteint son plus haut niveau de la période le 20 mai, à 2438,5 dollars. L'argent, considéré comme plus spéculatif, a suivi une trajectoire similaire, gagnant 5% sur la même période.

Le pétrole a été soutenu au cours de la période par la décision des pays producteurs d'étendre les réductions volontaires de production, ce qui fait craindre que le déficit du marché pétrolier plus tard dans l'année soit plus important que prévu. Parmi les produits industriels, le cuivre a enregistré de bonnes performances, prolongeant la dynamique positive de l'année dernière jusqu'au premier semestre 2024, les inquiétudes concernant l'offre l'emportant sur la déception liée à la croissance chinoise.

P

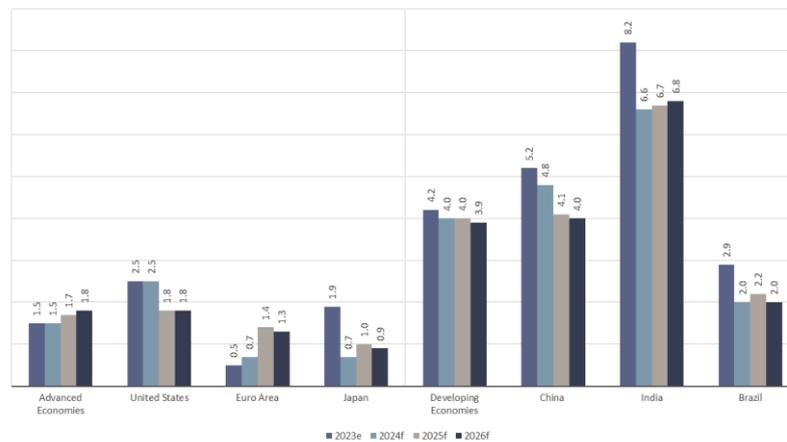
erspectives à mi-année

Perspectives de croissance mondiale : La croissance mondiale se maintiendra

La croissance mondiale des économies avancées a ralenti, passant de 2,6 % il y a un an à 1,5 % en 2023 et devrait rester à ce niveau en 2024, mais avec des différences significatives entre les régions, reflétant principalement l'atonie de la demande intérieure en Europe et au Japon. Ce différentiel de croissance devrait se réduire en 2025, grâce à un regain de vigueur dans la zone euro, combiné cette fois à un léger ralentissement aux alentours du potentiel aux États-Unis.

Aux États-Unis, les bonnes performances de l'économie américaine ont conduit à une révision à la hausse des prévisions de croissance. Le taux de croissance attendu pour 2024 est désormais de 2,5%, soit une révision à la hausse d'environ 0,9% par rapport aux prévisions précédentes. En 2025, la croissance sera plus modérée, autour de 1,8%, en ligne ou légèrement en dessous du potentiel de croissance de l'économie américaine.

Figure 3 : Prévisions de croissance du PIB réel (a/a, %)



Source : Banque mondiale - Global Economic Prospects - juin 2024

Note : e = estimation ; f = prévision

Le ralentissement attendu en 2025 s'explique en grande partie par les effets cumulés du resserrement monétaire. Le niveau élevé des taux d'emprunt réels est susceptible de réduire la propension des ménages à dépenser et à investir, en particulier dans le logement. En outre, l'assouplissement des conditions sur le marché du travail, avec quelques signes précurseurs de fléchissement, et son effet modérateur potentiel sur les revenus des ménages devraient également contribuer à ce ralentissement.

Dans la zone euro, des conditions défavorables telles que le resserrement des conditions de crédit, les prix élevés de l'énergie et la lenteur de la reprise en Chine ont pesé sur l'activité économique.

Toutefois, la croissance a sans aucun doute atteint son point le plus bas et des signes encourageants d'une reprise de l'activité, y compris dans l'industrie manufacturière, ont été observés au niveau global. L'activité industrielle allemande continue de montrer des signes peu encourageants, ce qui explique l'amélioration anémique au début de 2024. Les prévisions de croissance pour l'année sont de 0,7%, soutenues par la croissance des salaires réels.

En 2025, la croissance devrait s'accélérer pour atteindre 1,4% grâce à la reprise attendue des exportations et des investissements, ces derniers bénéficiant directement de l'assouplissement monétaire attendu de la part de la Banque centrale européenne. Le regain de vigueur de l'économie de la zone euro devrait se poursuivre en 2026, avec une croissance attendue de 1,3%, légèrement supérieure à la croissance potentielle estimée pour la région.

Au Japon, l'économie s'est contractée au premier trimestre pour la première fois en deux trimestres. L'économie devrait ralentir à 0,7% en 2024 avant d'atteindre un rythme de croisière de 1% en 2025 et 2026. La fin des mesures non conventionnelles de politique monétaire - contrôle de la courbe des taux - mais surtout la fin des taux d'intérêt négatifs pèsera sur la croissance, surtout si l'inflation diminue, aidée par la faiblesse du yen.

La croissance de **la Chine** a été plus forte qu'initialement prévu au début de 2024, aidée par une contribution positive des exportations nettes. Ces données économiques positives masquent l'atonie de la demande intérieure due à la faiblesse persistante du marché du logement.

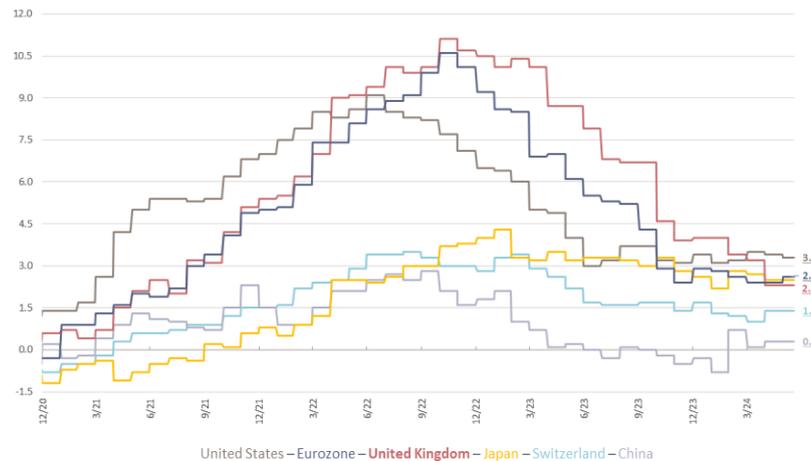
De nouvelles baisses des prix de l'immobilier et des volumes de vente ont pesé sur la confiance des ménages, affectant la consommation. En conséquence, les ventes au détail sont toujours inférieures aux moyennes d'avant la pandémie. Les autorités ont publié de nouvelles lignes directrices visant à stimuler la demande de logements en réduisant l'acompte initial et en supprimant l'impôt forfaitaire sur la propriété résidentielle.

Les niveaux d'endettement et les gains de productivité plus limités pèseront sur la croissance future. Dans ce contexte, la croissance devrait tomber à 4% entre 2025 et 2030. À plus long terme, la croissance potentielle devrait également diminuer en raison d'une démographie défavorable ; la population de la Chine diminuera pour la deuxième année consécutive en raison d'un taux de fécondité faible et en baisse.

Perspectives d'inflation mondiale : En baisse mais toujours supérieure à 2%

La tendance à la désinflation se poursuit, bien qu'à un rythme plus lent. Au début du déclin, la baisse des prix des matières premières et la normalisation des chaînes d'approvisionnement ont été les principaux facteurs. Alors que les prix des biens de consommation semblent avoir atteint un niveau plus conforme aux attentes, les prix des services restent élevés.

Figure 4 : Indice des prix à la consommation (a/a, %)



Source : Bloomberg

Les récentes tensions géopolitiques, notamment autour de la mer Rouge et du canal de Panama, ont ravivé les craintes d'une nouvelle phase de hausse généralisée des prix, notamment liée à l'augmentation des coûts de l'énergie et des denrées alimentaires.

Figure 5 : Cout de fret des conteneurs



Source : Bloomberg

Indice WCIDCOMP : WCI Composite Container Freight Benchmark Rate per 40 Foot Box Drewry

Indice WCIDSHRO : WCI Shanghai to Rotterdam Container Freight Benchmark Rate per 40 Foot Box (Taux de référence pour le fret conteneurisé de Shanghai à Rotterdam par boîte de 40 pieds)

Indice WCIDSHLA : WCI Shanghai to Los Angeles Container Freight Benchmark Rate per 40 Foot Box (Taux de référence pour le fret conteneurisé de Shanghai à Los Angeles)

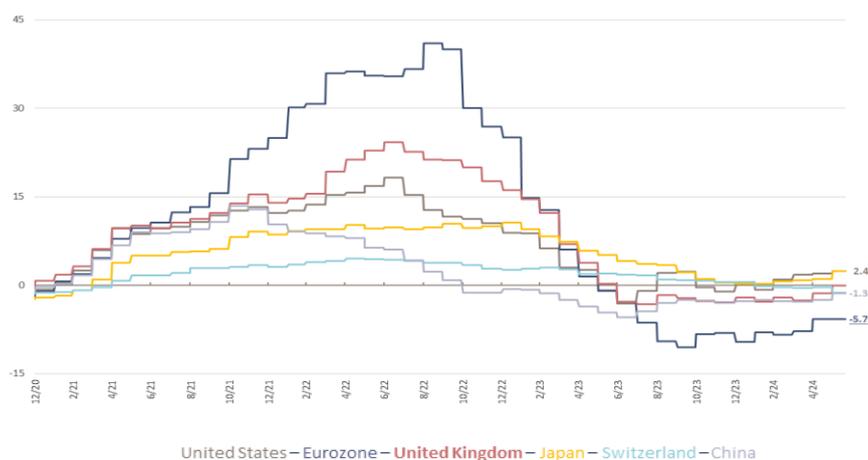
Aux États-Unis, une économie robuste combinée à la hausse des coûts du logement a maintenu les prix des services à un niveau élevé, empêchant les indicateurs d'inflation de base d'afficher une baisse plus marquée. Il convient de noter que les gains de productivité, en partie dûs à l'intelligence artificielle, ont contribué à atténué l'impact des hausses de salaire sur l'inflation, en particulier dans le secteur des services. L'inflation de base, qui exclut les prix des denrées alimentaires et de l'énergie, diminue effectivement, mais à un rythme beaucoup plus lent.

Dans la zone euro, l'inflation devrait osciller autour des niveaux actuels au second semestre avant de converger vers l'objectif de la Banque Centrale Européenne dans le courant de l'année 2025. Si l'on considère les différentes composantes, on devrait observer la même tendance pour les matières premières énergétiques et les denrées alimentaires. La version non énergétique et non alimentaire de l'IPCH devrait rester supérieure à l'inflation globale au cours des deux prochaines années. L'hypothèse centrale de cette projection s'explique par les pressions d'ajustement des salaires sur un marché du travail toujours tendu. Toutefois, ces pressions devraient être partiellement compensées par des gains de productivité. Par conséquent, le taux annuel moyen de l'inflation globale de l'IPCH devrait être de 2,5% en 2024, de 2,2% en 2025 et de 1,9% en 2026.

Au Japon, l'Indice des prix à la consommation national (IPC) a augmenté de 2,6 % en glissement annuel en mars, tandis que l'IPC de base de Tokyo a augmenté de 1,6 % en glissement annuel en avril, en forte baisse par rapport à +2,4 % en mars. Compte tenu de la tendance récente, les prévisions d'inflation ont été légèrement revues à la baisse, l'IPC de base devant s'établir à 2,6 % pour l'année fiscale 2024 (contre 2,8 %) et à 2,0 % pour l'année fiscale 2025. À plus court terme, cependant, les pressions restent à la hausse et nous pourrions assister à des dégagements dans la partie supérieure de la fourchette de 2 %, en partie en raison de la suppression des subventions sur les tarifs de l'électricité et du gaz.

En Chine, l'économie continue de souffrir des effets négatifs persistants de la crise immobilière, qui mine la confiance des entreprises et des consommateurs. Les autorités chinoises ont annoncé des mesures de soutien au secteur dans l'espoir de renforcer la confiance des consommateurs. La dernière publication des chiffres de l'inflation de base, qui excluent les éléments les plus volatils tels que les prix des denrées alimentaires et de l'énergie, a confirmé l'ampleur du défi auquel Pékin est confronté dans ses efforts pour stimuler la demande intérieure. L'inflation a augmenté de 0,6 % en glissement annuel en mai, contre 0,7 % en avril. Pour le reste de l'année, la persistance de la surcapacité industrielle devrait se traduire par une croissance très modeste des prix à la consommation, de l'ordre de 0,5 % en moyenne pour l'année.

Figure 6 : Indice des prix à la production (a/a, %)

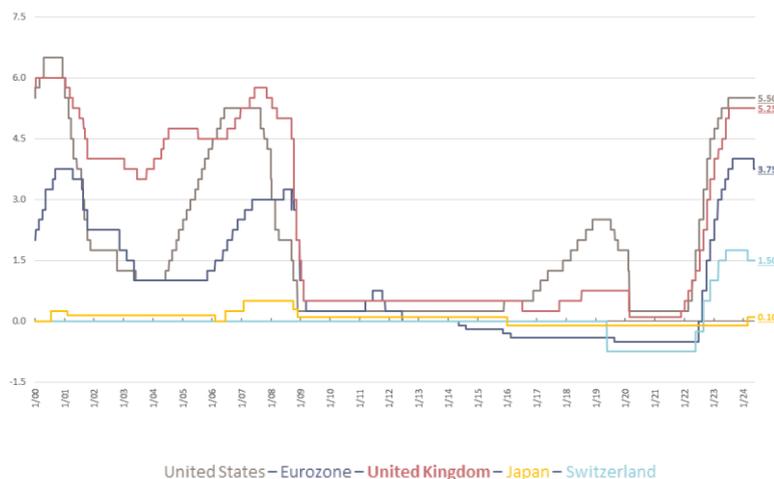


Source : Bloomberg

Perspectives de la politique monétaire : Moins de baisses de taux que prévue

Dans une tentative désespérée de contrer la hausse vertigineuse de l'inflation consécutive à la crise financière, les grandes banques centrales se sont lancées dans une hausse brutale, coordonnée et sans précédent de leurs taux d'intérêt directeurs. L'année 2023 marquera le point culminant de ces hausses, ainsi qu'un point d'inflation pour les anticipations de baisses de taux possibles et souhaitées en 2024. Bien sûr, ces anticipations ont été tempérées par la résilience de l'économie américaine, et nous entrons maintenant dans une phase de divergence des politiques monétaires avec la première baisse de la Banque Centrale Européenne, reflétant un cycle de désinflation différent.

Figure 7 : Taux directeurs (%)



Source : Bloomberg

Lors de sa réunion de juin, la Réserve fédérale a laissé son taux d'intérêt directeur inchangé, à son plus haut niveau depuis 23 ans, entre 5,25 % et 5,5 %. Alors que la Fed prévoit désormais une seule baisse de taux cette année et le marché tablant sur une variation de 60% pour une baisse en septembre, le ton plus ferme en termes de calendrier et de nombre de baisse en septembre, le ton plus ferme en termes de calendrier et de nombres de baisses est une réponse logique.

La délivrance d'un message de durcissement des taux est sans doute un moyen pour la Fed d'éviter une réaction euphorique des marchés, comme celle observée au quatrième trimestre, et de prendre en compte des conditions financières encore peu contraignantes. En effet, lors de la publication des chiffres encourageants de l'inflation le 12 juin, la réaction immédiate des marchés - baisse des taux d'intérêt à long terme et forte hausse des actions - a été équivalente à deux tiers d'une baisse de taux.

Figure 8 : Conditions financières aux États-Unis



Source : Bloomberg
 Indice NFCIINDX : Indice national des conditions financières de la Fed de Chicago

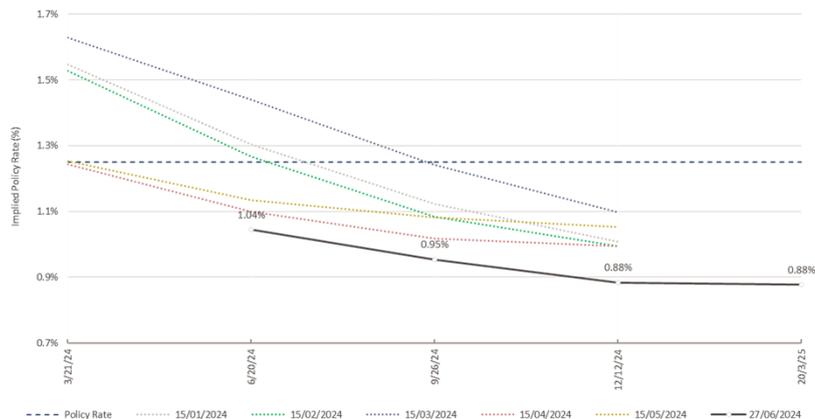
L'économie américaine reste pour l'instant solide, y compris le marché de l'emploi, mais il est clair que certains consommateurs se sentent à l'étroit, car les coûts d'emprunt restent élevés, qu'il s'agisse de prêts automobiles ou de taux hypothécaires. Les nouvelles projections de taux ont non seulement réduit le nombre de baisses attendues cette année, mais ont également relevé le taux "neutre" à long terme nécessaire pour maîtriser l'inflation tout en maintenant une croissance régulière.

En juin, la BCE a rejoint les banques centrales du Canada, de la Suède et de la Suisse en réduisant ses taux d'intérêt pour la première fois depuis près de cinq ans, marquant ainsi un tournant dans sa politique restrictive. Cette décision a été prise en réponse à la baisse de l'inflation, bien que des publications récentes aient mis en doute cette baisse. Malgré cette décision, la BCE est restée très vague quant aux prochaines étapes, réaffirmant que les baisses de taux seraient basées sur des données.

À la suite de cette annonce, et en particulier du manque de clarté entourant les décisions à venir, le marché a ajusté ses attentes concernant de nouvelles baisses de taux cette année, les probabilités d'une baisse en septembre et en décembre étant désormais à peu près égales.

Conformément aux attentes du marché, la Banque Nationale Suisse (BNS) a abaissé son taux d'intérêt directeur de 25 points de base à 1,25 %, ce qui constitue la deuxième baisse de l'année. La BNS a invoqué l'atténuation des pressions inflationnistes et la force du franc suisse. Une troisième baisse de taux est probable cette année, probablement en septembre, si les conditions le permettent.

Figure 9 : Taux directeur implicite (%)



Source : Bloomberg

Évaluation des titres à revenu fixe : Tout sur la courbe de rendement

En milieu d'année, les taux d'intérêt à court et à long terme (rendements obligataires) sont proches de leurs plus hauts niveaux, reflétant la persistance de l'inflation de base, en particulier aux États-Unis. Les investisseurs obligataires sont donc confrontés à des taux directeurs toujours élevés, en particulier aux États-Unis, et à un degré élevé d'incertitude quant au calendrier et à l'évolution des taux d'intérêt. L'ampleur des futures baisses de taux.

En conséquence, les investissements à court terme, y compris les prêts à effet de levier, ont enregistré de bonnes performances jusqu'à présent, tandis que le marché des obligations conventionnelles, dont la composante taux d'intérêt est plus large, a connu des résultats plus mitigés.

La relative stabilité des taux directeurs, à leur plus haut niveau depuis deux décennies, et le resserrement des écarts de taux vers le bas de leur fourchette historique ont fait des obligations une classe d'actifs attrayante du point de vue du rendement global. La prédominance actuelle de la composante taux d'intérêt dans les rendements attendus a accru l'importance du lissage de la courbe des rendements.

Pour le second semestre, le segment du crédit reflète pleinement un contexte macroéconomique équilibré, avec une croissance proche du potentiel et une baisse progressive de l'inflation, ce qui donnera aux banques centrales une plus grande marge de manœuvre pour réduire les taux d'intérêt.

Nous avons commencé l'année en privilégiant les obligations d'entreprises, en particulier celles à haut rendement, et en nous montrant prudents à l'égard des titres à revenu fixe de base, principalement en raison des attentes du marché en matière de réduction des taux d'intérêt. Depuis, les attentes du marché se sont ajustées, avec au maximum deux baisses de taux aux États-Unis, la première en septembre. À ces niveaux, nous pensons qu'il serait judicieux d'augmenter notre exposition à la partie intermédiaire de la courbe afin de bénéficier de sa pentification.

En même temps, les signes croissants de ralentissement sur le marché du travail américain, avec leurs implications pour l'inflation et la croissance, nous incitent à nous protéger contre une résurgence des craintes de récession ou un choc imprévu en prenant une position à l'extrémité longue de la courbe (10 ans et plus).

En ce qui concerne le crédit, notre position est plus équilibrée, avec des obligations de qualité, des obligations à durée de marché et des obligations à haut rendement à durée modeste. Pour le reste de l'année, nous pensons également qu'il serait judicieux de renforcer notre diversification géographique, ce que nous faisons en augmentant notre allocation aux obligations d'entreprises des marchés émergents en devises fortes.

Évaluation des actions : Rechercher la croissance des bénéfices

Après un début d'année en fanfare, le consensus sur la croissance économique pour le reste de l'année et jusqu'en 2025 semble assez favorable aux marchés boursiers. Il y a certainement des risques qui pourraient faire dérailler ce contexte de croissance, grâce à un marché du travail sain qui soutiendra la consommation des ménages. La perspective d'un groupe élargi de banques centrales en mode d'assouplissement aidera également. Enfin, la solidité des bénéfices des entreprises laisse présager un bon second semestre.

Le consensus de Wall Street table sur une croissance des bénéfices de plus de 10 %, peut-être de manière un peu optimiste, avec une accélération jusqu'en 2025, ce qui laisse la porte ouverte à la déception. En dehors des États-Unis, la croissance des bénéfices est clairement à la traîne, à l'exception des marchés émergents.

En termes de valorisation, le marché américain se négocie bien au-dessus de sa moyenne historique de la dernière décennie. L'Europe continue de se négocier en dessous de sa moyenne historique, tandis que le Japon se négocie désormais au-dessus de son ratio cours/bénéfice historique sur 10 ans. Quant aux marchés émergents, leurs valorisations sont en ligne avec celles des dix dernières années.

Figure 10 : Croissance annuelle des bénéfices



Source : Bloomberg, Capital Group, FactSet

Actions américaines : Valorisation excessive

Le S&P 500, largement considéré comme le meilleur indicateur des actions américaines à grande capitalisation, a progressé de près de 14% cette année et le Nasdaq 100 de 16%, en grande partie grâce à une poignée de méga-capitalisations technologiques. Le marché haussier actuel dure maintenant depuis 20 mois et a généré un gain de plus de 50% depuis les creux d'octobre 2023.

Lorsque la croissance du PIB nominal ralentit, il devient plus difficile d'obtenir une croissance à deux chiffres des bénéfices. Historiquement, lorsque la croissance du PIB nominal se situe entre 4 et 6%, comme c'est le cas aujourd'hui, la croissance des bénéfices se situe en moyenne autour de 5% !

Après avoir annoncé une croissance des bénéfices (en glissement annuel) de 1% en 2023, les analystes prévoient collectivement une croissance des bénéfices en glissement annuel de 11,3% en 2024 et de 14,4% en 2025. Si l'on supprime les "Sept Magnifiques" on constate que les bénéfices sont restés stables depuis 2022.

S'il y parvient, ce ne sera que la troisième fois au cours des 15 dernières années que l'indice des grandes capitalisations américaines affichera une croissance à deux chiffres de ses bénéfices pendant deux années consécutives. Ces attentes sont très ambitieuses et laissent peu de place à la déception compte tenu des valorisations actuelles du marché.

Les valorisations actuelles semblent tendues, l'indice se négociant à un ratio P/E actuel de 23,0, supérieur au ratio P/E médian de 19,1 depuis 1990. Bien entendu, la valorisation n'est pas un indicateur du moment opportun, mais une correction ne serait pas une grande surprise compte tenu du contexte macroéconomique, de l'élection présidentielle de novembre et de l'augmentation des risques géopolitiques.

Figure 11 : Paramètres d'évaluation

		2024	2025	2026
ÉTATS-UNIS Grandes Capitalisations	Croissance du BPA	11.6	14.4	12.0
	Ratio P/E	22.5	19.7	17.5
	PEG	1.4	1.2	1.1
Europe Grandes Capitalisations	Croissance du BPA	7.0	10.1	8.9
	Ratio P/E	14.1	12.8	11.8
	PEG	1.3	1.2	1.1

Source : Factset

Actions européennes : Optimisme dans un contexte procyclique

Avant le résultat des élections européennes et la dissolution inattendue de l'Assemblée nationale en France, les perspectives semblaient plus favorables. La baisse progressive de l'inflation a permis à la BCE de commencer à assouplir sa politique monétaire, tandis que la Fed est restée en attente.

La hausse de la confiance des consommateurs en Europe et de nouvelles réductions des taux d'intérêt devraient soutenir les dépenses des ménages. Outre le rebond attendu des dépenses de consommation, les indices PMI composites et surtout les indices PMI manufacturiers, qui sont des indicateurs avancés fiables de la croissance économique future, ont continué à se redresser et sont désormais en territoire expansionniste depuis mars 2024. Un environnement favorable aux entreprises et aux investissements.

Les convictions d'investissement : Le second semestre 2024

#1 - Obligations d'État à long terme : rendement attractif offrant une protection

Après avoir prédit une récession pour l'ensemble de l'année 2023, notamment en raison de l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur l'économie, entraînant une inversion de la courbe des taux, historiquement annonciatrice d'une récession, les prévisions se sont éloignées de cette prédiction, reconnaissant que ce cycle a pu être modifié par les mesures prises à l'époque de COVID.

Toutefois, il nous semble que la probabilité de 10 % attachée au risque de récession pourrait être revue à la hausse. En effet, jusqu'à présent, une publication légèrement plus faible a été perçue comme une bonne nouvelle, car elle augmente la probabilité d'une baisse des taux d'intérêt. Toutefois, si nous devons entrer dans une phase plus douce, nous pourrions assister à une réévaluation des probabilités de chaque scénario.

Après d'importantes hausses des marchés et un rééquilibrage, il semble opportun de revoir l'attrait intrinsèque de chaque classe d'actifs, les stratégies et leur interaction avec le reste du portefeuille. Après plusieurs trimestres d'absence, les obligations d'État sont de retour, offrant un rendement décent et, surtout, la possibilité de se protéger contre les turbulences et les baisses de marché.

Comment maximiser la performance lorsque la courbe de rendement change ?

Après le crédit, le succès de la performance du portefeuille obligataire réside sans aucun doute dans la gestion de la dynamique de la courbe. Initialement présenté comme le « trade » pour 2024, le steepening trade s'est avéré être un flop. Le report constant des baisses de taux aux États-Unis a pesé sur cette position. Même si les contrats de swap tablent sur une baisse en septembre, si le steepening ne se produit pas rapidement, il ne sera pas facile d'obtenir une performance positive sur ce trade en raison des coûts de portage.

Après la fin d'un marché baissier historique des obligations à long terme en octobre 2023, la reprise a été de courte durée, car les premiers mois de 2024 ont ravivé le scepticisme quant à la poursuite de la tendance désinflationniste et, partant, quant aux baisses de taux attendues en 2024 et 2025.

Comme nous l'avons déjà dit, les obligations à long terme augmenteront fortement si les risques de récession réapparaissent ou si la désinflation s'accélère. Nous pensons donc qu'il serait prudent de constituer une position sur ce segment, non seulement pour obtenir un rendement attrayant, mais aussi pour bénéficier d'une accélération de la baisse de l'inflation et, à terme, d'un ralentissement économique plus prononcé.

#2 - Dette d'entreprise des marchés émergents (devises fortes) : fondamentaux et rendement attractif

Après un premier semestre favorable au crédit d'entreprise des marchés émergents, nous ajoutons cette thèse à notre liste de convictions élevées pour le second semestre, car le potentiel de création de valeur élevée reste intact. Les vents contraires sont toujours en place : un rendement attractif, une croissance mondiale robuste et généralisée et des banques centrales qui ont entamé leur cycle d'assouplissement pour apporter leur soutien.

Sur le front de la croissance, le différentiel de croissance entre les marchés émergents et les marchés développés, communément appelée "prime de croissance économique", devrait s'accroître au cours du second semestre 2024.

Historiquement, l'élargissement de cette prime de croissance a conduit à des rendements largement positifs pour les marchés obligataires émergents, en particulier pour les émetteurs privés, comme le montrent les rendements obtenus entre 2002 et 2023 ci-dessous :

Figure 12 : Rendement annuel moyen pendant les années d'accélération de la croissance du PIB des pays émergents

Dette d'entreprise des marchés émergents		
Qualité d'investissement (IG)	Marché	Haut rendement (HY)
6.6%	7.9%	11.9%

Source: J.P. Morgan, Bloomberg au 31 décembre 2023

Bien que le calendrier et l'ampleur du cycle d'assouplissement de la Fed restent incertains, le segment de la dette des marchés émergents s'est historiquement bien comporté lorsque les taux d'intérêt américains sont en baisse. Ainsi, les baisses de taux attendues par la Fed, même si elles sont reportées à septembre, constitueront un catalyseur supplémentaire et donneront de l'élan aux flux d'investisseurs.

Les bilans des entreprises des pays émergents sont solides et l'effet de levier se compare favorablement à l'équivalent américain, par exemple un effet de levier net de 1,0x contre 2,8x pour IG et de 2,3x contre 3,5x pour HY. Elles offrent donc de meilleures caractéristiques en termes de rendement, d'écart de taux et de risque fondamental, ce qui les rend particulièrement attrayantes à la veille d'un cycle d'assouplissement monétaire par la Réserve fédérale.

Figure 13 : Données de l'entreprise EM

	Yield to worst (%)	Duration modifiée (années)	Écart (pb)
EM Corporate HY ²	8.96	3.44	485
Sociétés américaines HY ³	7.93	3.98	296

Source : Bloomberg, Amundi au 31 mai 2024

#3 - " EU Fantastic Five " ⁴ préféré à " US Magnificent Seven " ⁵

Lorsque nous parlons d'entreprises en croissance, nous nous référons souvent aux entreprises les plus influentes dans leur zone géographique - les Sept Magnifiques (Mag 7) aux États-Unis et les Cinq Fantastiques (Fan 5) en Europe.

Les Mag 7 sont fortement exposées au secteur technologique et sont à l'avant-garde des révolutions de l'intelligence artificielle et de du cloud. Contrairement à leurs homologues américains, les Fan 5 sont composés de cinq leaders mondiaux diversifiés dans les secteurs de la santé, de la technologie et de la consommation, européens.

La croissance historique des bénéfices a été plus forte pour le Mag 7 grâce à la croissance exceptionnelle de Nvidia.

Mais qu'en est-il de la croissance future des bénéfices ? Selon les prévisions du consensus, le Fan 5 devrait surpasser le Mag 7, avec une croissance des bénéfices de 18 % par an au cours des trois prochaines années, contre 14 % pour le Mag 7. La croissance la plus rapide des bénéfices dans le panier européen est due à l'avantage de Novo Nordisk sur le marché en forte croissance des médicaments GLP-1 contre le diabète et l'obésité.

Contrairement à ce que l'on pourrait penser, le Mag 7 est légèrement moins cher sur la base des estimations de bénéfices du consensus pour 2024, puisqu'il se négocie à 32 fois les bénéfices à terme contre 34 fois pour le Fan 5. Grâce à sa croissance supérieure au cours des prochaines années, le multiple P/E du Fan 5 diminuera rapidement pour atteindre la parité d'ici 2025, puis une décote par la suite.

Dans ce contexte, les Cinq Fantastiques ont un rôle à jouer dans un portefeuille car ils offrent des caractéristiques de résilience complémentaires et un profil moins exubérant que les Sept Magnifiques.

² Indice J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified Non-IG (au 31 mai 2024)

³ Indice S&P U.S. High Yield Corporate (au 31 mai 2024)

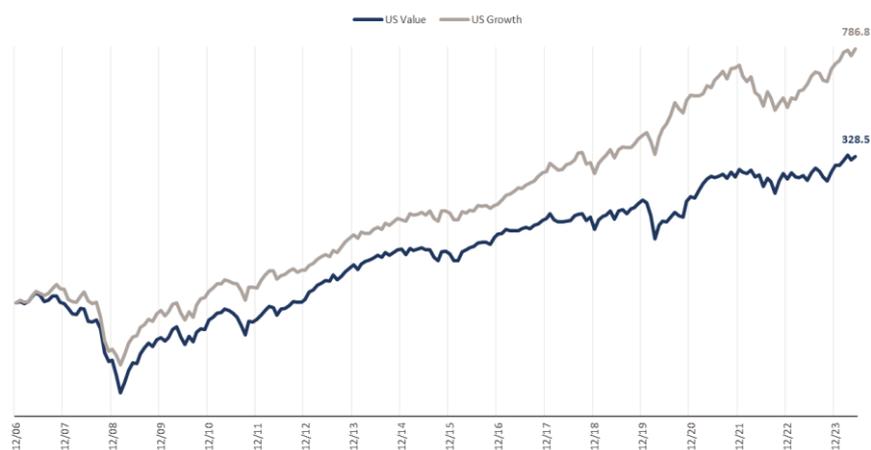
⁴ ASML holding, AstraZeneca, Novo Nordisk, LVMH et SAP

⁵ Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla

#4 - Ajouter de la diversité à nos portefeuilles

Depuis 2007, les conditions économiques ont créé un environnement dans lequel, à l'exception notable de 2022, les valeurs de croissance ont prospéré tandis que les valeurs de rendement ont été misérablement à la traîne. Ce phénomène a été exacerbé par les performances impressionnantes d'un nombre limité de valeurs de croissance, telles que les "Magnificent Seven" aux États-Unis et les "Fantastic Five" en Europe. La dichotomie des résultats entre ces deux approches a relancé le débat parmi les investisseurs sur les mérites, voire la raison d'être, de l'approche "value".

Figure 14 : Rendement total de l'indice américain de « value » et de croissance



Source : Bloomberg, calculs FFGG

Quelle est l'origine possible de cette divergence ?

Après plus d'une décennie de taux d'intérêt bas, 2022 a marqué la fin de ce paradigme, qui a soutenu et favorisé les actifs à long terme tels que les actions, et en particulier le sous-ensemble des sociétés de croissance. La phase initiale de la hausse rapide et sans précédent des taux directeurs a eu un impact significatif sur les prix des actions des entreprises technologiques au début de ce cycle de resserrement monétaire.

Nombreux sont ceux qui pensaient que 2022 serait l'année de référence. Cela s'est avéré être le cas, puisque l'indice mondial de croissance a chuté de près de 30%, tandis que l'indice mondial de valeur n'a perdu qu'environ 8,5%. Malheureusement, la remontée a été de courte durée, car l'année suivante, l'indice de croissance a affiché une performance impressionnante, avec un écart - le deuxième après 2020 - le plus important depuis 25 ans.

À la fin de 2023, les actions de « valu » correspondaient au segment le moins cher du marché. Cette tendance était encore plus marquée dans la catégorie des petites capitalisations. Après des années de domination des valeurs de croissance à grande capitalisation, il est probablement temps d'envisager d'ajouter un peu de diversité à nos portefeuilles.

#5 - Les moyennes et petites capitalisations européennes et américaines prêtes pour un rebond

L'une de nos convictions du premier semestre a été de réitérer notre foi dans les opportunités offertes par les sociétés de petite et moyenne capitalisation. Pourquoi maintenir cette conviction après un semestre très contrariant pour ce segment de marché ?

Au cours des deux dernières années et demie, tant aux États-Unis qu'en Europe, les petites et moyennes capitalisations ont sous-performé les principaux indices tels que le S&P 500 et le Stoxx 600. L'ampleur de l'écart de performance s'explique en partie par les performances exceptionnelles d'un nombre limité de titres.

Cette situation est en partie due à une inflation élevée, qui a contraint les banques centrales à relever les taux d'intérêt pour enrayer ce phénomène, et a entraîné une augmentation du coût de la dette et donc du coût du capital. Le nouvel environnement de taux d'intérêt a eu un impact disproportionné sur les entreprises de petite et moyenne capitalisation, qui ont souvent des bilans plus faibles, davantage de financement à court terme et moins de pouvoir de fixation des prix. En conséquence, elles ont été perçues comme plus risquées par les investisseurs, qui se sont tournés vers la plus grande sécurité offerte par les grandes capitalisations.

Le succès des banques centrales dans la lutte contre l'inflation devrait permettre un certain assouplissement monétaire, qui a déjà commencé en Suisse et dans la zone euro. Cet assouplissement devrait soutenir directement les moyennes et petites capitalisations en inversant la tendance des coûts d'intérêt et en ravivant ainsi l'intérêt des investisseurs.

Après avoir longtemps bénéficié d'une prime par rapport aux grandes capitalisations, les performances relatives récentes ont inversé la tendance, les petites capitalisations se négociant désormais à une décote. Cette situation est clairement en dehors des normes historiques et, bien qu'elle soit quelque peu contradictoire étant donné l'accent mis sur les méga-capitalisations, elle offre un potentiel de rattrapage indéniable pour le second semestre de l'année.

Vues par Classe d'Actif – Second Semestre 2024 : Passage à la neutralité

Classe d'actifs

	S1 24	S2 24
Argent liquide	=/+	+
Obligations	-/=	=
Actions	+	=
Alternatifs	-/=	-/=
Devises (USD vs. G10)	=	=/+
Matières Premières	-/=	-

Obligations

		S1 24	S2 24
Obligations Gouvernementale	ÉTATS-UNIS	=/+	+
	L'UE	=/+	+
	ROYAUME-UNI	=	=
	CH	-	=
Obligations d'Entreprise	US IG	+	+
	UE IG	+	+
	US HY	+	+
	UE HY	+	+
Dettes Des Marche Emergents	Souverain HC	-/=	=
	Souverain LC	=	=
	Entreprise IG - HY	+	+

Actions

		S1 24	S2 24
États-Unis	Grandes	-/=	-/=
	Petites	=/+	=
Europe	Grandes UE	=/+	+
	Petites UE	+	+
	Grandes CH	=	=
	Petites CH	+	+
	ROYAUME-UNI	=	=
Autres	Japon	-	-
	Chine	+	=/+
	Inde	=	=
	Autres EM	=	=

(-) Sous-pondération, (=) Neutre, (+) Surpondération

CLAUSE DE NON-RESPONSABILITÉ

The Forum Finance Group S.A. (FFG) est autorisé par la FINMA en tant que gestionnaire de fortune et enregistré auprès de la SEC en tant que conseiller en investissement. Bien que le Forum Finance Group S.A. (FFG) ait pris toutes les précautions nécessaires pour assurer l'exactitude des informations publiées, aucune garantie ne peut être donnée quant à l'exactitude, la fiabilité, l'actualité ou l'exhaustivité de ces informations. FFG décline, sans limitation, toute responsabilité pour toute perte ou dommage de quelque nature que ce soit, y compris tout dommage direct, indirect ou consécutif, qui pourrait résulter de l'utilisation de ce document. L'ensemble du contenu de ce document est soumis au droit d'auteur avec tous les droits réservés. Il est interdit de reproduire (en tout ou en partie), de transmettre (par voie électronique ou autre), de modifier ou d'utiliser ce document à des fins publiques ou commerciales sans l'autorisation écrite préalable de FFG. Veuillez consulter le site www.ffgg.com pour obtenir notre clause de non-responsabilité complète.

FFG

FORUM FINANCE

1994

The Forum Finance Group SA

65, rue du Rhône - CH-1204 Genève - Case postale - CH-1211 Genève 3 - T +41 22 552 83 00

FFGG.COM