

Politique d'Investissement

4^e trimestre 2024 | Septembre 2024

Rédaction | **Gianluca Tarolli, CFA** | Chef économiste et stratéliste, co-CIO

Points clés

Élections américaines: une campagne agitée

Alors que l'issue des élections présidentielles américaines semblait acquise aux Républicains, le désistement dans le camp démocrate de J. Biden en faveur de la vice-présidente K. Harris a profondément changé la donne: les **sondages** sont très serrés et le résultat incertain.

Or, leurs programmes affichent des priorités bien distinctes. Les Républicains envisagent avant tout de **favoriser les entreprises** américaines en réduisant de 21 à 15% le taux d'imposition sur les bénéfices tout en diminuant la régulation de manière générale. Pour les ménages, y compris les plus riches, la reconduction des baisses d'impôts décidées lors du premier mandat de Trump et qui arrivent à terme à la fin de l'année 2025 est la mesure principale. L'IRA (Inflation Reduction Act) devrait être maintenu tant il est efficace, mais avec quelques ajustements en faveur des énergies fossiles. Enfin, le volet protectionniste consistant à relever et instaurer de nouveaux droits de douanes pour tous les produits importés, principalement de Chine mais pas seulement, ainsi qu'à drastiquement limiter l'immigration s'oppose au programme démocrate et serait aussi plus inflationniste. Sur le plan fiscal, le camp Harris souhaite favoriser **les ménages** au détriment des entreprises. Le renouvellement des baisses d'impôts se concentre en effet sur les familles tout en excluant les ménages aux revenus les plus élevés. Ces dépenses seraient en partie financées par une hausse à 28% du taux d'imposition des bénéfices des entreprises. Mais plus globalement, et malgré un **déficit** à 6.7% du PIB cette année, la volonté de réduire ce dernier n'est au cœur d'aucun des programmes.

Les résultats des élections au **Congrès** (Chambre et Sénat) seront néanmoins déterminants pour l'application des programmes des deux camps. Un Congrès divisé, scénario hautement probable, diluerait les aspects les plus clivants des candidats et les blocages, notamment sur le front fiscal, seraient nombreux.

Ce regain d'incertitude au niveau politique est de nature à entretenir une certaine **volatilité** sur les marchés financiers d'ici au 5 novembre.

Scénario et conclusions

- Les **élections** américaines sont une source d'incertitude
- **L'inflation** confirme être sur la trajectoire désirée
- **Les baisses** de taux des banques centrales se généralisent
- Signes de fragilité sur **l'emploi** aux États-Unis...
- ... alors que **l'Europe et la Chine** déçoivent

- **Actions:** légère sous-pondération, paris régionaux limités
- **Obligations:** surpondérées (obligations d'entreprise de qualité, IG)
- **Devises:** préférence pour le CHF et l'USD
- **Liquidités:** neutres

Allocation d'actifs

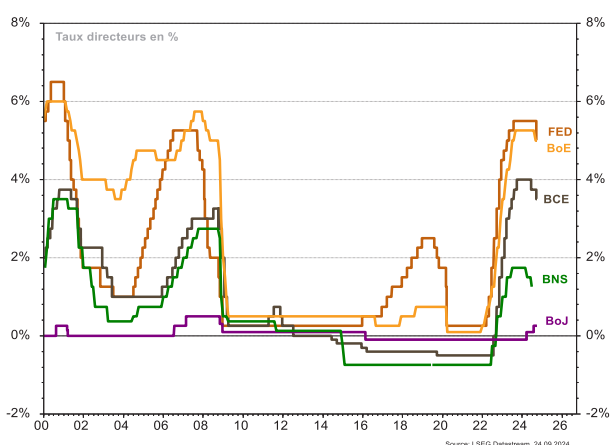
	UW (-)	N (=)	OW (+)
Actions	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Obligations souveraines	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Crédit	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Investissements alternatifs	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Liquidités	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Actions			
Etats-Unis	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Europe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Suisse	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Japon	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Marchés émergents	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Obligations			
Souveraines	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Entreprises de qualité (inv. grade)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Entreprises à hauts rendements	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Souveraines marchés émergents (USD)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Souveraines marchés émergents (local)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Économie: la décélération de l'inflation justifie un desserrement monétaire généralisé

La conjoncture ralentit aux États-Unis et, contrairement à ce que la dynamique laissait croire au premier semestre, elle n'accélère ni en Europe ni en Chine.

Outre-Atlantique, le débat sur un **atterrissage en douceur** de l'activité demeure ouvert. En effet, les messages distillés par les statistiques économiques publiées au cours des derniers mois divergent. Parmi les éléments en faveur de ce scénario, la décélération de **l'inflation** a un rôle prépondérant. En effet, sans elle, difficile d'imaginer un cycle de desserrement monétaire susceptible de redynamiser le crédit au secteur privé (**graphe 1**).

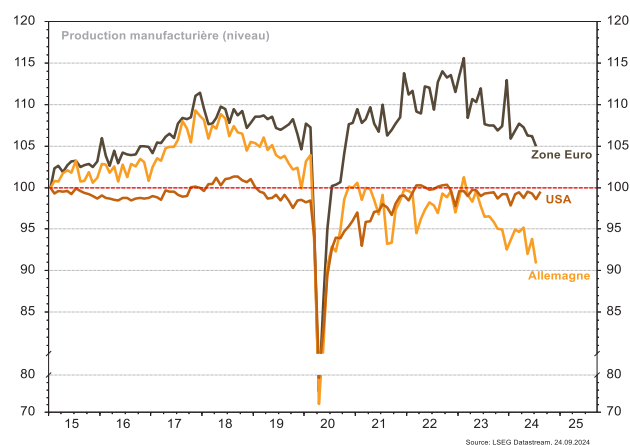
Graphe 1 | Banques centrales: desserrement monétaire généralisé



La guerre contre la flambée des prix est considérée comme gagnée dès lors que la croissance annuelle des prix se rapproche de l'objectif de 2% établi par les banquiers centraux. Aux États-Unis, elle se situe encore à 2.6% a/a, mais elle n'est que de +1.1% en rythme annualisé sur les trois derniers mois, signe qu'elle suit la trajectoire désirée. La résilience du **secteur des services** soutient également la thèse de l'atterrissage en douceur. La confiance des directeurs d'achats, qu'elle soit mesurée par le PMI (à 55.2) ou par l'ISM (à 51.5) en août, pointe vers la poursuite de la croissance de l'activité

qui a été, en termes de PIB, de 3% au T2 (t/t annualisée). En revanche, le secteur **manufacturier** stagne au mieux, avec une production qui est en juillet inférieure à celle de mars 2022 (**graphe 2**), et ses perspectives ne s'améliorent pas: l'indicateur de confiance avancé ISM manufacturier navigue en territoire de contraction (<50) depuis octobre 2022 et marque le pas au niveau de 47.2. Cette faiblesse trouve malheureusement confirmation dans la destruction de 33'000 postes de travail dans le secteur depuis le début de l'année.

Graphe 2 | Monde: la production manufacturière stagne au mieux



Le marché de **l'emploi** est justement le sujet le plus controversé dans ce débat. En effet, si la révision annuelle des emplois créés sur les douze derniers mois (à mars 2024) affiche 830'000 postes en moins qu'initialement publié et que les deux derniers mois ont déçu (avec seulement 89'000 puis 142'000 emplois nouveaux en juillet et août), l'économie américaine embauche toujours et favorise la consommation. Néanmoins, si pour l'heure les licenciements sont encore limités, des signes de fragilité sont de plus en plus visibles. Le nombre de postes à pourvoir chute, tout comme celui des emplois temporaires (**graphe 3**). De même, en dehors des sec-

Marchés financiers

*) Au 20.09.2024	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
	Prix (monnaie locale)	Trimestre T3*	Depuis le 31.12.2023	P/BPA à 12 mois	Rendement sur dividende	Prix / Actifs nets	BPA à 12 mois	BPA 2024	BPA 2025	BPA 2026
Marchés des actions										
Etats-Unis	5 427.20	4.51%	19.20%	21.04	1.6%	4.9	14%	10%	16%	13%
Europe	514.26	0.56%	7.35%	13.07	3.3%	2.0	9%	4%	10%	10%
Japon	2 642.35	-6.00%	12.00%	13.22	2.2%	1.3	9%	9%	10%	9%
Suisse	11 934.07	-0.50%	7.10%	16.74	3.1%	3.9	11%	14%	10%	10%
Royaume-Uni	4 501.08	1.10%	6.40%	11.37	3.7%	1.8	6%	0%	8%	8%
Marchés Emergents (USD)	1 106.44	1.86%	8.08%	11.47	2.9%	1.6	17%	24%	16%	11%
Monde (USD)	3 676.84	4.70%	16.00%	18.29	2.1%	3.3	12%	8%	13%	12%

Source: Datastream, Consensus IBES

teurs de la santé et de l'éducation, il faut constater un recul. Or, ce sont historiquement des signaux avancés d'une dégradation plus généralisée du marché du travail et donc d'une récession...

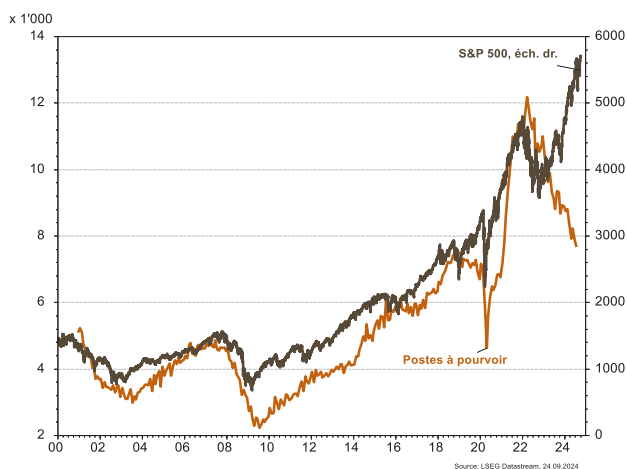
Alors qu'au premier semestre, la croissance avait agréablement surpris dans la **zone euro** (hors Allemagne), la dynamique conjoncturelle s'essouffle. Déjà au T2, la composition de la croissance du PIB (+0.2% t/t; +0.6% a/a) s'est révélée décevante: les dépenses gouvernementales (+0.6% t/t), non soutenables, ont compensé la contraction de la consommation (-0.1% t/t) et des investissements (-2.2% t/t). De même, encore plus qu'aux États-Unis, le secteur manufacturier souffre. Il est clairement en **récession** avec une production en contraction de 4.9% a/a en juin pour l'ensemble de la zone, avec l'Allemagne en retrait de près de 6% a/a en juillet (**graphe 2**). De plus, la confiance des directeurs d'achats, à 45.8 en août, bien qu'au-dessus du niveau de dépression de juillet 2023 à 42.7, est en zone de contraction et n'indique pas un redressement de l'activité. La dichotomie avec les services est la même qu'aux États-Unis: le niveau de confiance est plus élevé et en hausse à 52.9 en août. Mais ce chiffre a été artificielle-

ment gonflé par l'euphorie des Jeux olympiques à Paris qui ont propulsé l'optimisme des services en France de 50.1 en juillet à 55 en août. La bonne nouvelle nous vient de l'inflation. La croissance des prix s'établit en effet à 2.2% a/a et permet à **la BCE** de poursuivre son cycle de réduction des taux directeurs entamé en juin (**graphe 1**). Ce mouvement est accompagné par le desserrement des conditions d'octroi de crédit des banques commerciales qui devrait permettre une amélioration des perspectives.

L'économie helvétique résiste mieux et affiche une croissance du PIB au T2 de +0.7% t/t, supérieure aux attentes. La composition de la croissance est meilleure qu'en zone euro, avec notamment une consommation en hausse de 0.3% t/t. Néanmoins, les investissements en équipements déçoivent et se contractent de 0.8% t/t. Comme ailleurs, le secteur manufacturier souffre et les perspectives ne sont pas enthousiasmantes malgré un rebond de l'indice des directeurs d'achats à 49 en août, au plus haut depuis dix-huit mois. La confiance dans le secteur des services se porte mieux et affiche un niveau de 52.9, compatible avec une croissance satisfaisante. L'inflation poursuit sa décélération à 1.1% a/a en août, plus rapidement que ce qui était escompté par la BNS en juin. Cette tendance favorable autorisera la Banque nationale à couper encore une fois ses taux d'intérêt avant la fin de l'année (**graphe 1**).

Enfin, l'accélération de l'activité en **Chine** est encore repoussée. La crise immobilière affecte la confiance des ménages, qui préfèrent épargner plutôt que dépenser. De plus, les efforts des autorités privilégient les mesures de relance favorisant l'offre. Le risque est de voir des surcapacités s'accroître et donc maintenir une croissance des prix trop faible, entretenant le risque de déflation. En effet, la croissance des prix à la consommation n'est que de 0.6% a/a et celle des prix à la production est négative (-1.8% a/a). La PBoC pourrait donc être incitée à intensifier ses efforts en attendant que des décisions politiques plus orientées en faveur de la demande ne voient le jour.

Graphe 3 | États-Unis: dichotomie entre fondamentaux et marchés des actions



Obligations souveraines à 10 ans	Niveau au 20.09.2024	Variation T3* (en pb)	Var. depuis le 31.12.2023 (en pb)
Taux USD - Etats-Unis	3.73%	-65	-14
Taux EUR - Allemagne	2.15%	-30	15
Taux JPY - Japon	0.87%	-16	25
Taux CHF - Suisse	0.51%	-5	-19
Taux GBP - Royaume-Uni	3.90%	-26	30
Marchés émergents (USD)	6.54%	-99	-78
Marchés émergents (devise locale)	3.64%	-29	-44
Matières premières	Prix	Trimestre T3*	Depuis le 31.12.2023
Or (USD/onçe)	2 614.05	12.0%	27.0%
Brent (USD/bl)	75.58	-14.0%	-2.9%

FX	Niveau au 20.09.2024	Variation T3*	Variation depuis le 31.12.2023
EUR vs CHF	0.9476	-1.60%	1.93%
EUR vs USD	1.1130	3.84%	0.75%
EUR vs JPY	160.9440	-6.65%	3.35%
EUR vs NOK	11.7320	2.81%	4.58%
GBP vs EUR	1.1905	0.92%	3.17%
GBP vs USD	1.3281	5.06%	4.18%
USD vs CHF	0.8504	-5.36%	1.04%
USD vs CAD	1.3576	-0.79%	2.95%
AUD vs USD	0.6794	1.72%	-0.44%

Source: Datastream

Préférences monétaires

Rang 1 Appréciation attendue CHF USD	Rang 2 Stabilisation OR EUR JPY NOK	Rang 3 Dépréciation attendue GBP
<ul style="list-style-type: none"> ▪ CHF: est une devise de refuge et de protection, ce qui compense une rémunération plus faible. Sa valorisation n'est pas excessive ▪ USD: valorisation élevée, mais bénéficie de taux d'intérêt plus élevés et est aussi une devise de protection 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ OR: des baisses de taux seront un support. Protection contre le risque géopolitique, les déficits US et une dépréciation du dollar ▪ EUR: valorisation attrayante mais les incertitudes politiques sont un frein ▪ JPY: valorisation très attrayante. L'abandon de la politique à taux zéro est un support ▪ NOK: monnaie de diversification, corrélée au prix du pétrole 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ GBP: sa valorisation n'est plus un atout et le potentiel de croissance est plus faible. La nouvelle stabilité politique est un soutien.

Conclusions d'investissement

La valorisation élevée des **actions** est moins justifiée lorsque la conjoncture économique se révèle moins favorable qu'initialement espéré et que l'incertitude quant aux résultats des élections américaines augmente. Plus généralement, l'optimisme qui règne autour de la thématique de l'intelligence artificielle semble être devenu excessif, rendant le secteur de la technologie (plus de 30% de la capitalisation boursière américaine) vulnérable à toute déception. Un positionnement plus prudent sur la classe d'actifs nous semble dès lors légitime.

En revanche, la confirmation de la décélération de l'inflation tant aux États-Unis qu'en zone euro et en Suisse permet aux banques centrales de poursuivre leur cycle de baisses de leurs taux directeurs. Ainsi, les taux d'intérêt à échéances plus longues en profitent et reculent également. Nous avons donc renforcé notre positionnement sur **les obligations** souveraines, (sauf en CHF) au

détriment des liquidités dont la rémunération se réduit. En Suisse, **l'immobilier résidentiel** coté, les produits structurés décorrélés et certaines stratégies de hedge funds sont des alternatives valides aux obligations dont les rendements sont déjà trop faibles, en particulier pour les maturités les plus longues.

Le début de desserrement monétaire de la Réserve fédérale des États-Unis pourrait marquer le début d'un cycle de dépréciation de l'**USD**. Néanmoins, la rémunération du billet vert demeure élevée et une réduction de notre exposition à la devise américaine s'annonce graduelle.

Un rééquilibrage favorisant l'**or**, déjà bien présent dans nos allocations, offre non seulement une protection contre le dollar, mais également une assurance contre le risque d'un dérapage budgétaire. Par ailleurs, la baisse des taux d'intérêt réels agit positivement sur le prix du métal précieux.

Clôture de la rédaction | 10 septembre 2024

Ce document a été produit uniquement à des fins d'information générale et est exclusivement fourni par Bordier & Cie SCmA dans le cadre d'une relation contractuelle existante avec le destinataire qui le reçoit. Les vues et opinions exprimées sont celles de Bordier & Cie SCmA. Son contenu ne peut être reproduit ou redistribué par des personnes non autorisées. Toute reproduction ou diffusion non autorisée de ce document engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites. Les éléments qui y figurent sont fournis à titre informatif et ne constituent en aucun cas une recommandation en matière d'investissement ou un conseil juridique ou fiscal fournis à des tiers. Par ailleurs, il est souligné que les dispositions de notre page d'informations légales sont entièrement applicables à ce document, notamment les dispositions relatives aux limitations liées aux différentes lois et réglementations nationales. Ainsi, la Banque Bordier ne fournit aucun service d'investissement ni de conseil à des «US Persons» telles que définies par la réglementation de la Commission américaine des opérations de Bourse (SEC). En outre, l'information figurant sur notre site Internet – y compris le présent document – ne s'adresse en aucun cas à de telles personnes ou entités.

Politique d'Investissement | Septembre 2024

4/4
Design ClPa

Bordier & Cie SCmA | Banquiers Privés depuis 1844

Rue Rath 16 | case postale | CH-1211 Genève 3 | t +41 58 258 00 00 | f +41 58 258 00 40 | bordier.com