

THEMES D'INVESTISSEMENT

4^{ème} TRIMESTRE 2024



15, Rue de la Fontaine – 1204 GENEVE

Site internet : www.asset-ms.ch

Tel : + 41 22 73 13 263

Société de gestion agréée par la FINMA le 9 février 2022

INTRODUCTION

Les grandes banques américaines JP MORGAN, WELLS FARGO, GOLDMAN SACHS, BANK of AMERICA et CITIGROUP ont publié des résultats meilleurs que prévus pour le 3^{ème} trimestre et affiché leur optimisme sur l'état de l'économie américaine. Ces banques ont dans l'ensemble profité de la bonne tenue des marchés financiers et de la reprise des fusions-acquisitions consécutive à la baisse des taux d'intérêt.

Ainsi, au début du cycle de baisse des taux, les statistiques semblent valider le scénario d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine ; les données économiques du mois de septembre ont en effet donné un message très positif sur la santé de l'économie avec des créations d'emploi très largement au-dessus des attentes, un recul du taux de chômage et une révision à la hausse du PIB (+3% au 3^{ème} trimestre)

En Europe, les nouvelles sont moins bonnes et les derniers indicateurs avancés laissent présager une révision à la baisse des prévisions de croissance de la zone euro.

Les effets des plans de relance des autorités chinoises ont eu un effet immédiat sur les marchés actions mais les problèmes structurels demeurent. La faible consommation des ménages risque de faire basculer la Chine dans la déflation ; l'indice des prix à la consommation (CPI) a faiblement augmenté en septembre, signe de la faiblesse de la demande.

En ce qui concerne les marchés de taux d'intérêt, on a souvent tendance à considérer que les banques centrales sont « behind the curve » dans leurs changements de politique monétaire. Il semble que, cette fois ci, elles ont été pro-actives et ont bien géré le calendrier de leurs interventions.

TABLE DES MATIERES

AUX ETATS-UNIS, PAS DE RALENTISSEMENT ECONOMIQUE

EN EUROPE, LA CROISSANCE RESTE FAIBLE

THEME 1 – L'INVESTISSEMENT OBLIGATAIRE, TOUJOURS D'ACTUALITE ?

THEME 2 – LES MARCHES ACTIONS AUX ETATS-UNIS ET EN EUROPE

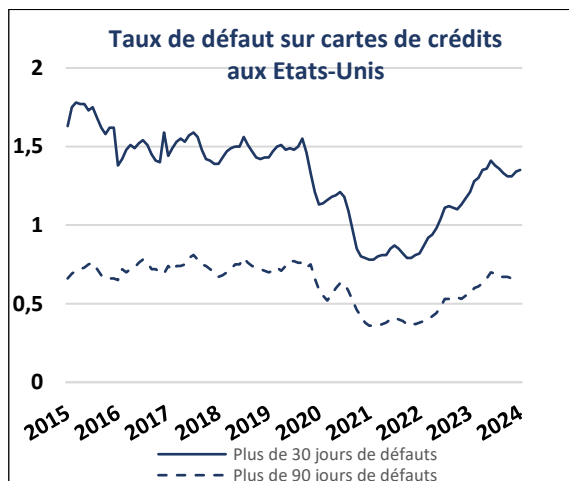
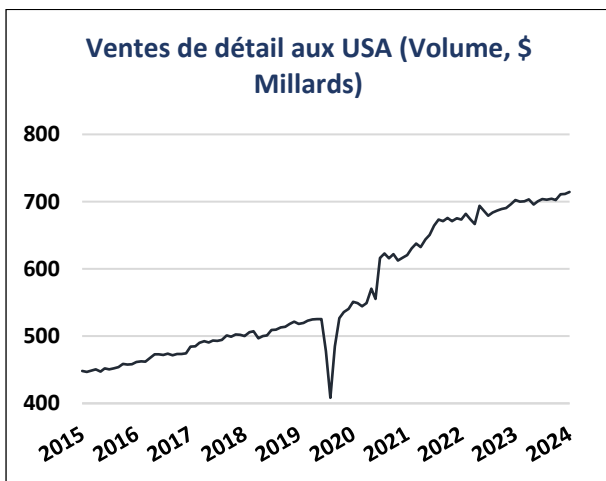
THEME 3 – FAUT-IL REVENIR SUR LES ACTIONS CHINOISES ?

AUX ETATS-UNIS, PAS DE RALENTISSEMENT ECONOMIQUE

Au cours des dernières années, l'économie américaine a su tirer profit de trois éléments majeurs :

- Le « reshoring » ; la relocalisation des industries a été favorisée par les divers plans de relance budgétaire
- La bonne tenue de la consommation a été soutenue par le dynamisme du marché du travail et par un effet richesse très positif (immobilier et valeurs mobilières)
- L'immigration a également été un atout important pour l'économie américaine

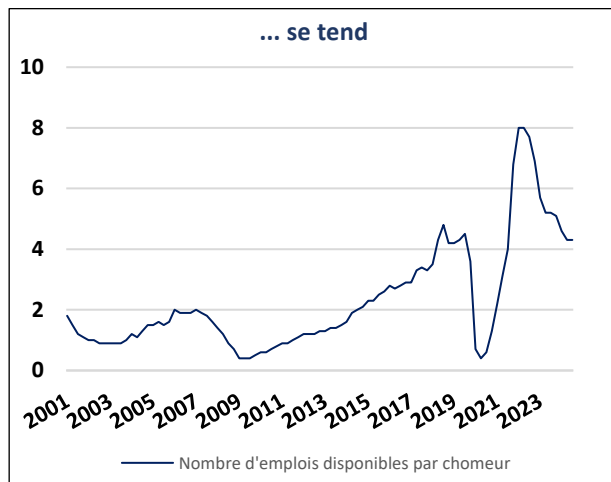
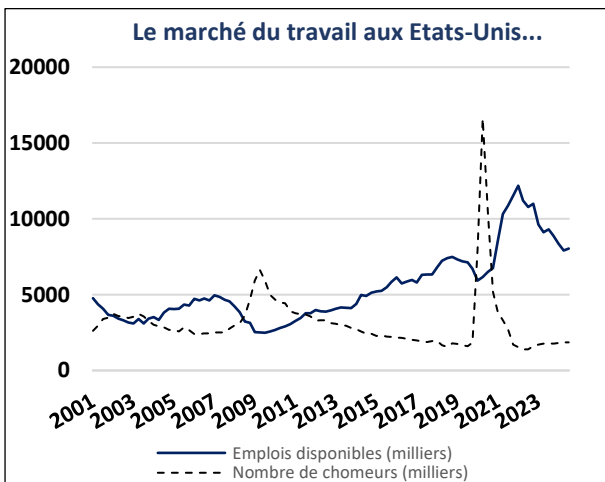
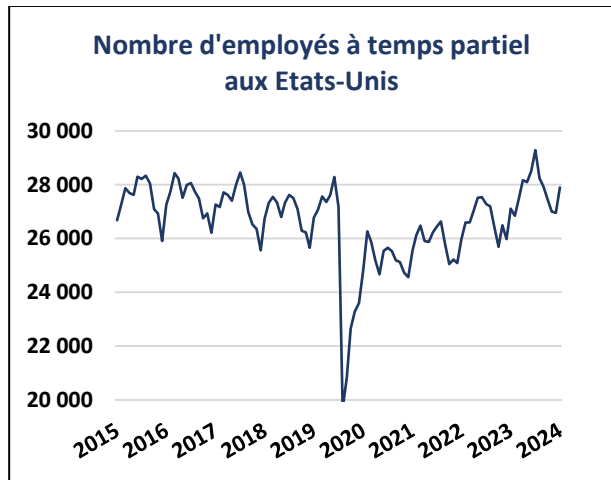
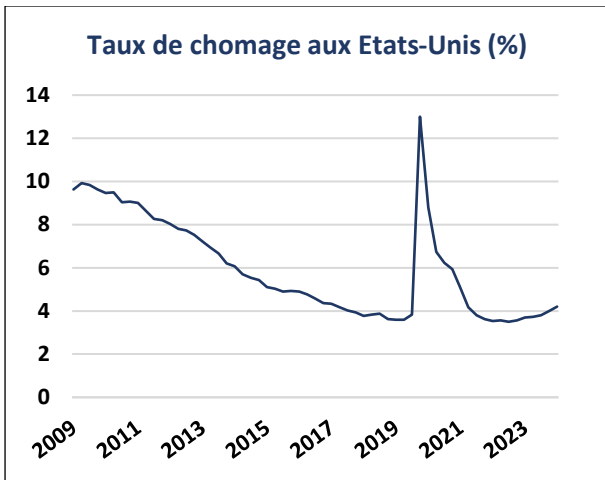
Les dernières publications montrent une économie résiliente et dynamique ; les ventes au détail sont en hausse (graphique ci-dessous) et un marché du travail robuste.



Source: US census Bureau, Bureau of labor Statistics, Bloomberg

Récemment, les investisseurs ont considéré que le niveau des taux aux Etats-Unis aurait pour conséquence une augmentation du taux de chômage, un ralentissement de la demande et une baisse de l'inflation. En réalité, le marché du travail est robuste et le chômage reste à des niveaux historiquement bas. Nous notons cependant, comme la FED l'a fait remarquer récemment, que le marché du travail se détend. En effet en 2022, il y avait 8 emplois à pourvoir pour un chômeur aux Etats-Unis, aujourd'hui il n'y en a plus que 4. La FED confirme que le marché du travail se tient bien, ses baisses de taux ont vocation à permettre de le soutenir pour éviter une détérioration.

Aujourd'hui les prévisions de croissance économique pour le troisième trimestre 2024 sont de 3%.



Source : Bureau of labor Statistics, Bloomberg

Fin septembre, les enquêtes PMI réalisées aux Etats-Unis sont en baisse pour le secteur manufacturier et restent en revanche largement au-dessus de 50 pour le secteur des services :

		2021				2022					2023					2024																							
		sept	oct	nov	déc	janv	févr	mars	avr	mai	juin	juil	août	sept	oct	nov	déc	janv	févr	mars	avr	mai	juin	juil	août	sept	oct												
US	Manufacturing	61	61	61	58	57	58	57	56	56	53	53	53	51	50	49	48	47	48	47	47	47	46	47	48	49	47	47	47	49	48	50	49	48	48	46	47	47	48
	Services	55	59	58	58	51	57	58	56	53	53	47	44	49	48	46	45	47	51	53	54	55	54	52	51	50	51	51	51	53	52	52	51	54	55	55	55	55	55

Source : Institute for supply management, Bloomberg

Les « Purchasing Managers Index » sont des indicateurs de confiance qui résument les enquêtes réalisées auprès des directeurs d'achat des entreprises – un indicateur supérieur à 50 indique un sentiment positif – un indicateur inférieur à 50 indique un sentiment négatif

Les élections du 5 novembre

Les programmes de D. Trump et de K. Harris diffèrent sensiblement mais les deux candidats soutiendront toujours la relocalisation des entreprises industrielles sur le sol américain, ainsi que les secteurs économiques et technologiques d'avenir. Ils poursuivront les restrictions à l'exportation de semi-conducteurs et autres technologies liées à l'intelligence artificielle.

Le candidat républicain souhaite baisser les impôts, en particulier sur les entreprises, et augmenter fortement les droits de douane, ce qui pourrait avoir un impact sur l'inflation et accélérer la « déglobalisation » de l'économie mondiale.

La candidate démocrate annonce une augmentation de la fiscalité sur les entreprises (le taux d'imposition des sociétés serait porté de 21% à 28%) et sur les ménages les plus aisés ainsi qu'une augmentation des dépenses sociales (crédit d'impôt aux primo-accédants à la propriété, crédit d'impôt pour les petites entreprises, réductions fiscales pour les ménages percevant moins de 400.000\$ par an).

EN EUROPE, LA CROISSANCE RESTE FAIBLE

Selon les dernières prévisions de l'OCDE, publiées en septembre, les prévisions de croissance pour 2024 sont de 0,7% pour la zone Euro contre 2,6% pour les Etats-Unis, 4,9% pour la Chine et 6,7% pour l'Inde. Les économies européennes restent à la traîne.

Le retard de l'Europe se creuse par rapport aux Etats-Unis

En comparaison avec les Etats-Unis, la zone Euro a souffert de plusieurs maux qui ont été mis en relief par le rapport Draghi, l'ancien président la Banque Centrale Européenne :

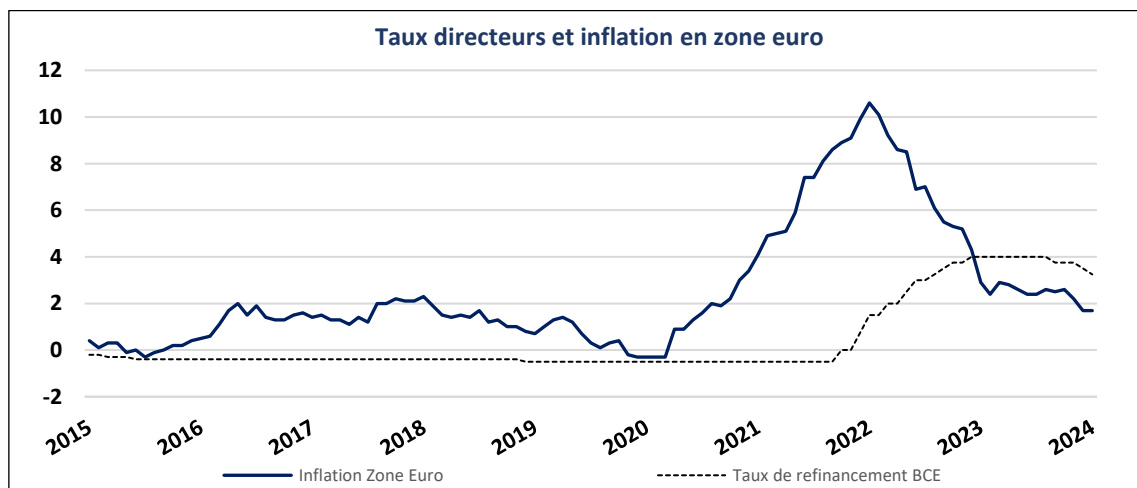
- Manque d'investissement dans l'innovation
- Absence d'incitations étatiques pour accélérer les relocalisations
- Déficits excessifs pour beaucoup de pays européens

Ainsi l'Europe souffre d'une perte de compétitivité par rapport à ses concurrents.

L'inflation semble désormais maîtrisée

En septembre, l'inflation a ralenti plus vite que prévu à 1,7% en glissement annuel, soit un niveau inférieur à l'objectif de la BCE de 2,0%. L'inflation sous-jacente, hors énergie et alimentation est à 2,7% en rythme annuel.

Pour son avant-dernière réunion de l'année, la BCE a ainsi réduit de 25 bp son taux de dépôt pour le porter à 3,25%. La Présidente de la BCE a commenté sa décision en soulignant que les données statistiques récentes allaient dans le sens de la désinflation et d'un ralentissement de l'activité dans la zone Euro.



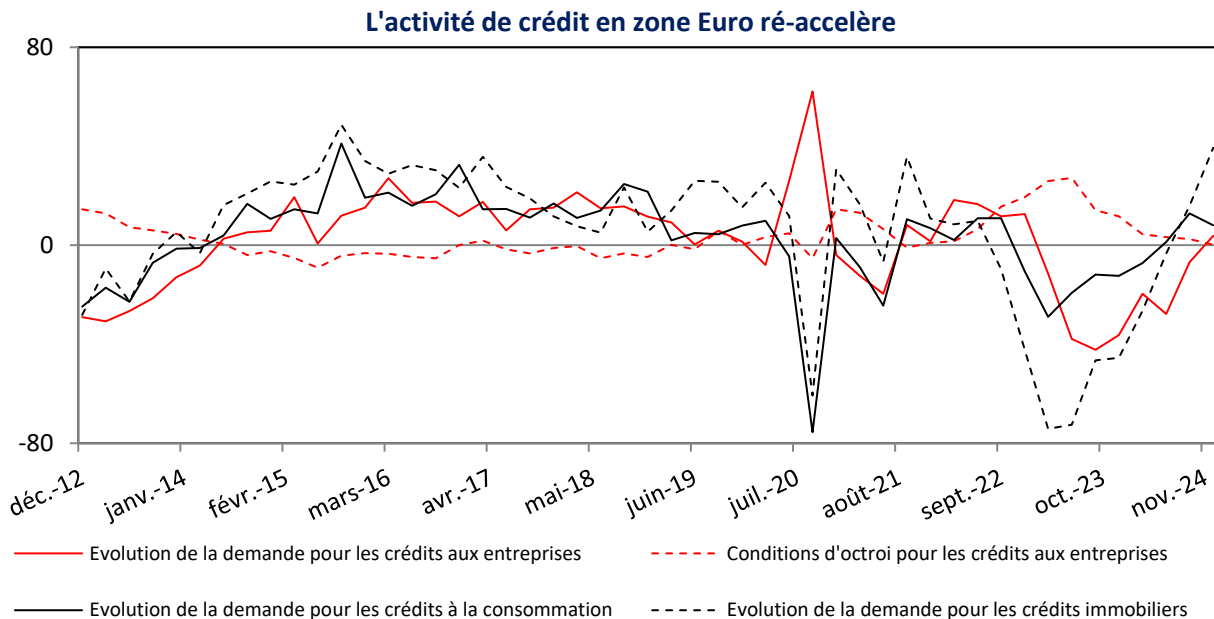
Les indicateurs avancés ne sont pas bons

Les indicateurs d'activité dans le secteur manufacturier sont à de très bas niveaux en France et en Allemagne (41) mais restent au-dessus de 50 pour le secteur des services :

	2021				2022					2023					2024																									
	sept	oct	nov	déc	janv	févr	mars	avr	mai	juin	juil	août	sept	oct	nov	déc	janv	févr	mars	avr	mai	juin	juil	août	sept	Oct														
Zone Euro	Manufacturing	59	58	58	58	59	58	57	56	55	52	50	50	48	46	47	48	49	49	47	46	45	43	43	44	43	43	44	44	47	47	46	46	47	46	46	46	46	45	46
	Services	56	55	56	53	51	56	56	58	56	53	51	50	49	49	49	50	51	53	55	56	55	52	51	48	49	48	49	49	48	50	52	53	53	53	52	53	51	51	
Allemagne	Manufacturing	58	58	57	57	60	58	57	55	55	52	49	49	48	45	46	47	47	46	45	45	43	41	39	39	40	41	43	43	46	43	42	43	45	44	43	42	41	43	
	Services	56	52	53	49	52	56	56	58	55	52	50	48	45	47	46	49	51	51	54	56	57	54	52	47	50	48	50	49	48	48	50	53	54	53	53	51	51	51	
France	Manufacturing	58	58	57	57	60	58	57	55	55	52	49	49	48	45	46	47	47	46	45	45	43	41	39	39	40	41	43	43	46	43	42	43	45	44	43	42	41	45	
	Services	56	52	53	49	52	56	56	58	55	52	50	48	45	47	46	49	51	51	54	56	57	54	52	47	44	45	45	46	45	48	48	51	49	49	50	55	50	48	

Source : Institute for supply management, Bloomberg

Les « Purchasing Managers Index » sont des indicateurs de confiance qui résument les enquêtes réalisées auprès des directeurs d'achat des entreprises – un indicateur supérieur à 50 indique un sentiment positif – un indicateur inférieur à 50 indique un sentiment négatif

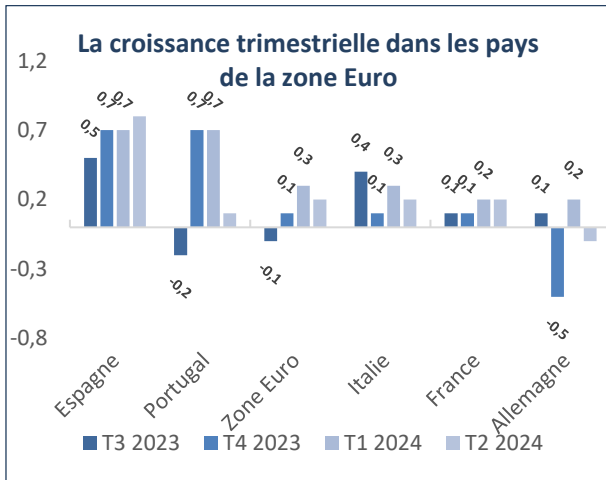


Source : Banque centrale européenne, Bloomberg

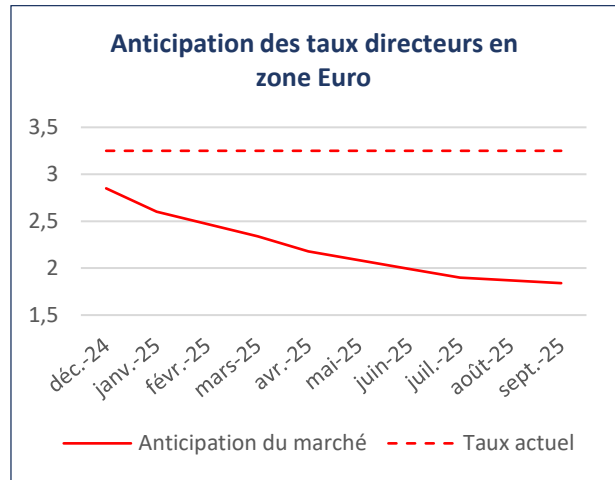
La dernière étude de la BCE concernant l'activité de crédits en zone Euro montre une hausse nette de la demande de crédit, notamment pour le crédit immobilier, couplée à un assouplissement des conditions d'octroi. Cela s'explique par les baisses de taux de la BCE et l'anticipation des baisses à venir par les banques.

Etant donné des publications récentes, le risque est moins un risque d'inflation et de surchauffe en Europe qu'un risque de déflation et de récession. Ceci nous incite à penser que la Banque Centrale Européenne devra probablement abaisser à nouveau ses taux directeurs en décembre pour éviter un risque de récession et relancer l'économie européenne.

Si ce scénario se confirme, nous pourrions envisager des taux directeurs sous la barre des 2% au cours de l'année 2025.



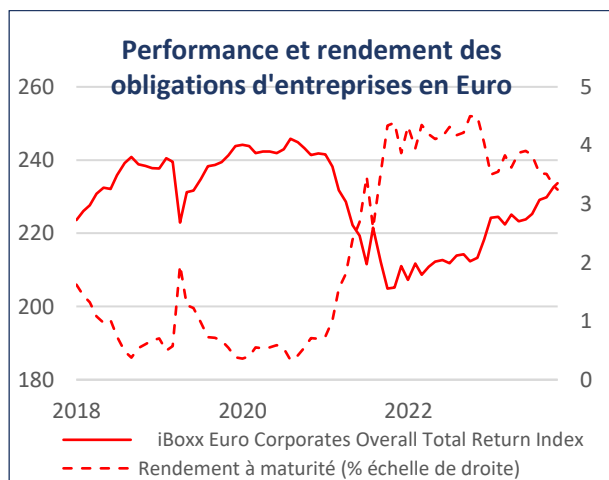
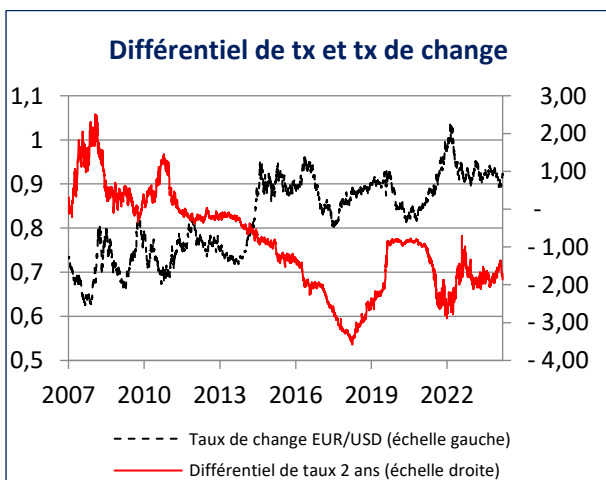
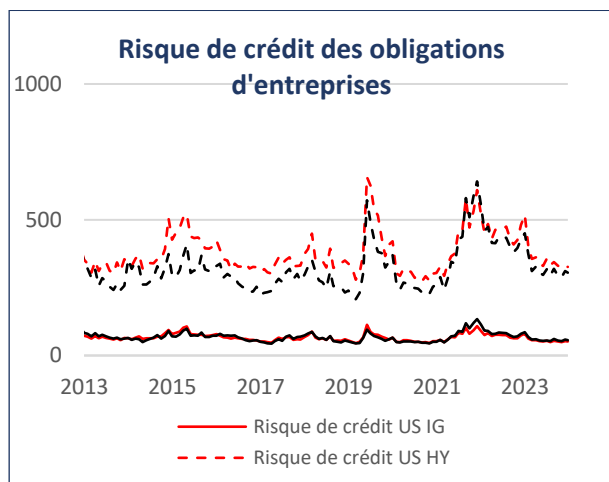
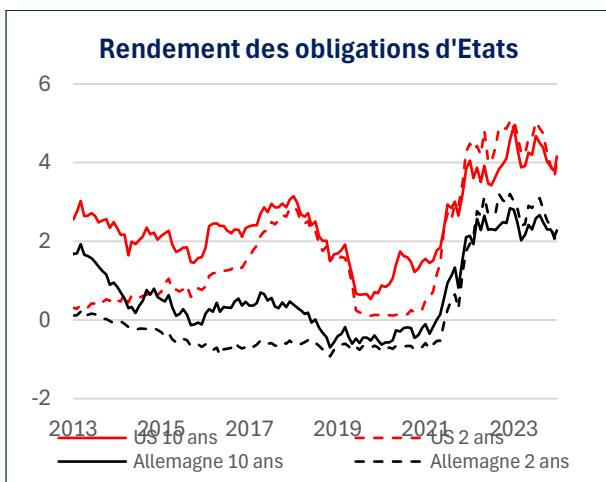
Source : Bloomberg



THEME 1 – L'INVESTISSEMENT OBLIGATAIRE, TOUJOURS D'ACTUALITÉ ?

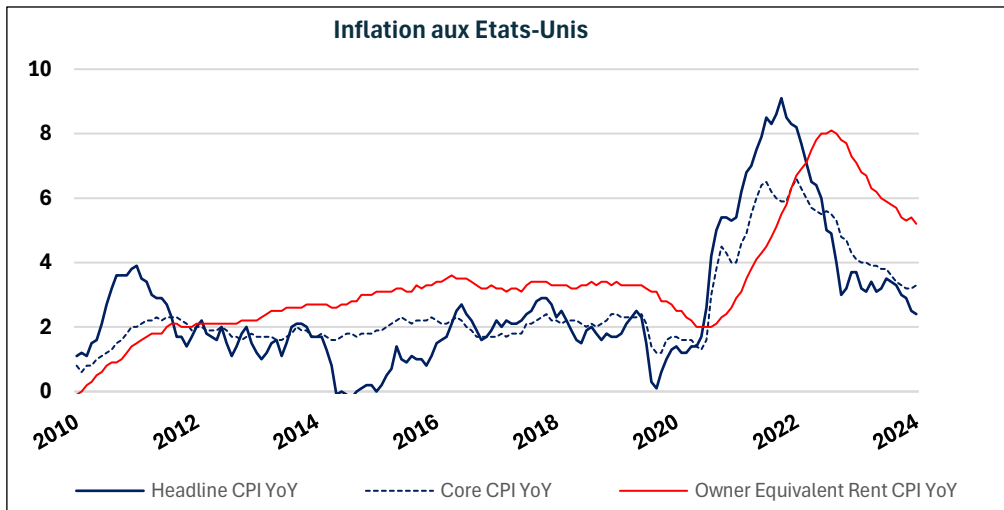
Au regard des performances de l'année passée, certains investisseurs se demandent s'ils sont déjà passés à côté de la reprise du marché obligataire. A notre avis, les banques centrales se sont clairement engagées dans un cycle d'assouplissement du marché de taux et l'investissement en obligations d'entreprises devrait encore générer des rendements intéressants, en fonction de leur notation.

Les taux réels sont aujourd'hui très positifs grâce au recul de l'inflation ; ainsi les investisseurs obligataires, sans prendre de risque de crédit excessif, perçoivent une rémunération de leur investissement sensiblement supérieure à l'inflation. En Dollar, les obligations d'entreprises de bonne qualité devraient générer un rendement de 5,50% à 6,50% ; en Euro, les obligations d'entreprise de bonne qualité, quant à elles, devraient générer un rendement de 3,50% à 4,50% pour une inflation de 2,40% aux Etats-Unis et de 2,10% en Europe.



* * *

Au cours du mois de septembre, les chiffres de l'inflation aux Etats-Unis ont montré des signes de persistance (+2,40% en rythme annuel contre +2,30% attendus), l'inflation « core » dépassant également les attentes à 3,30% contre 3,20% attendus. Ces statistiques ne remettent pas en cause, à notre sens, la désinflation aux Etats-Unis tout comme dans la zone euro.



Aux Etats-Unis, les sociétés gardent des bilans sains et maîtrisent le coût de la dette ; la demande d'obligations d'entreprises de bonne qualité de la part des investisseurs reste élevée ce qui nous incite toujours à préférer les obligations d'entreprises aux emprunts d'Etat.

Nous partageons le sentiment des investisseurs pour 2025 avec plusieurs baisses de taux successives de 25 bp et un taux terminal (le taux neutre) aux alentours de 3%. Cette politique monétaire pourrait s'accompagner d'une repentification de la courbe des taux. Dans ce contexte, nous privilégions les obligations d'entreprises américaines à 3 - 5 ans qui offrent encore des rendements attrayants.

Nous restons toujours exposés aux émetteurs financiers (grandes banques américaines) qui offrent des rendements un peu supérieurs aux émetteurs industriels.

En Europe comme aux Etats-Unis nous pensons qu'il existe **plusieurs facteurs structurels qui devraient maintenir l'inflation à un niveau plus élevé dans le futur** :

- La transition énergétique
- La déglobalisation de l'économie mondiale
- La forte progression des revendications salariales, parmi les « cols bleus »

Cela ne remet pas en cause notre scénario de baisse de l'inflation à court terme. En ce qui concerne les émetteurs européens, nous sommes en revanche plus attentifs au risque de crédit sur les émetteurs de moindre qualité « non – investment grade » qui pour certains pourraient souffrir d'un ralentissement des économies de la zone euro. Nous avons donc une approche sélective par secteur d'activité puis émetteur par émetteur.

L'investisseur obligataire doit impérativement réaliser **une diversification de ses investissements** – par secteur d'activité – géographique - et rester flexible afin de pouvoir rapidement sur-pondérer ou bien sous-pondérer tel ou tel secteur en fonction de l'environnement macro-économique. Aujourd'hui un portefeuille obligataire doit pouvoir générer un rendement de 6% en USD et proche de 4% en Euro pour une durée de 5 ans.

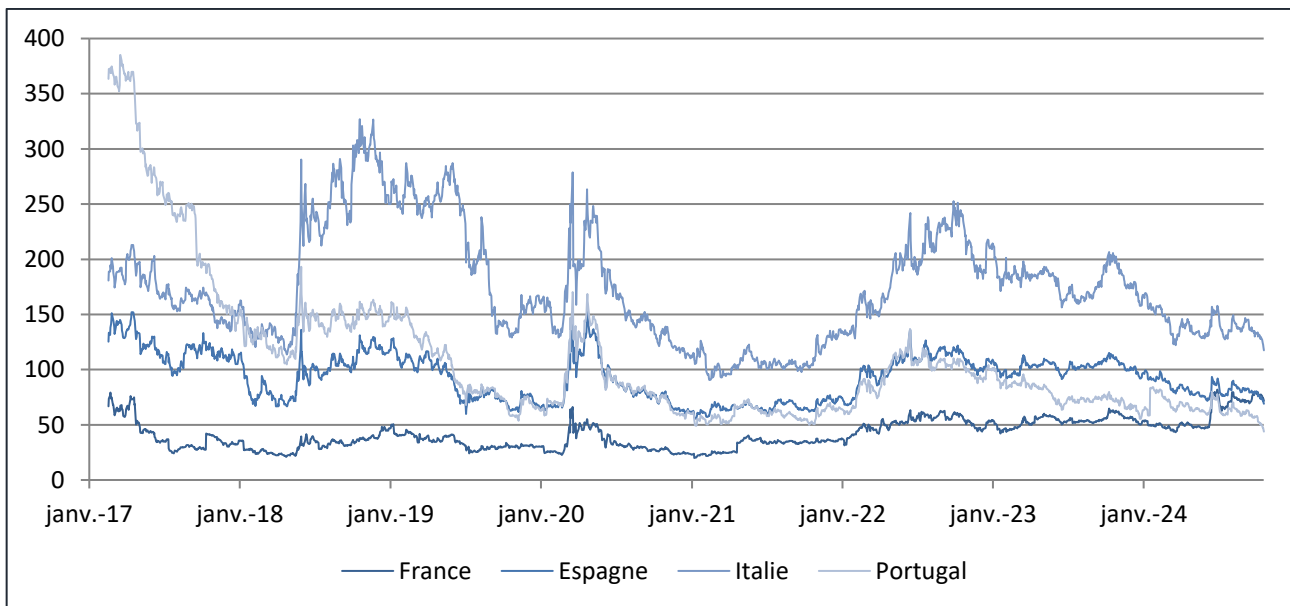
En ce qui concerne **le risque crédit**, les entreprises se portent bien et les taux de défaut sont faibles. Nous surveillons cependant étroitement le risque de récession – annoncé depuis un an mais qui ne s'est jamais matérialisé. Par ailleurs, de nombreux émetteurs « high yield » ont des obligations arrivant à échéance en 2024-2025 et qui devront être refinancées à des taux plus élevés, entraînant potentiellement pour ces sociétés une dégradation de leur situation financière.

LES MARCHES DE TAUX D'INTERET – LES TAUX SOUVERAINS

Au 23 octobre 2024

	2 ANS	5 ANS	7 ANS	10 ANS
		Dollar		
Etats-Unis	3,96%	4,11%	4,25%	4,21%
		Zone Euro		
Allemagne	2,19%	2,15%	2,10%	2,32%
Portugal	2,19%	2,27%	2,40%	2,75%
France	2,45%	2,58%	2,71%	3,00%
Espagne	2,33%	2,58%	2,71%	3,03%
Italie	2,63%	2,93%	3,07%	3,47%
		Sterling		
Royaume Uni	3,86%	3,89%	3,97%	4,14%

En Europe, **nous surveillons les pays périphériques** qui bénéficient de taux de croissance plus élevés que ceux de l'Allemagne ou la France, traditionnellement considérés comme les moteurs de l'économie européenne. L'Espagne, le Portugal et la Grèce ont des économies au sein desquelles le secteur des services est plus important et en forte croissance.



THEME 2 – LES MARCHES ACTIONS AUX ETATS-UNIS ET EN EUROPE

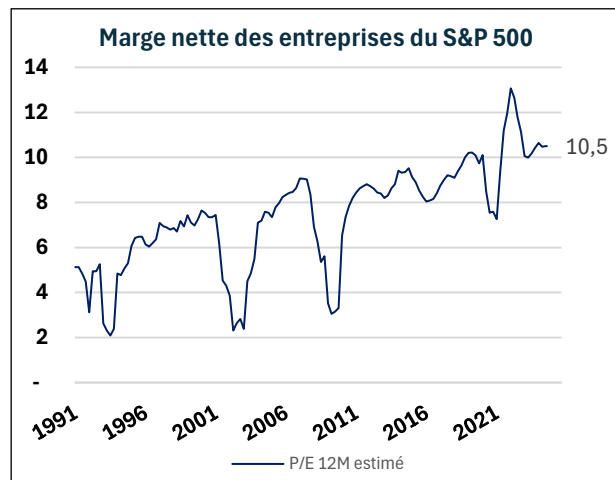
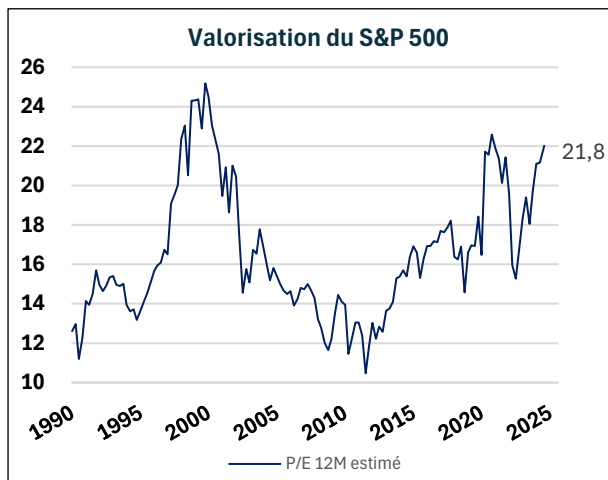
Aux Etats-Unis

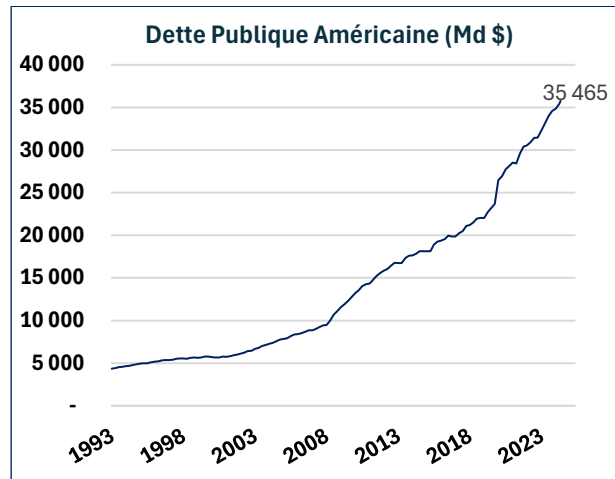
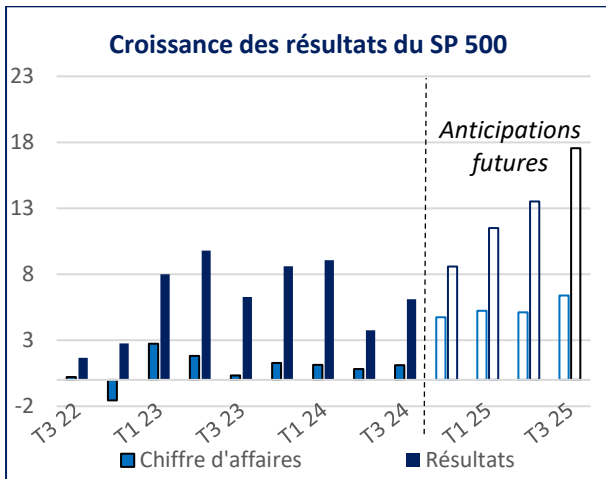
Le 20 mars 2020 le niveau du S&P 500 était de 2.305 points ; le 14 octobre 2022, cet indice était à 3.584 points et clôturait à 5.864 points le 18 octobre 2024. Dans l’histoire de cet indice on avait rarement connu une telle progression.

L’engouement autour de l’IA, ses possibles développements et ses gains de productivité qui en découlent ont largement contribué à cette hausse de l’indice.

Selon les analystes, les bénéfices de l’IA sont désormais de plus en plus concrets ; ils diffèrent bien entendu selon les secteurs industriels concernés mais finiront très probablement par concerner tous les secteurs de la pharma à l’industrie aéronautique. Les sociétés américaines ont par conséquent de forts relais de croissance ce qui explique le niveau élevé de valorisation en bourse (PER de 22x les résultats 2025).

Les marchés d’actions américains bénéficient toujours de puissants facteurs de soutien : une **consommation soutenue** par un marché du travail dynamique et un effet richesse important (les actions et l’immobilier détenus par les ménages américains se sont fortement appréciés) et un **investissement soutenu** par l’Etat (Inflation Reduction Act).





Ainsi que le montrent les quatre graphiques ci-dessus, les anticipations des analystes sur les chiffres d'affaires et sur les résultats des entreprises américaines sont très positives ; la valorisation des sociétés cotées est élevée et justifiée par la forte progression des marges nettes. La progression de ces marges va-t-elle se poursuivre ? Quel sera l'impact de l'AI sur les marges ?

* * *

En Europe

Les « *profit warnings* » se sont succédé en Europe laissant présager un troisième trimestre décevant : ASML a annoncé des perspectives en forte baisse en raison de l'interdiction d'exporter de la technologie sensible à destination de la Chine, LVMH, KERING et PERNOD RICARD ont eu un troisième trimestre très décevant en raison de la baisse des ventes en Chine.

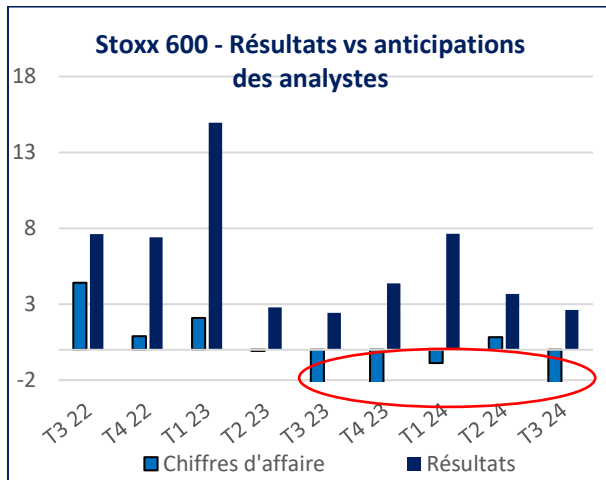
Le secteur automobile a également déçu avec STELLANTIS qui a révisé ses prévisions de chiffre d'affaires à la baisse, tout comme VOLVO, impacté par la baisse de la demande liés aux secteurs de fret et de la construction.

ESSILOR LUXOTTICA a également publié des résultats inférieurs aux attentes pour le 3ème trimestre.

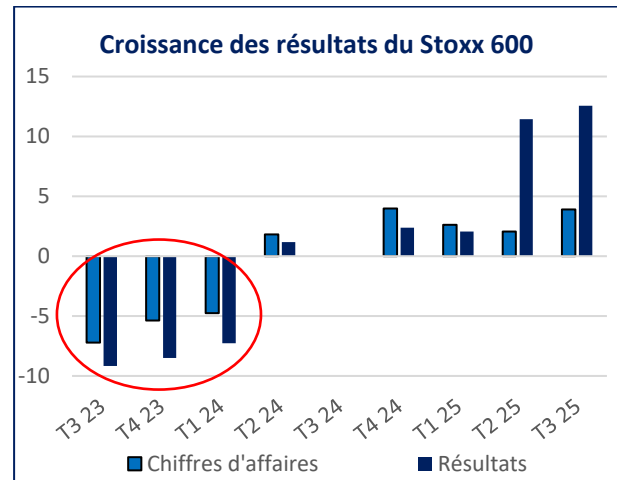
Exception notable, PUBLICIS a relevé ses perspectives de chiffre d'affaires et de résultat.

Pour la plupart des entreprises qui ont abaissé leurs perspectives, on cite la Chine comme principale cause du ralentissement. Les sociétés européennes sont en effet sensibles à l'activité en Chine ; les 50 plus grandes réalisent en effet 28% de leur chiffre d'affaires aux Etats-Unis ou bien en Chine.

Un redémarrage de l'économie Chinoise, à la suite des mesures de relance mises en place par le gouvernement pourrait avoir un impact positif sur les entreprises européennes.



Les ventes des entreprises du Stoxx 600 ont été inférieures aux attentes des analystes tous les trimestres depuis un an, à l'exception du deuxième trimestre de cette année



Après une croissance négative à la fin de l'année 2023 et au début de cette année, les analystes attendent une accélération en 2025

Après deux années de **sous-performance des petites et moyennes capitalisations** par rapport aux grandes capitalisations, nous considérons que la décote actuelle est proche de ses niveaux les plus élevée et commençons à investir progressivement sur ces valeurs.

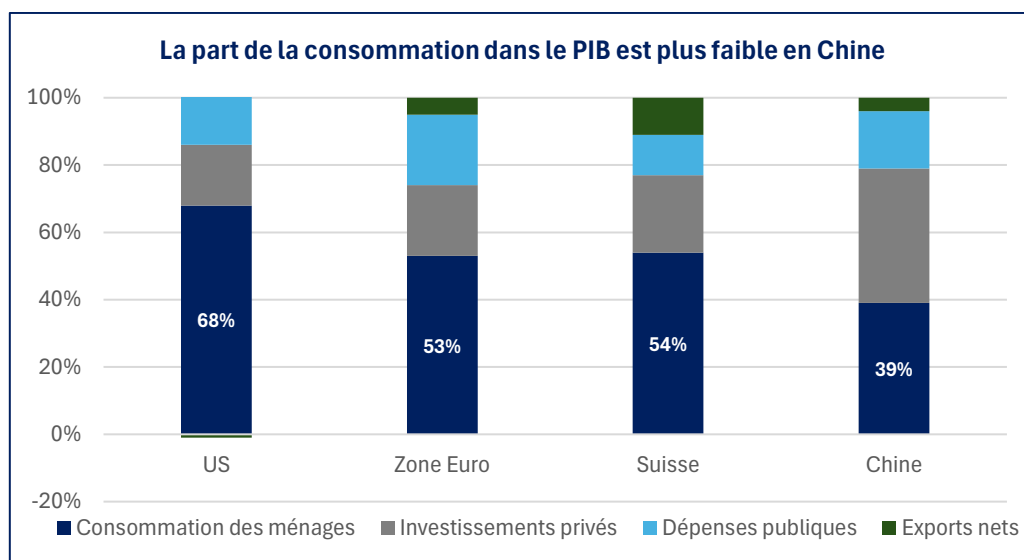
THEME 3 – FAUT-IL REVENIR SUR LES ACTIONS CHINOISES ?

Le 18 octobre dernier, le Bureau National des Statistiques chinois a annoncé une croissance du PIB à 4,6% pour le troisième trimestre 2024, inférieur à l'objectif du gouvernement.

Au cours du troisième trimestre, les autorités chinoises ont essayé de relancer une économie pénalisée par une consommation atone et une crise immobilière :

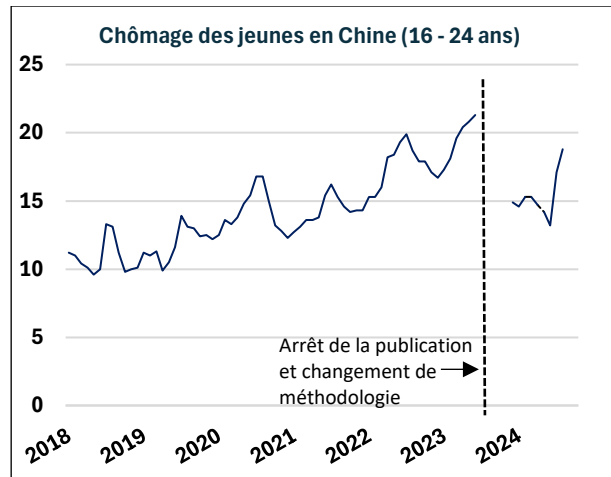
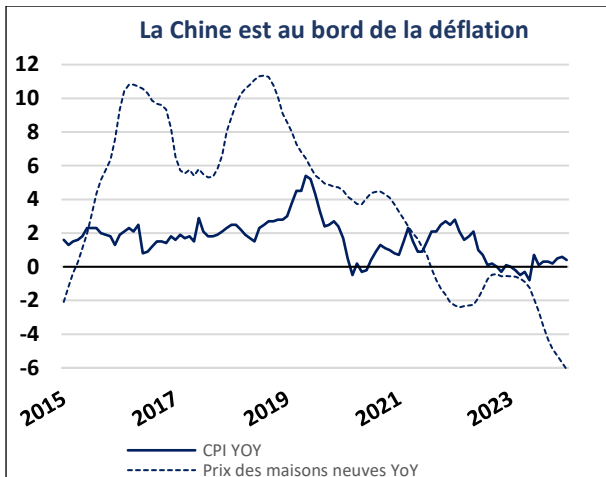
- ✓ La banque centrale chinoise a annoncé des mesures de relance monétaire, notamment une baisse de ses taux d'intérêt, du coefficient de réserves obligatoires des banques et enfin un assouplissement des règles relatives aux crédits hypothécaires.
- ✓ Les autorités chinoises ont publié un projet de loi sur la promotion du secteur privé qui a pour objet d'améliorer les conditions d'investissement et de financement.
- ✓ Les dépenses budgétaires devraient progresser pour atteindre l'objectif de croissance économique de 5%.

Les actions chinoises ont connu une période de très forte hausse à la suite des annonces de stimulus monétaire de la banque centrale avant que l'optimisme ne retombe, considérant que ces mesures insuffisantes pour l'instant.



En comparaison avec les économies occidentales, le poids de la consommation des ménages dans le PIB chinois reste faible. Ceci s'explique par une culture de l'épargne et par un manque de confiance des consommateurs dans l'avenir (graphique ci-dessus).

Problème principal de l'économie chinoise, la baisse du prix de l'immobilier a un effet négatif sur le comportement des consommateurs. **Les pressions déflationnistes** rendent très compliquées les mesures de relance car les ménages ont aujourd'hui le réflexe d'épargner davantage plutôt que celui de consommer. Les chinois les plus riches épargnent et les plus jeunes ne dépensent plus par crainte du chômage.



Enfin, la Chine, pays exportateur, profite très largement d'un commerce international ouvert ; une **élection de D. Trump à la Maison Blanche** et la probable forte hausse des droits de douane qui s'en suivrait aurait un effet très négatif sur l'économie chinoise.

CONCLUSION

Un ralentissement marqué en Europe, une économie allemande en berne signifient probablement une nouvelle baisse des taux directeurs de la BCE en décembre et d'autres au cours de l'année 2025. Dans ce contexte, nous privilégions **une partie significative des portefeuilles investie sur des obligations d'entreprises de notation « investment grade »** avec une durée comprise entre 5 et 7 ans. Les rendements obligataires restent relativement élevés alors que l'inflation a chuté.

Nous avons par ailleurs réduit notre exposition aux marchés actions de la zone euro et remplacé les positions par des **stratégies de type « long/short » moins corrélées avec les marchés actions**.

Même si les grandes entreprises françaises réalisent une part importante de leur chiffre d'affaires à l'international, il est important de **diversifier son portefeuille** pour profiter de la croissance mondiale. A cet égard, nous rappelons que la bourse française ne représente que 2,5% de la capitalisation mondiale.

Une étude de Bank of America fait observer que les grands gérants de portefeuilles sous-investis en obligations et très investis sur les marchés actions, considérant que l'environnement de baisse des taux est favorable aux actifs risqués «don't fight the FED». Pour notre part, chez AMS, nous sous-pondérons légèrement les actions sans rester à l'écart.

Rédigé le 24 octobre 2024

Lexique

- *L'indice des prix à la consommation « **IPC** » mesure la variation moyenne des prix des produits consommés par les ménages.*
- *L'indice des Prix de Base de la Consommation « **PCE** » mesure la variation des prix des biens et services achetés par les particuliers hors produits alimentaires et énergétiques.*
- *« **L'Indice PMI** » signifie « Purchasing Manager's Index » ; c'est une enquête effectuée auprès des directeurs des achats dans les grandes entreprises qui permet de mieux apprécier la situation économique d'un secteur d'activité.*
- *Les obligations « **Investment Grade** » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement est considéré comme très faible (AAA) à modéré (BBB-) selon par exemple la notation de Standard & Poor's.*
- *Les obligations « **High Yield** » sont des obligations émises par des entreprises présentant un risque de défaut plus élevé que les obligations « Investment Grade » ; en contrepartie, elles offrent généralement un rendement plus élevé aux investisseurs.*
- *La « **duration** » correspond à la durée de vie moyenne d'une obligation actualisée de tous les flux (paiement des intérêts et remboursement du capital)*
- *Le « **spread** » désigne l'écart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité ; le spread pour la dette française est par exemple l'écart de rentabilité entre l'OAT Français et le Bund Allemand à même maturité ; pour une entreprise le « spread » mesure l'écart de taux avec celui de la dette souveraine de son Etat d'origine.*

Informations importantes

Ce document n'a pas de valeur précontractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information.

Les éléments qui figurent sur ce document sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer une garantie de performance.

Ce document a été préparé par les équipes d'AMS – Asset Management Services sur la base d'informations de sources publiques.

Les analyses qui figurent dans ce document ne sauraient être interprétées comme des recommandations d'investissement de la part d'AMS.