



# Boussole

3<sup>ème</sup> trimestre 2024

---

Anatomie de l'inflation aux États-Unis  
et en Europe

---

Atterrissage en douceur incertain

---

Placements pour divers régimes  
de croissance et d'inflation

---

# Les banques centrales ne touchent pas encore au but

Depuis plus de deux ans, les autorités monétaires de part et d'autre de l'Atlantique poursuivent une politique monétaire restrictive, mais, malgré cela, l'inflation évolue toujours au-dessus de leur zone de confort. En Europe, les prix sont en passe de se stabiliser. Ceux de l'énergie se sont normalisés et les effets de second tour s'estompent. Aux États-Unis, par contre, l'inflation de base ne recule que très lentement. Bien que les personnes dans la principale tranche d'âge d'activité professionnelle (de 25 à 54 ans) soient retournées sur le marché du travail, la pénurie de main-d'œuvre spécialisée perdure. Par conséquent, seul un ralentissement conjoncturel est susceptible d'enrayer la spirale salaires-prix. Toutefois, l'économie américaine se trouve toujours dans une phase de reflation marquée par une solide croissance, qui s'explique également par le fait que les programmes de subvention du gouvernement contournent la politique de taux restrictive de la Fed. L'économie réussira-t-elle un atterrissage en douceur ou sommes-nous à l'aube d'une récession, voire d'une longue période de stagflation ? La question reste ouverte.

Dans la dernière partie de la présente édition, nous analysons l'évolution prévue des classes d'actifs et secteurs actions dans les différents régimes de croissance et d'inflation. L'or se distingue une fois encore en tant que stabilisateur de portefeuille. Au sein des actions, les méga-capitalisations associées à la technologie affichent une performance hors du commun, mais ces titres sont désormais évalués à des niveaux élevés.

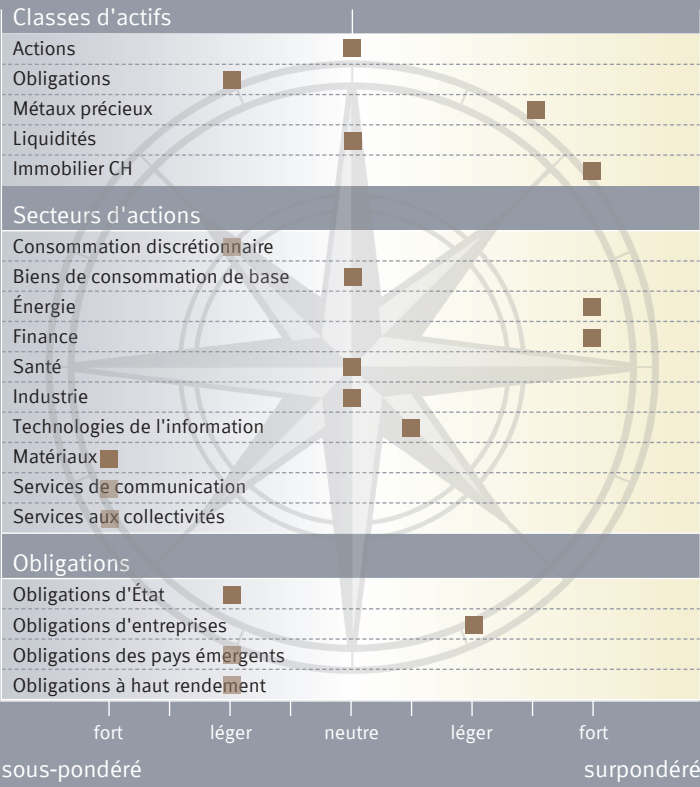
## Évolution divergente des marchés d'actions

La croissance mondiale reste robuste, notamment aux États-Unis. En raison d'une inflation persistante, mais modérée, la Fed retardera les réductions de taux. Les risques géopolitiques, le sentiment du marché et les positionnements excessifs pourraient mettre les marchés d'actions en mode pause.

Le rallye boursier a entraîné une surévaluation de certains segments. Dans un tel environnement, la sélection judicieuse des placements joue un rôle clé. Vu les progrès réalisés dans le développement et l'utilisation des technologies d'IA, nous avons étoffé nos positions dans l'industrie et les technologies de l'information. Par contre, nous avons réduit la surpondération du secteur de la santé en raison des dynamiques politiques induites par l'élection américaine. Nous avons en outre diminué la part des matériaux du fait de la baisse de momentum.

Le contexte économique laisse supposer que les risques de crédit resteront faibles. Malgré cela, nous recommandons de veiller scrupuleusement à la qualité de crédit des émetteurs et de ne détenir que des emprunts de débiteurs de premier plan. Compte tenu du contexte macroéconomique et des tensions géopolitiques, nous conservons notre surpondération de l'or. La nouvelle réduction des taux par la BNS nous incite également à maintenir la forte surpondération de l'immobilier suisse.

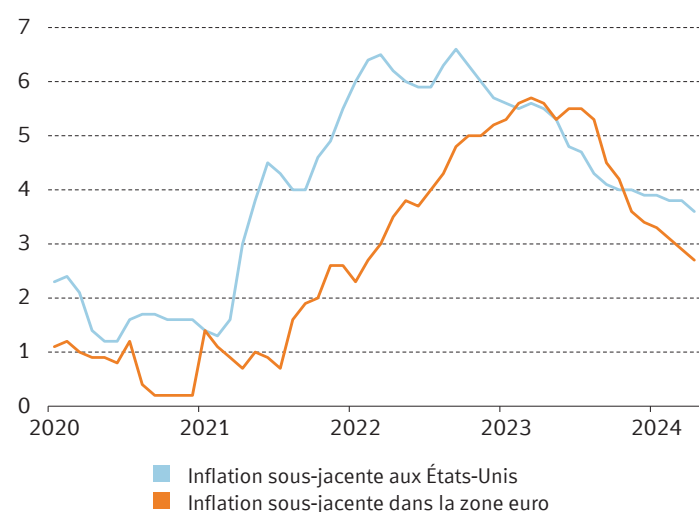
Répartition des actifs : recommandation au 1<sup>er</sup> juillet 2024 (monnaie de référence CHF)



# Actualités : Anatomie de l'inflation aux États-Unis et en Europe

## Actualités 1 :

Pourcent



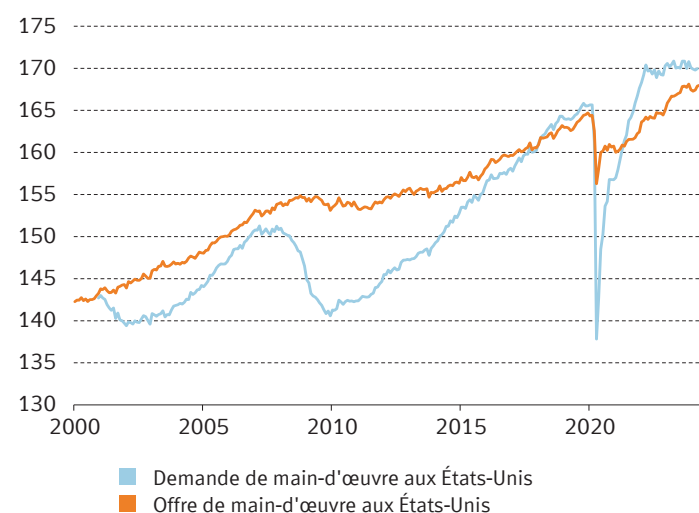
## Vecteurs d'inflation

À première vue, les poussées inflationnistes observées après la pandémie aux États-Unis et en Europe semblent similaires. Une analyse plus fine fait cependant apparaître une différence notable concernant la pression sous-jacente sur les prix : aux États-Unis, l'inflation des salaires est le principal moteur du renchérissement, alors qu'en Europe, celui-ci est alimenté par le choc énergétique lié à la guerre en Ukraine. L'inflation des salaires en est la conséquence. L'explication de cette différence réside dans le timing. Aux États-Unis, l'inflation a grimpé dès la reprise de l'économie. En janvier 2022, l'inflation de base avait déjà atteint 6%, contre 2,3% en Europe. Ce n'est qu'avec la guerre en Ukraine et la flambée des prix de l'énergie que l'inflation s'est accélérée en zone euro.

## Actualités 2 :

Source : FRED

Millions de personnes



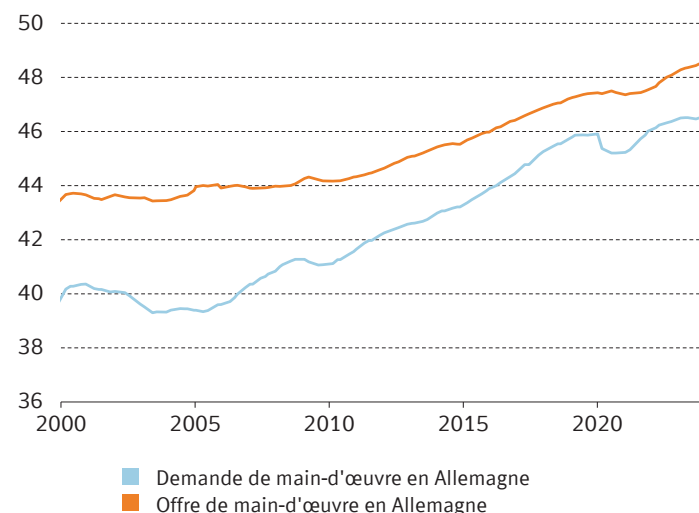
## Inversion du marché de l'emploi US

Durant la pandémie de Covid-19, les États-Unis ont versé d'importantes aides à la population, faisant gonfler l'épargne des ménages. Aussi, lorsque l'économie a redémarré, de nombreux travailleurs ont hésité à retourner sur le marché du travail et les plus âgés ne l'ont pas fait. La demande de main-d'œuvre étant supérieure à l'offre, il y avait plus de postes vacants que de chômeurs, d'où la hausse des salaires. À partir de mi-2022, le taux d'emploi des travailleurs de 25 à 54 ans (âge de forte activité) a commencé à se normaliser, réduisant l'inflation des salaires. Toutefois, le taux d'activité a désormais atteint son pic et l'effet positif sur l'offre de main-d'œuvre s'est estompé. Pour combler l'écart entre l'offre et la demande, il faut que cette dernière diminue.

## Actualités 3 :

Source : BCA

Millions de personnes



## Inflation des salaires et choc énergétique

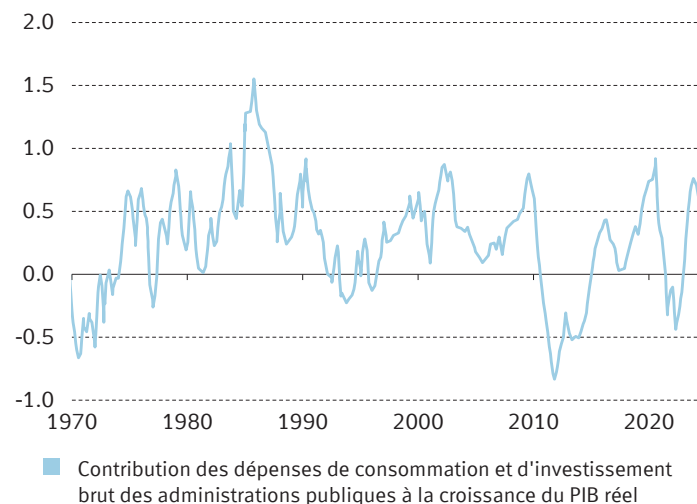
En principe, les prix de l'énergie ne devraient pas influencer sur l'inflation de base, puisque celle-ci exclut l'énergie et l'alimentation. Une hausse des coûts de l'énergie a cependant un impact indirect, car elle augmente les coûts de production et de transport et les attentes inflationnistes. En raison de la guerre en Ukraine, l'inflation de l'énergie a bondi de 50%, entraînant une forte poussée de l'inflation de base. La persistance de l'inflation en zone euro s'est finalement traduite par une hausse des salaires et des rentes, qui s'alignent sur le renchérissement. En Europe, l'inflation des salaires est donc la conséquence du renchérissement dû au choc énergétique et non sa cause. Elle a diminué ces derniers mois dans le sillage de l'inflation de base. Malgré le manque de main-d'œuvre, la situation relativement détendue sur les marchés européens de l'emploi a aussi contribué à cette évolution.

# Principales tendances : Atterrissage en douceur incertain

## Principales tendances 1 :

Source : BCA

Pourcent



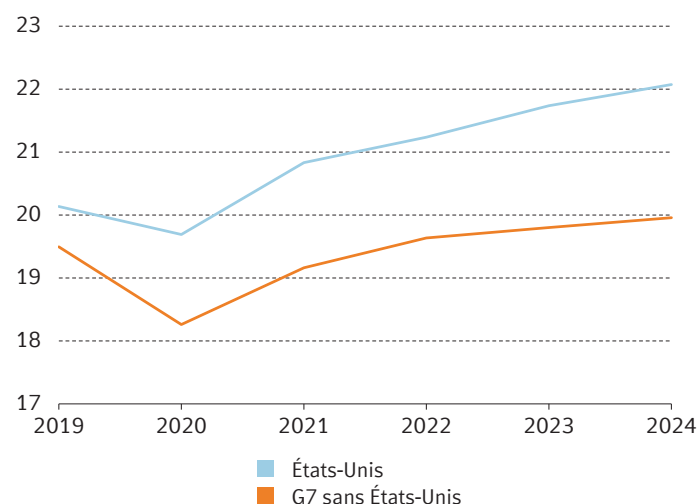
## Politique fiscale US toujours expansive

Outre le manque structurel de main-d'œuvre, la propension du gouvernement à dépenser est un facteur clé du déséquilibre sur le marché américain du travail. Avec la fin des aides liées au Covid, les dépenses publiques ont parfois pesé sur la croissance. Après avoir longtemps stimulé la consommation, l'excédent d'épargne des ménages est aujourd'hui presque entièrement utilisé. Les impulsions fiscales sont désormais de nouveau positives, ce qui est inhabituel en période de haute conjoncture. Cela s'explique par les programmes initiés par l'administration Biden pour soutenir des industries en difficulté, en particulier l'Inflation Reduction Act. Contrairement à ce que laisse penser le nom de cette loi, les investissements financés par des subventions attisent l'inflation.

## Principales tendances 2 :

Source : OCDE

PIB réel en billions d'USD (année de base = 2010)



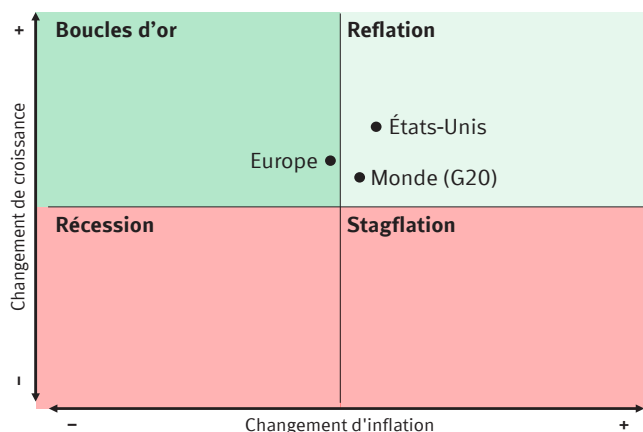
## Les États-Unis, moteur de la croissance mondiale

Les programmes d'investissement et la consommation confèrent aux États-Unis une longueur d'avance en termes de croissance par rapport aux autres pays industrialisés. De la dynamique de croissance et d'inflation se dégagent quatre régimes macroéconomiques, qui dictent les règles du jeu aux gardiens de la monnaie. Jusqu'au choc du Covid-19, l'économie mondiale a évolué dans un régime Boucles d'or. Grâce à une offre suffisante de biens et services, la faible pression sur les prix a permis de maintenir des taux bas, qui ont stimulé la consommation et assuré une croissance stable. Le choc de la demande a ensuite entraîné une brève et violente récession. Un régime de reflation domine depuis, avec des interruptions stagflationnistes dues aux problèmes d'approvisionnement et à la guerre en Ukraine.

## Principales tendances 3 :

## Politique monétaire durablement restrictive

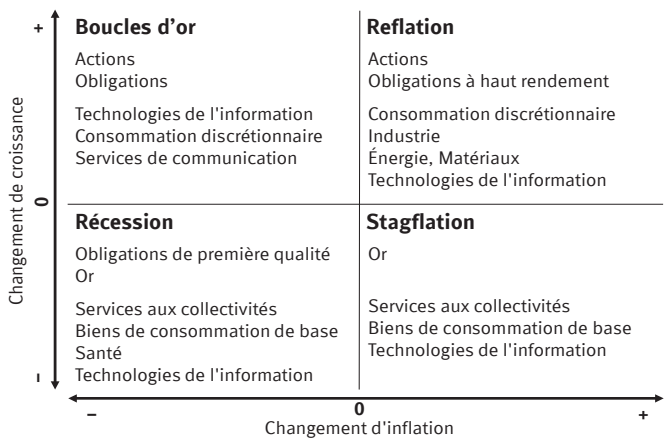
Les taux d'intérêt élevés visent à réduire la demande de consommation et à ramener l'économie dans un environnement Boucles d'or via un atterrissage en douceur. Notre modèle basé sur des indicateurs avancés montre toutefois qu'il faudra encore un certain temps pour que ce scénario se réalise aux États-Unis. En revanche, la Banque centrale européenne s'est déjà engagée dans un cycle d'assouplissement prudent. Dans tous les cas, les instituts d'émission voudront éviter une stagflation structurelle, car, dans un tel régime, elles auraient les mains liées et ne pourraient pas atteindre leurs deux objectifs, le plein emploi et la stabilité des prix. Par conséquent, il est probable que les banques centrales des deux côtés de l'Atlantique maintiennent une politique restrictive plus longtemps que prévu et intègrent le risque d'un atterrissage brutal et d'une brève récession.



# Connaissances & expériences : Placements pour divers régimes de croissance et d'inflation

## Connaissances & expériences 1 :

Placements recommandés dans les quatre régimes macroéconomiques

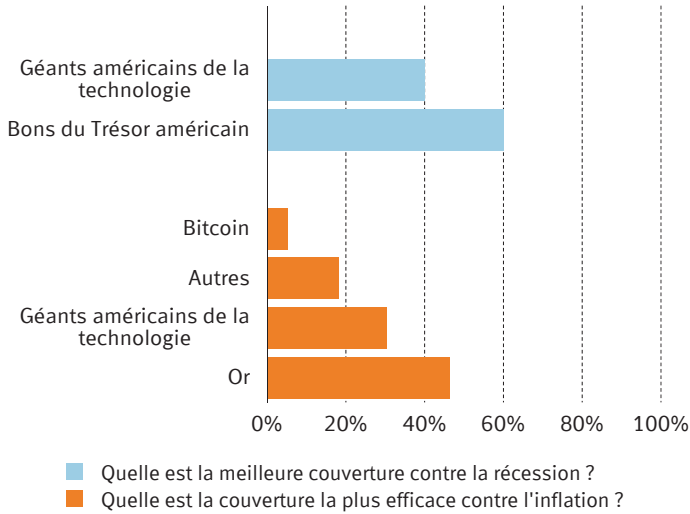


## Impact de la croissance et de l'inflation

La croissance économique réelle est le principal moteur des bénéfices des entreprises. Une forte inflation accroît également les bénéfices nominaux. Les taux plus élevés dans des régimes d'inflation pèsent toutefois sur les valorisations des actions et les prix des obligations en particulier. La stagflation est donc le régime le plus exigeant pour les investisseurs, car seul l'or peut apporter une contribution nettement positive au rendement. Les actions feront mieux que les obligations, mais elles préserveront au mieux leur valeur réelle (corrigée de l'inflation). Dans un scénario de récession, les obligations de qualité et l'or devraient être gages de stabilité. Après une correction quasi certaine, les actions devraient se redresser grâce à un assouplissement monétaire rapide.

## Connaissances & expériences 2 :

Répartition en pourcentage des réponses basées sur les résultats du sondage de Bloomberg Markets Live Pulse de mai 2024

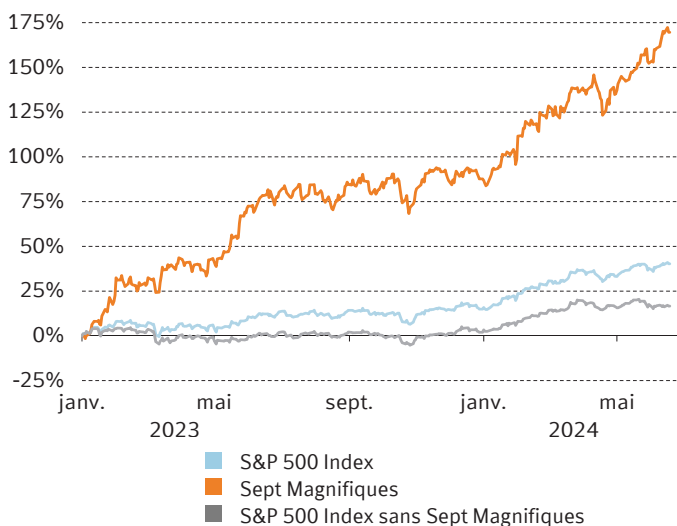


## Le secteur technologique, une classe à part

Parmi les actions, le secteur technologique est le mieux positionné pour s'imposer dans les différents régimes. Les géants de la tech, comme Microsoft et Apple, disposent aujourd'hui d'une part élevée de revenus récurrents, ce qui réduit leur cyclicité. Soutenues par les investissements massifs dans l'IA, les entreprises de semi-conducteurs sont aussi moins exposées aux fluctuations de l'économie. Grâce à leur pouvoir de fixation des prix, les géants de la tech sont bien armés face à l'inflation et font désormais concurrence à l'or en tant qu'instrument privilégié de protection de la fortune réelle. Le secteur est donc très prisé en période d'incertitudes. Dans le régime de reflation le plus récent, il a même battu certaines branches cycliques, comme l'industrie et la consommation discrétionnaire.

## Connaissances & expériences 3 :

Performance indexée en USD



## Rétrécissement de la « largeur du marché »

En raison de l'euphorie liée à l'IA, les cours des géants de la technologie se découpent de plus en plus de l'économie réelle et du marché d'actions. Composés des méga-capitalisation de la tech US (Nvidia, Microsoft, Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Tesla), l'indice des Sept Magnifiques a gagné 175% depuis l'introduction de ChatGPT fin 2022, alors que le S&P 500 aurait stagné sans ces champions. Après la flambée de leur cours, ces sociétés représentent ensemble 33% de l'indice US et 22% du MSCI World. La largeur du marché est donc plus restreinte que jamais. En raison des attentes ambitieuses envers ces titres, l'indice US en particulier semble cher avec un rapport cours/bénéfice de 25, bien que le reste du marché soit évalué à un niveau modéré. Si la valorisation a rarement été un bon indicateur de timing tactique, elle donne des indications sur le potentiel de performance à long terme des actions.

Les cours utilisés dans notre analyse sont les cours de clôture de la période examinée. Les chiffres sur lesquels se basent nos modèles d'évaluation sont des estimations qui se rapportent à des dates précises et qui, à ce titre, comprennent des risques. Ils peuvent être révisés à tout moment sans avis préalable. L'utilisation de modèles d'évaluation n'exclut pas le risque de ne pouvoir faire d'estimations justes sur une période de placement déterminée. L'évolution des cours est influencée par un nombre élevé de facteurs. Des changements imprévisibles peuvent résulter, par exemple, de développements technologiques, d'activités affectant l'ensemble de la conjoncture, de fluctuations des taux de change ou de modifications des valeurs sociales. Notre exposé des méthodes d'évaluation et des facteurs de risque ne prétend pas être exhaustif.

Les Fils Dreyfus & Cie SA publie la Boussole quatre fois par an depuis juin 2008. Destinée à la clientèle de la banque et à toutes les personnes intéressées, cette publication présente de façon concise les instruments et les méthodes utilisés par la banque pour suivre l'évolution des marchés financiers. Un descriptif du processus d'investissement est disponible auprès de votre conseiller clientèle ou sur le site Internet. La Boussole est un outil d'information mais ne saurait se rapporter à la situation individuelle d'un portefeuille. Ce document sert à des fins d'information et de publicité.

© Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers

Date de clôture de la rédaction : 24 juin 2024

Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers  
Aeschenvorstadt 16 | Boîte postale | 4002 Bâle | Suisse  
Téléphone +41 61 286 66 66

[contact@dreyfusbank.ch](mailto:contact@dreyfusbank.ch) | [www.dreyfusbank.ch](http://www.dreyfusbank.ch)