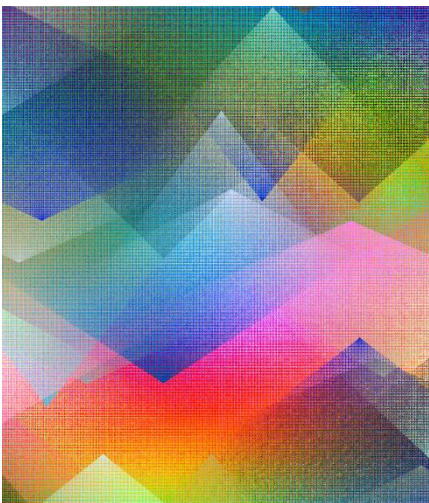


Quarterly Insight

3^{ème} trimestre 2024



Zach Lieberman «Cone overlaps with noise»
© CBH Private Collection



Contents

Sur la voie du rééquilibrage	1
Perspectives macroéconomiques	2
Revue des classes d'actifs	5
Allocation d'actifs	6

Sur la voie du rééquilibrage

Alors que nous entrons dans la cinquième année suivant le choc de la pandémie, l'économie mondiale poursuit son processus de rééquilibrage salutaire. La normalisation de la croissance économique, du marché du travail et de l'inflation devrait se poursuivre, créant un environnement favorable aux portefeuilles multi-actifs.

En bref

Alors que la croissance aux Etats-Unis est appelée à se normaliser, sa résistance est de bon augure pour une croissance soutenue des bénéficiaires.

L'économie de la zone euro montre des signes d'amélioration, mais la croissance devrait rester modérée.

Nous restons prudents quant aux perspectives chinoises en raison de la faiblesse persistante du marché immobilier et des niveaux de consommation atones.

La politique monétaire et les forces macroéconomiques sont susceptibles de faire baisser les rendements des obligations d'État ; par conséquent, la fenêtre d'opportunité pour bloquer le portage et la durée devrait progressivement se fermer.

À court terme, les incertitudes politiques devraient peser sur les actifs libellés en euros.

Notre positionnement quant au crédit reste globalement neutre. Un élargissement des «spreads» nous permettrait de réallouer une partie de l'exposition de l'«investment grade» vers le «high yield».

Pour l'instant, notre budget de risque se concentre sur les actions et les placements alternatifs.

L'expansion économique mondiale, qui a débuté par une reprise rapide suite à la récession provoquée par le COVID-19, entre maintenant dans sa cinquième année. La pandémie a profondément perturbé l'économie mondiale, créant des déséquilibres durables encore en phase d'ajustement.

Après la brève récession due au COVID-19 de 2020, l'économie américaine a fortement rebondi, sous l'effet d'importantes mesures de relance budgétaire et monétaire ainsi que d'un effet de rattrapage de la demande de consommation refoulée. Après une contraction de 2,2% en 2020, le PIB américain a bondi à 5,8% en 2021, soit la plus forte croissance annuelle observée depuis 1984. Alors que l'économie a progressé de 2,5% l'année dernière, l'agence Bloomberg s'attend à ce que la croissance se stabilise vers 2,3% en 2024 et vers 1,8% l'année suivante. Ces taux de croissance se rapprochent des estimations de taux de croissance à long terme de la

Réserve fédérale, soit un niveau de 1,8%. Cet ajustement reflète un processus sain. Les effets résiduels de la pandémie s'estompent progressivement, atténuant ainsi les pressions inflationnistes.

Actuellement, l'économie US affiche une croissance robuste, s'expliquant en grande partie par des dépenses de consommation élevées, elles même soutenues par la croissance des salaires et par l'augmentation de la richesse. Les dépenses d'investissement ont également été étonnamment fortes, malgré des taux d'intérêt plus élevés. Cette situation devrait permettre d'atteindre une croissance modérée et à une inflation raisonnable, à moins de chocs majeurs imprévus. Les craintes d'un ralentissement brutal semblent exagérées. Les chiffres plus faibles du premier trimestre reflètent principalement une volatilité des exportations et des fluctuations de stocks.

Le taux de chômage aux États-Unis est égal ou inférieur à 4% depuis plus de deux ans - la plus longue période de ce type depuis les années 1960 - bien qu'il ait légèrement augmenté par rapport à son niveau le plus bas de 3,4% observé au mois d'avril 2023. Le marché du travail, mesuré par la création d'emplois (masse salariale non agricole), demeure tendu en regard des normes historiques, mais a initié un refroidissement. Il est passé de son pic de 7,4% en mars 2022 à 4,9% en mai 2024. La moyenne sur quatre semaines des demandes initiales d'allocations de chômage a augmenté de 17% depuis décembre dernier. Le nombre de personnes occupant plusieurs emplois n'a jamais été aussi élevé. La création d'emplois concerne principalement des postes à temps partiel. En outre, le taux de départ volontaire est passé d'un pic de 3% à 2,2%. Une normalisation progressive du déséquilibre du marché du travail, accentué de manière spectaculaire durant la reprise postpandémique entre le deuxième trimestre 2020 et le premier trimestre 2022) est en cours. Il est peu probable que ce rééquilibrage du marché du travail fasse basculer l'économie US en récession.

Outre le rééquilibrage de la croissance et du marché du travail, l'inflation devrait poursuivre sa normalisation. Après avoir culminé à 9,1% en juin 2022, l'IPC global américain a rapidement chuté à 3% un an plus tard. Cette "désinflation facile" s'explique largement par la normalisation des chaînes d'approvisionnement et au recul des prix des matières premières. Toutefois, la désinflation s'est interrompue depuis. L'IPC global oscille actuellement entre 3% et 3,7%, probablement en raison d'une forte croissance économique et d'un marché de l'emploi encore tendu. Malgré cette pause, nous nous attendons à ce que l'inflation continue à diminuer progressivement. Les deux principaux moteurs de l'inflation, à savoir les loyers et les salaires, devraient

diminuer progressivement. Les loyers devraient continuer à s'ajuster avec un certain retard en réponse au ralentissement du marché du logement, et la croissance des salaires devrait décélérer à mesure que le marché du travail se refroidit.

Nous observons une répartition plus équilibrée de la croissance des bénéfices des entreprises intra-secteurs. Récemment, une attention particulière a été accordée à l'impact significatif des entreprises de croissance à méga-capacité, en particulier les "Magnificent 7" (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla), sur la

performance et la croissance des bénéfices des indices boursiers. Par exemple, la croissance positive des bénéfices du S&P 500 enregistrée au quatrième trimestre 2023 était uniquement imputable à ces sept sociétés, alors que le reste du marché enregistrait une croissance négative. Toutefois, les analystes s'attendent désormais à ce que les onze autres secteurs affichent une croissance positive de leurs bénéfices en 2025. Ce sain retour à la normale devrait permettre la poursuite du marché haussier.

Perspectives macroéconomiques

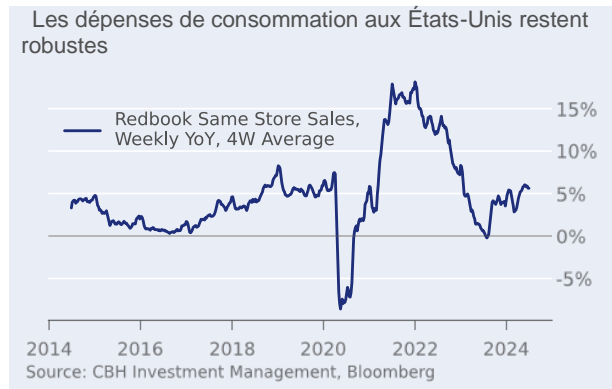
Une économie américaine résiliente

Dans cette ère post-Covid, il est de plus en plus difficile de déterminer l'état actuel et la trajectoire du cycle économique. Bien que celui-ci paraisse robuste, diverses forces opposées sont à l'œuvre. Certains experts vont même jusqu'à affirmer que le cycle économique traditionnel n'existe plus. A notre avis, il s'agit plutôt d'une conjonction de cycles sectoriels allant de la fabrication aux services, en passant par le logement, l'emploi, l'inflation, l'investissement et la consommation. Ces cycles sont devenus moins synchrones en raison d'un impact inégal des effets de la pandémie sur chacun d'entre eux.

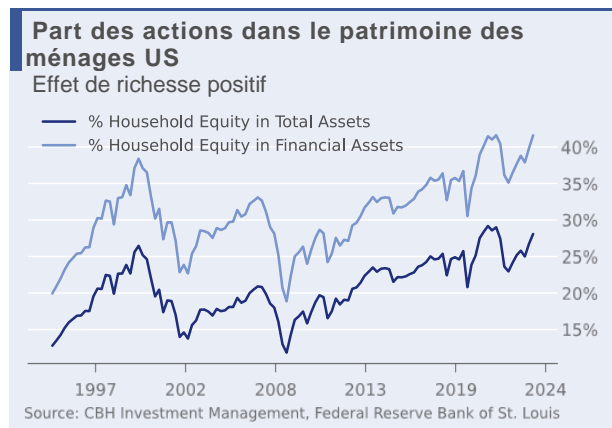
Conformément à nos multiples constations, le resserrement monétaire brutal de la Réserve fédérale n'a pas entraîné l'effondrement de l'activité économique, effondrement pronostiqué par le marché début 2023. Cela s'explique notamment par le fait que les entreprises et les ménages ont profité de la période de taux zéro post-Covid pour se refinancer à des conditions favorables à long terme. Le mécanisme de transmission des taux plus élevés est donc beaucoup plus faible dans le cycle actuel. Néanmoins, la hausse des taux a provoqué une certaine détresse, principalement parmi les entreprises surendettées, les défauts de paiement et les faillites augmentant surtout dans le segment des obligations à haut rendement inférieures à BB. En outre, les défauts de paiement des consommateurs ont surtout touché les personnes les plus jeunes et les ménages les plus modestes.

Nous continuons d'adhérer à un scénario d'atterrissage en douceur. L'économie américaine fait preuve d'une remarquable résilience, en particulier dans les secteurs de la consommation et des services. À première vue, la croissance du revenu disponible a ralenti, passant d'un pic de 5,3% en juin 2023 à 1% à la fin du mois d'avril 2024. Avec une croissance limitée du revenu disponible, les consommateurs doivent compter sur une épargne dont le taux de 3.6% est historiquement bas. Malgré les gros titres suggérant que l'épargne excédentaire de la pandémie a probablement été épuisée, un examen plus approfondi révèle que le quintile supérieur des revenus, qui représente environ 40% des dépenses de consommation, dispose encore d'une épargne excédentaire. C'est cette catégorie de ménages qui dépense fréquemment pour des services tels que les restaurants et les concerts.

Ventes au détail

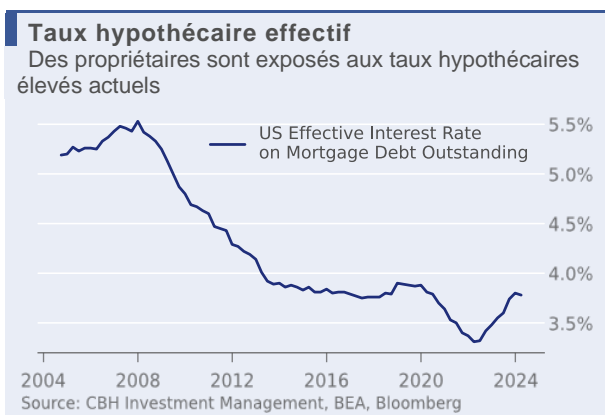


Outre les liquidités en banque, l'effet de richesse, dû au fait que le marché US des actions a atteint des sommets historiques, insuffle un vent arrière conséquent. Actuellement, 28% de la richesse des ménages est investi en actions, marquant ainsi un record à 42% des actifs financiers de ces derniers. Les prix de l'immobilier ont également atteint des sommets historiques, avec un taux d'accession à la propriété de 65,9%, un niveau proche de la moyenne des 30 dernières années. Par conséquent, si les consommateurs fortement endettés subissent l'impact négatif de la hausse des taux, l'augmentation substantielle de la richesse des ménages à revenus moyens et élevés fait plus que compenser les effets négatifs de cette hausse de taux. Nous nous attendons donc à ce que les consommateurs américains poursuivent leurs dépenses à un rythme régulier, confortant ainsi nos perspectives macroéconomiques positives pour les trimestres à venir.

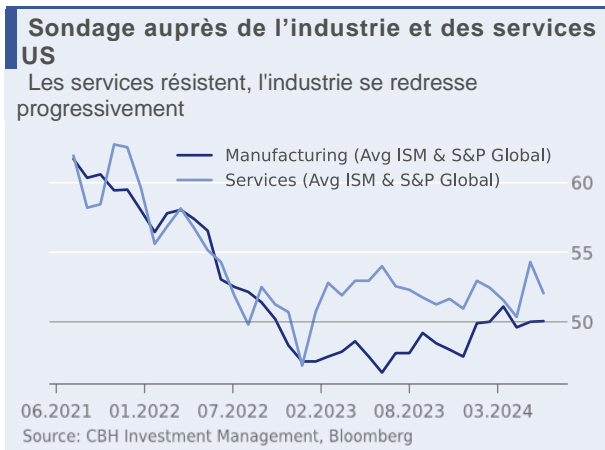


Un taux hypothécaire supérieur à 7% ne devrait-il pas paralyser les finances des ménages ? Oui, mais plusieurs

facteurs expliquent pourquoi cette hausse n'a pas eu de conséquences graves pour les propriétaires, du moins pour l'instant. Tout d'abord, environ 40% des ménages n'ont pas de prêt hypothécaire en cours (US Census Bureau). Deuxièmement, de nombreux ménages ont refinancé leur hypothèque pendant la période post-COVID de taux zéro, ce qui leur a permis de bénéficier de conditions très favorables à long terme. Actuellement, plus des trois quarts des propriétaires ayant un prêt hypothécaire affichent un taux fixe inférieur à 5%. Au total, le service de la dette hypothécaire en pourcentage du revenu disponible n'est que de 4%, bien en dessous de la moyenne historique sur 30 ans qui est de 5,3%.

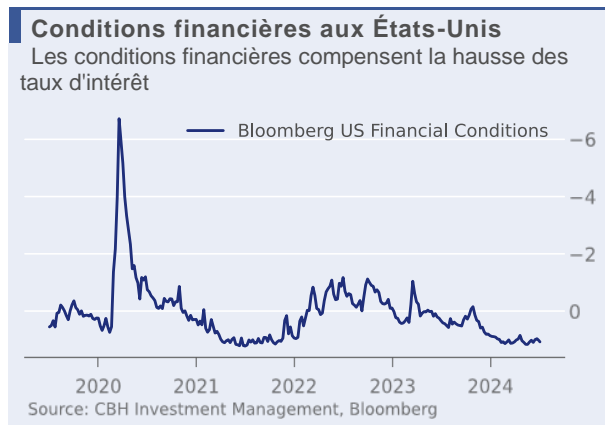


Le marché du travail se normalise, un processus qui devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres. Le taux de création d'emplois diminue et les nouvelles demandes d'allocations chômage augmentent progressivement. Cependant, nous ne prévoyons pas d'augmentation significative du taux de chômage, car les bénéfices des entreprises restent stables et devraient continuer à soutenir l'emploi. L'état de l'activité manufacturière est mitigé, les enquêtes ISM et S&P Global envoyant des signaux contradictoires. Une moyenne des deux séries suggère que l'industrie manufacturière se redresse modestement depuis l'été 2023. Le ratio ISM manufacturier nouvelles commandes vs. stocks indique que l'économie est en phase de restockage, et non qu'elle n'augmente pas sa production, constituant un facteur cyclique préoccupant. À l'inverse, les services restent robustes. Le fait que ceux-ci représentent plus des trois quarts du PIB, conforte notre vision d'une économie américaine résiliente face à des coûts d'investissement plus élevés.



Après quatre mois de forte croissance, les pressions inflationnistes se sont quelque peu atténuées en mai, l'IPC

global s'établissant à 3,3%. Les services de base ont représenté 58% de ce chiffre, le logement étant le principal facteur inflationniste (35%). Selon nous, l'évolution de l'inflation dépend des salaires et des loyers. À mesure que le marché du travail se normalise, le rapport de force devient moins favorable aux employés. Cette perte de pouvoir de négociation signifie que la croissance des salaires poursuivra sa décélération pour atteindre des taux inférieurs à 4% en termes nominaux. L'inflation des logements s'établit à 5,4%, après avoir culminé à 8,2% en mars 2023. Cette composante reste le principal contributeur de l'inflation de base. La dépression du marché du logement devrait entraîner une baisse des loyers, avec un décalage d'environ 1,5 an, comme le suggèrent les indicateurs avancés. Par conséquent, compte tenu de nos perspectives de diminution des pressions inflationnistes des salaires et des loyers, nous anticipons la poursuite du processus de désinflation se poursuive. Toutefois, l'inflation des services de base restant supérieure à 5% (dernière publication à 5,3%), l'inflation devrait demeurer supérieure à l'objectif de 2% au cours des deux prochaines années.



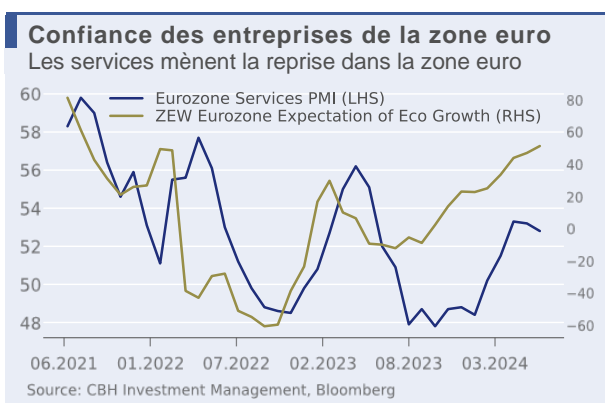
Lors de la réunion du FOMC de décembre 2023, la Fed a indiqué qu'elle en avait fini avec les hausses de taux et qu'un changement de cap était probable. Cette annonce a incité les marchés financiers à anticiper de manière agressive les baisses de taux à venir, propulsant les actions à la hausse et les taux d'intérêt à la baisse. En outre, les conditions de crédit se sont considérablement assouplies depuis le quatrième trimestre 2023. La part des banques resserrant les normes de prêt est passée d'un sommet de 50% à la fin du mois de septembre 2023 à 15,6% actuellement. Cet assouplissement substantiel des conditions financières a atténué l'impact de la hausse des taux d'intérêt, contribuant ainsi à maintenir l'économie à flot. Comme la Fed a encore supprimé le risque d'une hausse des taux lors du FOMC de juin, les conditions financières devraient continuer à soutenir les actifs risqués durant le second semestre.

Un lent processus de reprise de la zone euro

Après cinq trimestres de croissance stagnante et une légère contraction au quatrième trimestre 2023, le PIB de la zone euro a finalement augmenté d'un léger +0,3% au premier trimestre 2024. Cette reprise est principalement due à une amélioration soutenue des échanges commerciaux, en raison de la baisse des prix de l'énergie. L'inflation a donc diminué de manière significative. L'IPC global a corrigé d'un pic de 10,6% au quatrième trimestre 2022 à 2,6% en mai 2024. Ce processus de désinflation a incité la BCE à entamer son cycle de réduction de taux en

juin. Les investissements et le secteur de la construction devraient en être stimulés.

La résilience du marché du travail européen, avec des taux de chômage historiquement bas ou proches dans la plupart des pays, reste légèrement favorable, renforçant ainsi la confiance des entreprises et des ménages. Les bons chiffres de l'indice PMI des services ainsi que celui des attentes ZEW corroborent cette hypothèse. S'il est vrai que la croissance des salaires a probablement atteint un pic, elle ne se ralentira que très progressivement. L'inflation diminuant plus rapidement, les ménages récupèrent progressivement le pouvoir d'achat qu'ils avaient perdu lors de la crise énergétique. Cependant, tous les nuages ne se sont pas dissipés. L'industrie manufacturière reste un point faible, l'activité se stabilisant, mais le processus de reprise s'avérant inégal. L'indice PMI de l'industrie manufacturière est tombé à 45,6 en mai, contre 47,3 en avril, reflétant des difficultés persistantes dans ce domaine. De plus, la reprise du secteur manufacturier est inégale au sein des États membres, mettant ainsi en exergue l'hétérogénéité économique au sein de la zone euro.



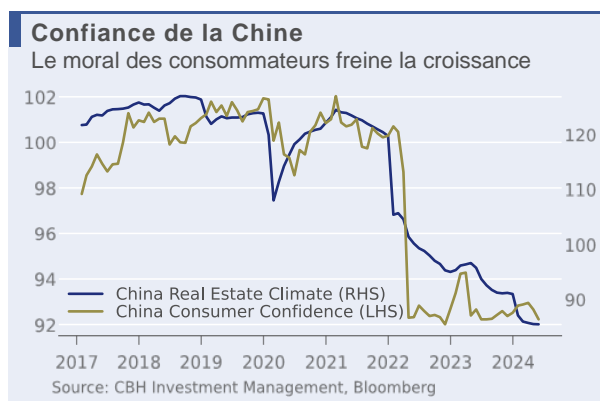
Bien que nous nous attendions à ce que la désinflation se poursuive dans la zone euro, le rebond de l'inflation globale et de l'inflation de base observé en mai souligne que le chemin vers l'objectif d'inflation de 2% sera probablement long et volatil. Alors que la plupart des pressions inflationnistes découlant des prix des matières premières et des perturbations de la chaîne d'approvisionnement se sont atténuées, les effets salariaux sont maintenant le principal moteur inflationniste. Compte tenu de la rigidité du marché du travail européen, les ajustements salariaux seront lents.

Dans l'ensemble, la demande intérieure devrait se renforcer, d'abord par le biais des dépenses de consommation au second semestre 2024, puis par une augmentation des investissements en 2025. Cette trajectoire devrait faciliter un retour vers une croissance du PIB.

Cet optimisme modéré se reflète dans les prévisions de croissance du consensus, qui sont passées de +0,5% à +0,7% depuis le début de l'année. Néanmoins, des risques importants subsistent. Les conflits géopolitiques au Moyen-Orient et en Ukraine constituent des menaces importantes pour ces fragiles perspectives. D'autres risques guettent, comme la divergence de politique monétaire avec la Fed, l'incertitude politique accrue en France et la détérioration des relations économiques avec la Chine.

L'économie chinoise reste déséquilibrée

L'économie chinoise continue de naviguer dans un paysage complexe et se doit de relever de nombreux défis. Pourtant, au premier trimestre 2024, la croissance du PIB a atteint 5,3% en glissement annuel, dépassant ainsi les attentes. L'un des principaux moteurs de la croissance a été une production industrielle robuste, soutenue par des politiques gouvernementales qui donnent désormais la priorité au haut de gamme, aux technologies vertes et à la sécurité nationale. Cependant, cette croissance est structurellement déséquilibrée. La consommation reste faible en raison du taux de chômage élevé chez les jeunes (15,3%), de la stagnation des revenus dans les grandes villes et de l'effet de richesse négatif dû à la baisse des prix de l'immobilier. Ces facteurs continuent de miner la confiance des consommateurs et des entreprises, pesant ainsi sur les dépenses et les investissements.



Le secteur de l'immobilier reste un sujet de préoccupation majeure, avec une instabilité persistante et des indicateurs clés du marché du logement qui n'ont pas encore atteint leur niveau le plus bas. L'immobilier représentant la plus grande part de la richesse des ménages chinois moyens, il est difficile de voir comment la confiance pourrait être rétablie sans un redressement du secteur du logement. Afin de soutenir l'économie, le gouvernement tend à donner la priorité à la relance budgétaire, aux investissements dans les infrastructures et à la technologie, plutôt qu'à l'assouplissement monétaire. En outre, les niveaux d'endettement des gouvernements locaux ne cessent de croître, ce qui augmente les risques systémiques. Les tensions géopolitiques, en particulier avec les États-Unis et Taïwan, menacent également les industries orientées tournées vers l'exportation. Parvenir à rééquilibrer l'économie devient alors un objectif primordial. Cela justifie de nouvelles réformes visant à augmenter le revenu des ménages, à encourager les dépenses de consommation et à juguler la surcapacité de certains secteurs.



Revue des classes d'actifs

	Less attractive	Neutral	More attractive
Sovereign Bonds			
		USD Short-Term	USD Mid-Term
		EUR Short-Term	EUR Mid-Term
Invest. Grade Bonds			
		USD Short-Term	USD Mid-Term
		EUR Short-Term	EUR Mid-Term
Other Fixed Income			
	Convertibles	Financial Subordinated	Short-Term High Yield
	Emerging Debt		Corporate Hybrids
	High Yield		
Equities			
	Emerging ex-China		Large Cap Growth
	Europe		United States
	China		Global Technology
Alternatives			
		Gold	Multi Assets
			HF CTA
			HF Global Macro
			HF L/SEquity
Currencies			
	EUR	CHF	USD

Allocation d'actifs

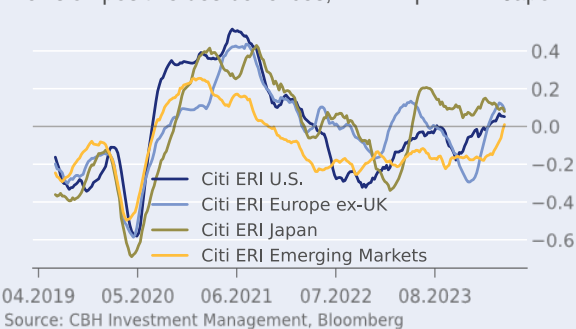
Actions, des vents contraires macro et microéconomiques

Au cours du premier semestre de l'année, le marché américain des actions a enregistré de bonnes performances, malgré les modifications de réductions de taux de la Fed, qui sont passées de sept à moins de deux. Cette vigueur est principalement due à la composition des indices boursiers américains, qui sont fortement axés sur les méga-capitalisations des entreprises de croissance et de technologie. Les "Magnificent 7" ont contribué à 60 % des gains enregistrés du S&P 500 depuis le début de l'année, portés par des révisions de bénéfices à la hausse et alimentés par les promesses liées à l'intelligence artificielle. Les dernières publications de bénéfices confirment notre opinion selon laquelle le cycle d'investissement dans l'IA bat son plein et n'en est encore qu'à ses balbutiements. Nous assistons à des investissements considérables dans l'infrastructure de l'IA, notamment dans les centres de données qui nécessitent d'importantes mises à niveau pour accueillir les charges de travail substantielles requises par cette nouvelle technologie. Jusqu'à présent, les principaux bénéficiaires ont été les sociétés de semi-conducteurs, qui connaissent une forte demande de microprocesseurs de pointe, de mémoires à large bande passante et d'équipements de réseau. Nous maintenons donc nos perspectives favorables sur les thèmes de l'informatique en « Cloud » et de l'intelligence artificielle.

Notre opinion positive repose également sur des facteurs macro et microéconomiques compensatoires. Alors que la croissance économique américaine devrait se normaliser, elle reste remarquablement résistante, avec des dépenses de consommation robustes et un marché de l'emploi solide. L'inflation devrait diminuer progressivement, même si le "dernier kilomètre" risque d'être plus long à parcourir. Si l'on tient compte du fait que le Président Biden utilise tous les outils disponibles pour soutenir la croissance avant l'élection présidentielle de novembre, la toile de fond macroéconomique reste favorable aux entreprises américaines pour le second semestre.

Momentum des bénéfices régionaux

Révision positive des bénéfices, à l'exception du Japon



Le consensus des analystes s'attend à ce que les bénéfices des entreprises US augmentent de 11,3% en 2024 et de 14,4% en 2025 (indice S&P 500, source FactSet). La technologie se fait la part belle, avec une croissance attendue de respectivement de 18,8% et de 19,5%. Un autre facteur clé de la longévité du cycle haussier est que, outre la croissance des secteurs liés à l'IA, celle-ci se diffuse à de nombreux autres secteurs. Neuf des onze secteurs devraient voir leurs bénéfices augmenter en 2024 et, en 2025, l'ensemble des onze secteurs devrait connaître une croissance de leurs bénéfices par action. Il s'agit là d'un changement de

donne par rapport au passé récent. A ce jour, la croissance des bénéfices s'est concentrée sur les valeurs de croissance des méga-capitalisations. Les bénéfices étant le moteur des prix, la progression du marché américain devrait moins s'expliquer, comme c'est le cas actuellement, par un groupe concentré de sociétés géantes.

Après un rendement total de 26% en 2023 et de 15% depuis le début de l'année, les actions US et mondiales ont-elles encore une marge de progression ? Une façon d'aborder la question à long terme est de l'examiner à travers le prisme de la valorisation. Avec un ratio prix sur bénéfice (P/E) prospectif de 21, le S&P 500 peut être considéré comme cher, car sa valorisation traite à plus d'un écart-type au-dessus de sa moyenne à 10 ans. Cette valorisation élevée s'explique en grande partie par le secteur technologique, le plus important de l'indice, qui affiche un P/E prospectif de 30. En dehors de la bulle technologique du début des années 2000, l'écart de valorisation entre le secteur technologique et le marché n'a jamais été aussi important. Si l'on considère une meilleure approximation du "marché", le S&P 500 « Equal Weight », qui corrige la distorsion impliquée par les capitalisations boursières trop importantes, l'image de la valorisation est très différente. Le P/E prospectif est alors de 16x, légèrement inférieur à sa moyenne sur 10 ans. Par conséquent, en dehors des valeurs technologiques et des méga-capitalisations de croissance, les valorisations ne semblent pas si exagérées.

Valorisation des actions américaines

Corrigée des actions à forte capitalisation, la valorisation est acceptable



Il subsiste néanmoins de nombreux risques. Notre principale préoccupation concerne les attentes élevées associées à l'intelligence artificielle, car une grande partie des nouvelles positives et de la croissance anticipée des bénéfices semble déjà reflétée dans les valorisations actuelles. Nous mettons également en garde contre le biais cognitif lié à cet enthousiasme connu sous le terme de « Hype Cycle » de Gartner. Celui-ci décrit comment une nouvelle technologie déclenche souvent une vague initiale d'espoir qui conduit à des attentes exagérées, attentes qui sont ensuite dégonflées avant de reprendre le dessus d'une manière plus rationnelle. Il est possible que nous soyons actuellement en train de prendre le chemin menant à ce sommet d'attentes exagérées. Bien que nous partagions l'optimisme général quant à l'énorme potentiel de gains de productivité et aux nouvelles opportunités commerciales de l'IA générative, nous pensons qu'il faudra du temps pour que ces améliorations se diffusent et soient mises en œuvre dans l'ensemble de l'économie.

À l'aube du troisième trimestre, nous maintenons notre surpondération en actions. Les perspectives restent favorables grâce au soutien des forces macro et

microéconomiques. Nous surpondérons les actions US, en privilégiant les valeurs de croissance, tandis que nous sous-pondérons modérément le marché européen et les marchés émergents. L'Europe reste attrayante en termes de valorisation, mais nous pensons que la région souffre d'une sous-exposition aux entreprises technologiques et de croissance. Les récents troubles politiques en France ont par ailleurs augmenté la prime de risque de la zone européenne, ce qui constitue un frein à court terme. Nous restons prudents à l'égard des marchés émergents, en particulier envers la Chine, malgré certains développements macroéconomiques positifs qui ont entraîné un rebond du marché. Nous maintenons notre surpondération de la poche tactique dans les actions, l'environnement caractérisé par une forte dispersion étant favorable à la sélection active.

La Fed n'est pas pressée d'abaisser ses taux

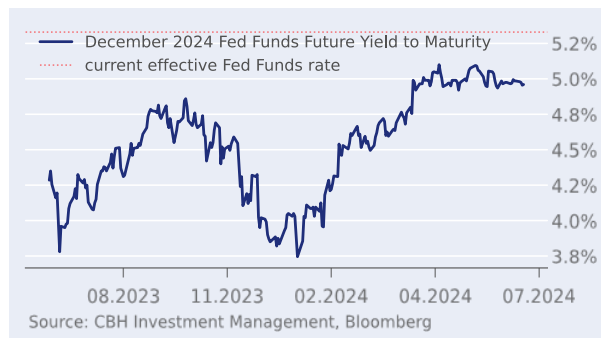
Au cours du premier semestre de l'année, les marchés à revenu fixe ont été dominés par les changements de pronostiques de baisses de taux de la Fed et par la résurgence de l'idée que les taux risquent de « rester élevés et pour longtemps », en raison de perspectives économiques moins pessimistes. Le rendement du 10 ans américain est passé de 3,9% à 4,4%, impactant ainsi négativement le prix des obligations. À l'inverse, les obligations courtes et plus risquées ont surperformé depuis le début de l'année resserrant encore les écarts de crédit.

Si nous continuons de penser que le pic cyclique des rendements américains est derrière nous, nous sommes depuis longtemps sceptiques quant aux pronostics du marché sur la vitesse à laquelle la FED baissera ses taux. Nous n'avons donc que très progressivement ajouté de la durée. La date de la première baisse de taux reste incertaine et dépend des données, comme l'a souvent répété le président Powell. Notre scénario de base prévoit une première baisse en septembre. Toutefois, compte tenu de la difficulté de la désinflation du "dernier kilomètre" et de la résilience de l'économie américaine, le scénario alternatif d'une absence de baisse cette année n'est pas impossible.

À moyen terme, les forces économiques et le relâchement de la politique monétaire devraient faire baisser les rendements des bons du Trésor. Néanmoins, le chemin vers leur baisse ne sera probablement pas linéaire, car l'abondance de l'offre de titres du Trésor, à un moment où les acheteurs se font plus rares, pourrait créer des hausses momentanées. D'un point de vue technique, la série de sommets inférieurs du rendement américain à 10 ans suggère que la tendance dominante est désormais à la baisse. Par conséquent, nous réaffirmons que l'allongement des maturités a sa place dans un portefeuille multi-actifs. Tout mouvement de hausse des rendements du Trésor américain à 10 ans s'approchant des 4,5% constituerait un point d'entrée opportun pour ajouter de la durée et verrouiller le portage.

Futures décisions de la Fed intégrées

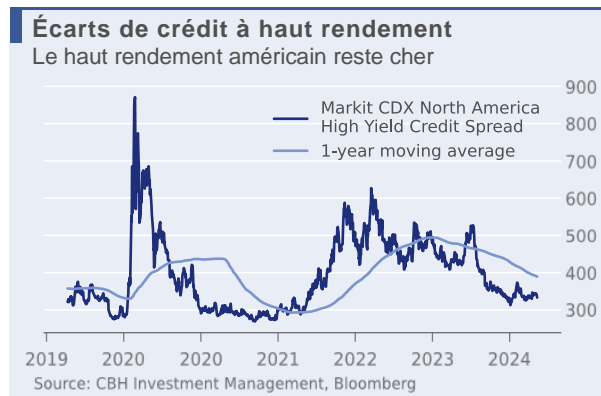
Depuis avril, les attentes du marché sont restées stables.



Le crédit reste (trop) cher

Au deuxième trimestre 2024, les écarts de crédit sur les obligations « investment grade » (IG) et « high yield » (HY) sont restés globalement stables aux États-Unis et en Europe. La performance trimestrielle a été positive grâce à au portage attractif. Les indices à haut rendement affichent un rendement total de plus de 2,5% depuis le début de l'année des deux côtés de l'Atlantique. En revanche, la performance des titres de qualité est proche de 0. Malgré le resserrement monétaire le plus agressif depuis 50 ans, l'impact différé de la hausse des coûts de financement a été relativement contenu dans les notations inférieures à BB. Ceci a soutenu les indices de crédit.

Les fondamentaux du crédit restent sains et la demande de crédit reste forte. Les investisseurs continuent de se positionner pour bénéficier de niveaux de portage attractifs. L'offre est également importante. De nombreuses entreprises profitent des faibles niveaux de « spreads ». Les valorisations demeurent toutefois élevées. Les écarts de crédit sont étroits et se traitent proches des plus bas niveaux historiques. Malgré cela, notre préférence reste le crédit IG face au HY et à la dette émergente. Les obligations d'entreprise de haute qualité devraient mieux résister aux renversements cycliques.



Le contexte politique pèse à nouveau sur l'euro

Dans l'ensemble, la hausse des taux d'intérêt, le report des réductions de la Fed et le renforcement de l'économie américaine continuent de plaider, à court terme, en faveur du billet vert. Les attentes relatives en matière de politique monétaire constituent le principal facteur du marché des changes des pays du G10 comme le montre la forte corrélation entre l'indice du dollar et le niveau des taux des fonds fédéraux à un an. Depuis avril, les perspectives de la Fed ont peu évolué. Seulement deux réductions sont attendues cette année. Du côté de la BCE, le marché

anticipait deux baisses d'ici le début du mois de juin, la première ayant déjà eu lieu le 6 juin. En outre, les élections législatives européennes et l'agitation qui s'en est suivie sur la scène politique française ont réintroduit une prime de risque politique dans le cours de l'euro. De manière générale, les aléas politiques européens affectent davantage les variations de la devise commune face au franc suisse que face au dollar ce qui s'est une fois de plus confirmé. Nous pensons que le bras de fer entre la politique française et les prévisions de la Fed et de la BCE sera le principal moteur affectant les mouvements de la paire EURUSD durant le troisième trimestre. Les variations devraient fluctuer dans une fourchette comprise entre 1,05 et 1,09. Le plancher de 1,05 devrait tenir, sauf en cas de nouvelles tensions politiques dans la zone euro. À plus long terme, nous prévoyons que le dollar s'affaiblira progressivement à mesure que la croissance américaine se tassera, poussant ainsi la Fed à se joindre au pas de danse de la réduction des taux.

Outre la résurgence du risque politique sur le Vieux Continent, les mouvements plus importants sur le marché des changes des pays du G10 ont été la poursuite de l'affaiblissement du yen. Celui-ci a rompu la barre des 160 USDJPY et a atteint son niveau le plus bas jamais observé en 38 ans. Durant les dernières années, l'USDJPY a été principalement influencé par le différentiel de taux d'intérêt. La récente dépréciation s'est opérée en l'absence de facteur n'intervienne. Comment peut s'expliquer la faiblesse du yen, alors que la Banque du Japon (BoJ) a mis fin à des décennies de politique monétaire ultra-accommodante ? De nombreuses hypothèses ont fleuri, mais aucune d'entre elles n'apparaît réellement convaincante. De notre côté, nous distinguons deux forces opposées et explicatives de ce phénomène. En premier lieu, le virage tant attendu de la BoJ a été pour l'instant assez ténu, la normalisation de la politique monétaire étant un processus lent. Bien que l'abandon du contrôle de la courbe des taux soit un changement notable, pour l'instant, la BoJ a déçu les attentes des marchés en ne fournissant aucune indication sur une éventuelle hausse des taux en juillet. De plus, l'institution a reporté sa décision de baisse des achats de JGB jusqu'à la prochaine réunion en juillet. Deuxièmement, l'appétit mondial pour le risque reste élevé, ce qui constitue un environnement favorable aux stratégies dites de «carry trade». Sur un an, le yen a perdu entre 10 et 11 % contre les devises les plus performantes des pays du G10, à savoir : l'USD, la GBP, le NZD et l'AUD. L'utilisation généralisée du yen comme source de financement dans les opérations de portage peut être donc être un élément supplétif à la faiblesse persistante du yen. Dans l'ensemble, nous estimons que la hausse marginale des rendements des JGB et la possibilité d'une intervention de la BoJ sur le marché des changes sont plus que compensées par les perspectives positives des actifs à risque et la stabilité des rendements américains, du moins jusqu'à ce que la Fed commence enfin à réduire ses taux.

Présence géographique

CBH est présent à Genève, Zurich, Londres, Luxembourg, en Israël, à Hong Kong et aux Bahamas. En raison de son exposition internationale, elle est sous la surveillance consolidée de la FINMA en Suisse et ses sociétés affiliées sont supervisées par la CSSF au Luxembourg, la FCA au Royaume-Uni, la Central Bank of Bahamas, la SFC à Hong Kong et la CVM au Brésil.



Geneva

Siège
CBH Bank
Bd Emile-Jaques-Dalcroze 7
P.O. Box
1211 Geneva 3, CH
cbhbank.com
t +41 22 839 01 00

Zurich

Succursale
CBH Bank
Bahnhofstrasse 82
P.O. Box 1213
8021 Zurich, CH
cbhbank.com
t +41 44 218 15 15

Luxembourg

SICAV
1618 Investment Funds
106, route d'Arlon
L-8210 Mamer
Grand Duché de
Luxembourg
1618am.com

London

Filiale
CBH Wealth UK Limited
2-4 Cork Street,
London W1S 3LG, UK
cbhbank.com
t +44 207 647 1300

Hong Kong

Filiale
CBH Asia Limited
Suite 2001, 20th Floor,
K11 ATELIER, 18-24
Salisbury Road, Tsim Sha
Tsui, Kowloon, Hong
Kong, HK
cbhbank.com
t +852 2869 0801

Nassau

Filiale
CBH Bahamas Ltd.
CBH House, East Bay
Street
P.O. Box N-1724
Nassau, N.P., Bahamas
cbhbank.com
t +1 242 394 61 61

Rio de Janeiro

Asset management Co.
1618 Investimentos
Av. Ataulfo de Paiva,
204 Salas 305 a 308
Leblon, Rio de Janeiro/RJ
CEP: 22440-033, Brazil
1618investimentos.com
t +55 21 3993 6901

São Paulo

Asset management Co.
1618 Investimentos
Rua Iguatemi, 192
Itaim Bibi, São Paulo -SP
CEP: 01451-010
Brazil
1618investimentos.com
t +55 11 4550 4401

Tel Aviv

Bureau de représentation
CBH Bank
Rehov Tuval 40
Ramat Gan
5252247 Israel
cbhbank.com
t +972 73 793 62 22

Disclaimer

Cette publication est destinée à des fins d'information uniquement et ne constitue pas une offre, une incitation ou une recommandation de la part de CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA (ci-après "CBH") ou de tout autre membre de son groupe. En particulier, cette publication ne constitue pas un prospectus et ne doit pas être interprétée comme un conseil ou une proposition d'investissement. Cette publication ne crée pas non plus de relation bancaire entre vous et CBH. Pour obtenir des conseils en matière d'investissement, vous devez consulter un conseiller en investissement.

Cette publication contient des informations générales basées sur des connaissances exclusives, des informations fournies par des tiers et des sources accessibles au public. Elle n'est pas uniquement le résultat d'une recherche financière indépendante. Par conséquent, les exigences légales concernant l'indépendance de la recherche financière ne s'appliquent pas. Les informations et les opinions exprimées dans cette publication ont été publiées par CBH à la date de rédaction et peuvent être modifiées sans préavis. En particulier, tous les prix indiqués sont à jour à la date de cette publication et peuvent également être modifiés sans préavis.

Les investissements dans les classes d'actifs mentionnées dans cette publication peuvent ne pas convenir à tous les destinataires et ne pas être disponibles dans tous les pays. Cette publication n'est pas destinée à être distribuée ou utilisée par une personne ou une entité qui est un citoyen ou un résident d'une localité, d'un État, d'un pays ou d'une autre juridiction où une telle distribution, publication, disponibilité ou utilisation serait contraire à la loi ou à la réglementation, ou située dans une telle localité, un tel État, un tel pays ou une telle juridiction. Cette publication a été préparée sans tenir compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un investisseur particulier. Avant de s'engager dans une quelconque transaction, les investisseurs doivent s'assurer qu'elle est adaptée à leur situation et à leurs objectifs personnels.

Veillez noter que la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent aussi bien baisser qu'augmenter et ne sont pas garantis, de sorte qu'ils peuvent ne pas récupérer le montant initial investi ; la valeur d'un investissement peut chuter soudainement et substantiellement ; les performances passées ne préjugent pas des performances futures ; et les niveaux et la base d'imposition, ainsi que les allègements fiscaux, peuvent changer de temps à autre. Les variations des taux de change peuvent avoir un effet négatif sur le prix, la valeur ou le revenu d'un investissement.

En cas de doute, les investisseurs doivent demander l'avis d'un professionnel, y compris d'un fiscaliste. La valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent aussi bien baisser qu'augmenter et ne sont pas garantis ; par conséquent, les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant initial investi ; la valeur d'un investissement peut chuter soudainement et substantiellement ; les performances passées ne garantissent pas les performances futures et ne sont pas indicatives d'un investissement spécifique ; les niveaux et la base de l'imposition, ainsi que les allègements fiscaux, peuvent changer de temps à autre. Les variations des taux de change peuvent avoir un effet négatif sur le prix, la valeur ou le revenu d'un investissement.

Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité de la présente publication. Les erreurs éventuelles ou le caractère incomplet des informations contenues dans cette publication ne constituent pas un motif de responsabilité. Ni CBH ni aucun autre membre de son groupe n'est responsable des informations contenues dans cette publication.

Cette publication ne peut être distribuée que dans les pays où sa distribution est légalement autorisée par les entités locales de CBH. Cette publication ne s'adresse à aucune personne dans une juridiction où (en raison de la nationalité, de la résidence ou autre de cette personne) de telles publications sont interdites.

Cette publication est protégée par des droits de propriété intellectuelle. Sa reproduction, sa distribution ou sa publication par toute personne, à quelque fin que ce soit, sans l'autorisation écrite préalable de CBH est interdite. Tous les droits sont réservés.

Informations importantes sur la distribution

Suisse - Cette publication est distribuée par CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, une entité autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA en Suisse.

Bahamas - Cette publication est distribuée aux clients de CBH Bahamas Ltd. et n'est pas destinée à être distribuée aux personnes désignées comme citoyens ou résidents des Bahamas aux fins des règlements et règles de contrôle des changes des Bahamas. Elle n'est donc destinée qu'aux personnes désignées ou réputées non-résidentes.

Hong Kong - Cette publication est publiée par CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA et distribuée par CBH Asia Limited en son nom propre à ses clients. CBH Asia Limited est une société agréée par la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong et enregistrée auprès de la Mandatory Provident Fund Schemes Authority (MPFA) et de l'Insurance Authority (IA).

Royaume-Uni - Cette publication est distribuée aux clients de et par CBH Wealth UK Limited, autorisée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority [FRN 514546]. Ce document est destiné à des fins d'information générale et n'est pas considéré comme une recherche d'investissement. Pour obtenir des informations complètes sur les communications de CBH Wealth UK Limited, veuillez consulter notre site web ou vous adresser à votre chargé de relations.

États-Unis d'Amérique - Ni cette publication ni aucune copie de celle-ci ne peuvent être envoyées, introduites ou distribuées aux États-Unis d'Amérique ou à toute personne américaine.

Cette publication peut contenir des informations obtenues auprès de tiers, y compris des notations, des mesures d'évaluation, des prix et d'autres données. La reproduction et la distribution du contenu de tiers sous quelque forme que ce soit sont interdites, sauf autorisation écrite préalable du tiers concerné. Les fournisseurs de contenu tiers ne garantissent pas l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualité ou la disponibilité de toute information, y compris les évaluations, et ne sont pas responsables des erreurs ou omissions (par négligence ou autre), quelle qu'en soit la cause, ni des résultats obtenus par l'utilisation de ce contenu. Les fournisseurs de contenu tiers ne donnent aucune garantie expresse ou implicite, y compris, mais sans s'y limiter, toute garantie de qualité marchande ou d'adéquation à un usage ou un but particulier. Les fournisseurs de contenu tiers ne sont pas responsables des dommages directs, indirects, accessoires, exemplaires, compensatoires, punitifs, spéciaux ou consécutifs, des coûts, des dépenses, des frais de justice ou des pertes (y compris les pertes de revenus ou de bénéfices et les coûts d'opportunité) liés à l'utilisation de leur contenu, y compris les notations. Les notations de crédit sont des déclarations d'opinion et non des déclarations de fait ou des recommandations d'achat, de détention ou de vente de titres. Elles ne traitent pas de la valeur de marché des titres ou de l'adéquation des titres à des fins d'investissement, et ne doivent pas être considérées comme des conseils en matière d'investissement.

Cette publication fait l'objet d'un copyright et de droits de base de données et ne peut être reproduite, distribuée ou publiée par quiconque, à quelque fin que ce soit, sans l'accord écrit exprès et préalable de CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Tous les droits sont réservés.

Données au 30 juin 2024
Publié le 15 juillet 2024

Creativity within Excellence

CBH | Compagnie Bancaire Helvétique

Asset Management
Boulevard Emile-Jaques-Dalcroze 7
Case postale
CH - 1211 Genève 3

am@cbhbank.com
www.cbhbank.com