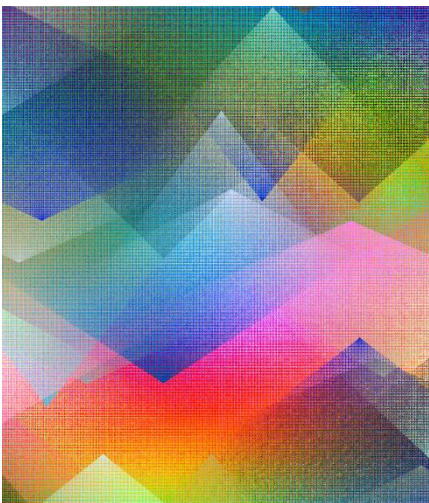


Quarterly Insight

Quatrième Trimestre 2024



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



Sommaire

| | |
|---|----|
| CBH House View | 1 |
| Perspectives macroéconomiques mondiales | 3 |
| Vues des classes d'actifs | 13 |
| Allocation d'actifs | 14 |

CBH House View

Déplacement de plaques tectoniques

Les points clés

- Probable atterrissage en douceur de l'économie mondiale
- L'Europe derrière l'économie américaine et exposée à des risques de détérioration
- Les changements de politique monétaire : sources de volatilité
- Malgré une réduction tactique de notre exposition en actions, la surpondération est globalement maintenue
- Les stratégies CTA, Global Macro et l'or renforcent la diversification des portefeuilles et la résilience face à la volatilité des marchés.

Le quatrième trimestre 2024 marque un moment charnière dans le paysage économique mondial avec d'importants changements de politiques monétaires, notamment le début très attendu du cycle de réduction des taux de la Fed.

A l'instar du mouvement lent mais puissant des plaques tectoniques sous la surface de la terre, ces changements remodelent le paysage financier apportant à la fois des opportunités et des défis. Nous considérons cette période comme un tournant, permettant un réalignement et une optimisation de nos stratégies.

Tant aux États-Unis qu'en Europe, l'inflation baisse, la croissance des salaires ralentit et le marché du travail demeure robuste. Le 18 septembre, la Fed a entamé son cycle de réduction de taux avec une baisse de 50 points de base. Celle-ci a agi avant l'apparition des premiers signes de ralentissement économique. À court terme, l'objectif se déplace d'une maîtrise de l'inflation vers un soutien de l'emploi.

Cette première baisse de taux avait nettement été anticipé par les marchés, mais sa concrétisation fut un soulagement. Ainsi, le troisième trimestre a ainsi été marqué par un rebond de la plupart des classes d'actifs, hormis pour certaines matières premières.

Les marchés incorporent actuellement un scénario d'atterrissage en douceur. Nous faisons aussi nôtre ce scénario. Sans devoir tomber dans la dramatisation, les niveaux actuels de valorisation laissent que peu de place à l'erreur en cas de ralentissement économique plus marqué que prévu.

Nous concluons donc que le temps de réduire progressivement et de manière proactive le niveau de risque de nos portefeuilles est venu. Notre positionnement tactique se justifie par le fait que les attentes de rendement apparaissent plus ténues à la suite des performances des derniers mois et que, symétriquement, les incertitudes macroéconomiques ont augmenté.

Nous concluons donc que le temps de réduire progressivement et de manière proactive le niveau de risque de nos portefeuilles est venu. Notre positionnement tactique se justifie par le fait que les attentes de rendement apparaissent plus ténues à la suite des performances des derniers mois et que, symétriquement, les incertitudes macroéconomiques ont augmenté.

Au cours de 2024, le secteur technologique a été porté par un battage médiatique autour de la thématique de l'intelligence artificielle générative. Bien qu'investir dans les leaders du domaine demeure congru à moyen et long terme, l'idée d'une réduction tactique de notre surpondération et d'une réalisation partielle des gains ne paraît pas saugrenue.

La première phase d'émergence lors d'une rupture technologique est historiquement associée à de rapides et massifs gains.

Nous concluons donc que le temps de réduire progressivement et de manière proactive le niveau de risque de nos portefeuilles est venu. Notre positionnement tactique se justifie par le fait que les attentes de rendement apparaissent plus ténues à la suite des performances des derniers mois et que, symétriquement, les incertitudes macroéconomiques ont augmenté.

Au cours de 2024, le secteur technologique a été porté par un battage médiatique autour de la thématique de l'intelligence artificielle générative. Bien qu'investir dans les leaders du domaine demeure congru à moyen et long terme, l'idée d'une réduction tactique de notre surpondération et d'une réalisation partielle des gains ne paraît pas saugrenue.

La première phase d'émergence lors d'une rupture technologique est historiquement associée à de rapides et massifs gains.

Les taux d'intérêt ont chuté massivement au cours des quatre derniers mois, reflétant à la fois les attentes des investisseurs relatives aux baisses de taux de la Fed ainsi qu'à la normalisation de l'inflation. Au cours des 12 prochains mois, nous anticipons que le « carry trade » sera la principale source de rendement obligataire. À court terme, les taux pourraient poursuivre leur baisse, cependant à un rythme plus modéré. À moyen terme, des taux légèrement plus élevés qu'aujourd'hui sont possibles, car une inflation structurellement plus élevée et les besoins de financement des économies justifient une prime de risque à terme plus élevée.

Afin de gérer cette période de transition favorablement, et compte tenu du fort potentiel des investissements alternatifs afin de profiter de l'incertitude des marchés, nous maintenons notre surpondération dans les stratégies CTA et Global Macro, tout en augmentant notre exposition à l'or.

Les changements actuels de politique monétaire auront d'importantes répercussions macro et microéconomiques. Un exemple frappant est la hausse des taux de 0,25% de la Banque du Japon en juillet et les commentaires optimistes de M. Ueda, qui ont conduit à une flambée du yen et à un fort recul des actions japonaises (-12,4% pour l'indice Nikkei durant la séance du 5 août). Ces changements peuvent être qualifiés de « tectoniques » et, bien que ceux-ci puissent sembler modestes à premier abord, les conséquences sont par la suite, considérables.

Bien que ces ajustements de politique puissent causer des turbulences sur les marchés, notre confiance reste de mise. Nos récentes mesures proactives visent à anticiper ces effets potentiels. Celles-ci nous permettent, dans un second temps, de bénéficier des opportunités futures tout en atténuant l'impact de la volatilité associée à ces retournements tendanciels.

Ce rapport a été préparé par CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Veuillez consulter les avertissements et informations importants à la fin du document.

 **Suivez-nous sur LinkedIn**

<https://www.linkedin.com/company/cbh-compagnie-bancaire-helvétique-sa/>



Perspectives macroéconomiques – États-Unis

Les points clés

- Une demande intérieure robuste
- Forte croissance de la productivité
- L'importante réduction des taux de la Fed devrait maintenir les États-Unis en bonne posture
- L'inflation à long terme est plus élevée, les marchés devraient réajuster leurs attentes
- Lire notre analyse sur les prochaines élections : <https://lnkd.in/ecCtuZ87>

La croissance économique américaine a fait preuve de résilience en vertu d'une forte demande intérieure.

En dépit de conditions monétaires restrictives, l'activité économique américaine résiste bien. La consommation des ménages est soutenue par un marché du travail solide et des effets de richesse positifs. Les consommateurs à revenu moyen ne s'inquiètent pas de perdre leur emploi, ont bénéficié de la croissance de leur revenu disponible grâce à une forte progression des salaires et ont profité de l'augmentation de leurs portefeuilles tant financier qu'immobilier. L'effet de la hausse des taux a été jugulé par l'utilisation accrue de taux fixes, héritage de la crise financière de 2008. La hausse de l'inflation a surtout fragilisé les ménages les plus modestes. Ils ont été particulièrement touchés par la hausse des loyers et ont eu recours aux cartes de crédit afin de maintenir leur niveau de consommation. Les défauts de paiement dans ce segment sont en nette progression, mais restent néanmoins historiquement bas. Surtout, ils ne constituent pas un risque systémique. Le marché du travail ne montre plus de signes de surchauffe, tout en restant vigoureux. La hausse du taux de chômage s'explique par une augmentation de l'offre de main-d'œuvre issue de l'immigration ainsi que par un accroissement du taux de participation de la population active. Les licenciements sont actuellement à des niveaux historiquement bas et les offres d'emploi surpassent toujours la quantité de demandeurs de travail.

États-Unis : Tension du marché du travail

Le nombre de postes vacants reste supérieur à celui des demandeurs d'emplois



Parallèlement, les entreprises ont maintenu leur niveau d'investissements, notamment sur le segment des produits de propriété intellectuelle (R&D, logiciels). L'investissement résidentiel a souffert du cycle de resserrement de la Fed en 2022 et 2023, mais cette composante montre déjà

des signes de reprise alors que déjà, les conditions financières s'assouplissent, et ce en dépit de la politique encore restrictive de la Fed.

“Les investissements dans la propriété intellectuelle représentent plus de 40% du total des investissements non résidentiels.”

Le processus de désinflation se poursuit. L'inflation des services reste plus persistante mais se trouve sur le bon chemin. Les coûts de main-d'œuvre influent de manière significative sur la fixation des prix des services. Une productivité du travail plus élevée atténue l'impact de la croissance des salaires et permet ainsi de maintenir les prix des services sous contrôle.

Dans un tel contexte, les responsables de la Fed ont acquis un degré de confiance additionnel en leur objectif de porter un niveau d'inflation se rapprochant durablement des 2%. De surcroît, la Réserve fédérale a initié son cycle d'assouplissement en septembre avec une baisse significative des taux de 50 points de base. Cet assouplissement initial devrait aider maintenir le niveau de la deuxième moitié du mandat de l'institution monétaire. Le double mandat de la Fed consiste à maintenir la stabilité des prix et à promouvoir le plein emploi. La décision de baisse brutale des taux ne reflète en rien un état de panique, mais plutôt la volonté de soutenir la croissance économique ainsi que la bonne marche du marché du travail. La Fed allège son orientation dite restrictive, et se dirige vers une politique monétaire plus neutre. Malgré cette récente action, la Fed maintiendra une approche prudente et les prochaines décisions seront prises « réunion par réunion ». L'institution fédérale ne fournit par ailleurs plus ses intentions futures (« forward guidances »), outil utilisé par les banques centrales afin d'informer le public sur l'orientation future de la politique monétaire. Cette approche dépendante des données publiées constitue un dopant du niveau d'incertitude et d'excès pour les acteurs du marché.

États-Unis : contrats à terme sur les taux des fonds fédéraux

Les attentes du marché semblent excessives, particulièrement pour 2025



Le dollar s'est déprécié en vertu d'attentes excessives du marché en matière de politique monétaire. Cependant, les rendements réels américains restent attractifs. Malgré les déficits jumeaux américains, le billet vert devrait bénéficier du dynamisme relatif de l'économie américaine. La révision des attentes du marché ouvre la voie à un rebond à court terme et au maintien d'une volatilité élevée. Les prochaines élections de novembre en seront un élément additif.

Perspectives macroéconomiques – Zone euro

Les points clés

- Une demande intérieure faible, mais celle-ci devrait rebondir, soutenue par un marché du travail vigoureux
- L'Europe est à la traîne par rapport à l'économie américaine
- La désinflation est retardée par la hausse des coûts de la main-d'œuvre

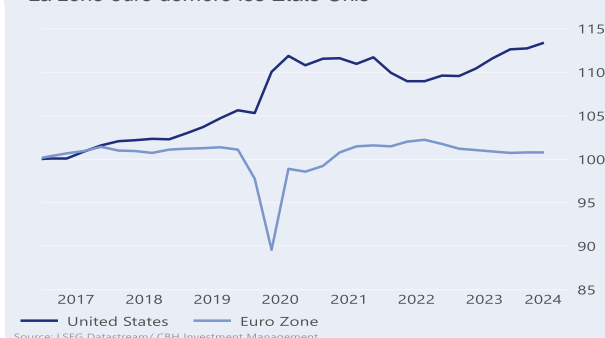
Une demande intérieure restant faible.

Le premier semestre 2024 a affiché une croissance du PIB tractée par les exportations nettes, alors que l'investissement diminuait et que la consommation restait stable, et ce, malgré une augmentation du revenu disponible réel et un marché du travail robuste. La confiance des consommateurs avait fortement chuté durant les premiers temps du conflit Russo-Ukrainien et est restée atone depuis, éprouvée l'envolée de l'inflation. Cependant, les prochains trimestres devraient voir une reprise de la demande des consommateurs, poussée par la vigueur du marché du travail (le taux de chômage est historiquement bas), la hausse des salaires et une baisse de l'inflation. Les salaires nominaux ont progressé plus vite que les prix, initiant un rattrapage de l'inflation passée. En revanche, la production industrielle des quatre grandes économies de la région demeure en deçà des niveaux observés pré-pandémie. Il convient de souligner que le modèle industriel allemand a été ébranlé par la crise du marché automobile depuis 2018 et que les industries énergivores ont fortement été impactées par la crise énergétique. Ajoutons que, contrairement aux politiques industrielles volontaristes mises en œuvre aux États-Unis, comme le plan de réduction de l'inflation, le soutien public en Europe n'est pas parvenu à stimuler l'investissement. Le plan de relance massif – « Next Generation EU » - lancé durant la pandémie afin de soutenir les investissements industriels, la numérisation ainsi que la transition verte, n'a pas relevé le niveau de croissance potentielle jusqu'à présent. Sa mise en œuvre a été lente et complexe. Cette divergence dans la dynamique d'accumulation capitaliste se traduit donc par des écarts de productivité du travail. L'écart se creuse avec les États-Unis, affectant ainsi la croissance économique et le niveau d'inflation. Il est admis que les gains de productivité permettent d'atténuer l'impact de la croissance des salaires sur les hausses de prix, et ce plus particulièrement dans le secteur des services.

“Entre 2019 et 2024, la productivité du travail a augmenté de 0,9% dans la zone euro contre 6,7% aux États-Unis”

Productivité de la main-d'œuvre

La zone euro derrière les États-Unis

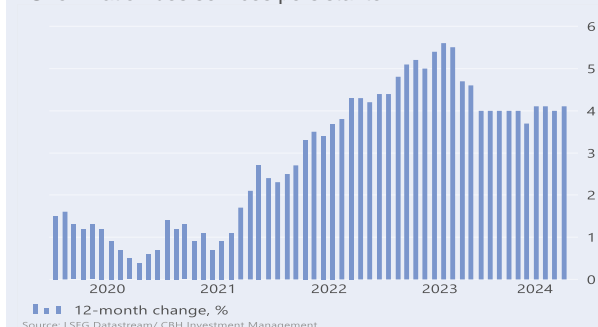


Derrière ce tableau macroéconomique se profilent des situations très hétérogènes selon les pays. En France, la persistance de l'incertitude politique est susceptible d'ébranler la confiance des consommateurs et des entreprises et, par voie de ricochet, l'investissement. Cependant, l'investissement en propriété intellectuelle est plus robuste en France qu'ailleurs dans la zone. Les exportations et l'investissement italiens se montrent fermes, mais les finances publiques se trouvent sous pression, à l'instar de la plupart des pays de la zone euro. En Allemagne, le secteur manufacturier est confronté à des défis structurels ainsi qu'à une orthodoxie budgétaire qui assombrit les perspectives à long terme. Parmi les quatre grandes économies, l'Espagne sort du lot, grâce à la forte confiance des ménages et des dépenses touristiques particulièrement conséquentes.

L'inflation de la zone se rapproche désormais de l'objectif assigné des 2% voulu par la BCE. Toutefois, l'inflation des services, représentant près de la moitié de l'inflation globale, reste élevée. La demande de services est beaucoup plus importante que celle de biens. Par ailleurs, les services affichent une importante sensibilité à l'évolution des coûts de la main-d'œuvre. Ainsi, la dynamique des salaires reste forte sous l'effet d'un faible taux de chômage, dans un contexte de pénurie de main-d'œuvre persistante. Compte tenu de la faiblesse de la dynamique de la productivité, cela se traduit par des pressions inflationnistes.

Zone euro : Prix à la consommation des services

Une inflation des services persistante



La BCE assouplit l'orientation de sa politique monétaire. L'institution basée à Francfort a abaissé son principal taux directeur de 25 points de base respectivement en juin et en septembre. La BCE reste prudente dans un contexte de pressions salariales persistantes et d'incertitudes géopolitiques qui pourraient raviver les prix des matières premières, notamment ceux de l'énergie. Cette approche graduelle, « réunion à réunion », permet de maintenir une certaine flexibilité, mais floute la visibilité du marché.

Perspectives macroéconomiques

Économies émergentes

Les points clés

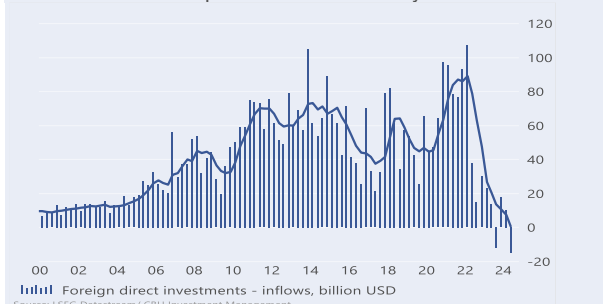
- Les perspectives de la Chine demeurent sombres
- L'Inde se distingue malgré des faiblesses structurelles
- Les performances économiques du Brésil sont solides, mais le risque politique persiste
- Le Mexique est bien positionné dans le contexte géoéconomique actuel
- L'assouplissement monétaire américain pourrait fournir un soutien aux devises émergentes.

L'économie chinoise en difficulté.

La Chine reste un partenaire commercial de premier plan. L'Empire du Milieu est un acteur clé de la chaîne d'approvisionnement internationale. Cependant son économie est en proie à une crise immobilière persistante qui fragilise la confiance des consommateurs. Une épargne de précaution conséquente résulte d'une protection sociale insuffisante. Ce facteur structurel est actuellement amplifié par un chômage élevé des jeunes ainsi qu'un important stock de logements invendus. Jusqu'à présent, les mesures de relance ne sont pas parvenues à stimuler la croissance et les ventes au détail. Le nouveau train de mesures annoncé par la Banque populaire de Chine est imposant. Celui-ci vise à injecter des liquidités afin de soutenir les marchés du logement et des actions. De notre point de vue, ce plan n'est pas suffisamment ciblé. Davantage de mesures du côté de la demande seraient plus judicieuses afin d'améliorer les perspectives de croissance. De plus, le pays fait face à des contraintes extérieures. Les investisseurs étrangers affichent une faible confiance en l'économie chinoise. Les multinationales réduisent leurs projets d'investissement. Certaines liquident même leurs actifs existants. La faiblesse des perspectives intérieures, associée à l'aggravation de la géopolitique, effraient les investisseurs.

Chine : Flux d'investissements directs étrangers

Les investisseurs quittent la Chine à un rythme record



L'Inde connaît une croissance soutenue.

Le pays bénéficie d'une forte dynamique de croissance, renforcée par les dépenses discrétionnaires des ménages et un rythme d'investissement constant. Les perspectives à moyen terme sont prometteuses, alimentées par des

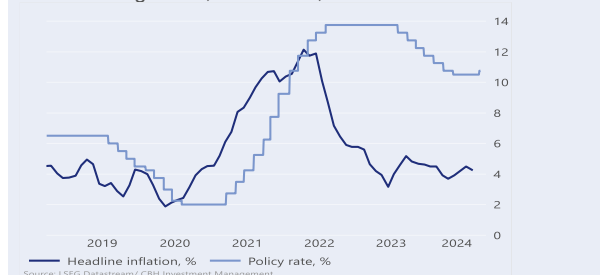
investissements d'infrastructures, un secteur bancaire assaini et un vivier de main-d'œuvre croissant. Cependant, l'initiative « Make in India » destinée à stimuler le secteur manufacturier se heurte à des contraintes réglementaires et à un protectionnisme structurel. L'Inde reste un acteur marginal dans le commerce international, bien en retrait des autres économies asiatiques, notamment la Chine et le Vietnam. La part de l'Inde dans les exportations mondiales affiche en effet une part de seulement 2%, tandis que celle de la Chine fleurit encore avec les 15%.

Des perspectives brésiliennes assombries par la montée des risques politiques et budgétaires.

La demande intérieure croît à un rythme soutenu. La consommation des ménages est le principal moteur de cette croissance, soutenue par le rééchelonnement de la dette des ménages, une croissance des salaires stable, un marché du travail robuste et de nombreux transferts publics vers les consommateurs. De façon concomitante, les investissements se sont accélérés. L'inflation a légèrement augmenté ces derniers mois, mais reste dans la fourchette cible de la Banque centrale. Cependant, les anticipations d'inflation se sont récemment détériorées en raison des tensions croissantes entre le gouvernement et le gouverneur de la Banco do Brasil (BCB), des inquiétudes concernant la dette publique et du dynamisme du marché du travail. Le real brésilien et les cours des actions ont été mis sous pression. En réaction, la BCB a relevé son taux directeur de 25 points de base au mois de septembre.

Brésil : Inflation et taux directeur

La BCB augmente, à nouveau, les taux



Le Mexique est bien placé afin de bénéficier de la polarisation des relations entre les États-Unis et la Chine.

Le pays peut bénéficier d'opportunités d'investissement liées au « nearshoring » et au « friendshoring ». Cependant, Claudia Sheinbaum, élue présidente en juin, est confrontée à de nombreux défis. Parmi ceux-ci, nous pouvons citer celui relatif aux finances publiques, de la réforme du secteur énergétique et des négociations commerciales. À court terme, la croissance économique reste forte, stimulée par la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt. La Banco de Mexico a entamé son cycle d'assouplissement en mars avec une baisse de 25 points de base, suivie d'une autre de 25 points en août.

Les économies émergentes sont sensibles aux changements de politique monétaire américaine.

Le retournement initié par la Fed ouvre la porte au rebond des devises émergentes. Cependant, ce bloc est très hétérogène. Les pays ayant une position extérieure solide ainsi qu'une dynamique intérieure robuste devraient être en tête de peloton, comme par exemple, la roupie indienne.

Perspectives macroéconomiques

Autres économies avancées

Les points clés

- L'économie suisse est portée par le secteur pharmaceutique non cyclique
- La BNS a abaissé son taux directeur de 75 points de base cette année, et d'autres baisses sont probables
- Le Japon est sorti de la déflation et a mis fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs
- La demande intérieure nippone est lestée par une épargne des entreprises excessive.

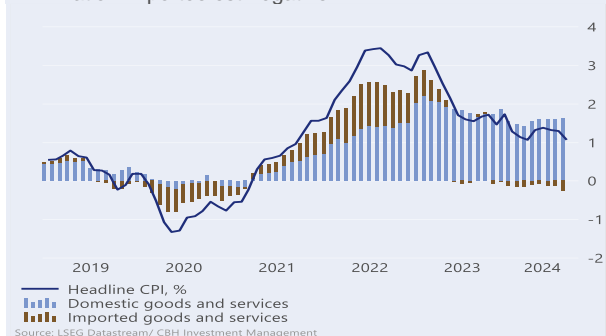
L'économie suisse est résiliente, mais vulnérable au commerce international.

La demande intérieure est demeurée modérée au premier semestre de 2024. La solide croissance de l'emploi et les hausses des salaires réels ont soutenu la consommation des ménages. La confiance des consommateurs montre des signes d'amélioration, mais reste faible. Les investissements restent sous pression, même si la Banque nationale suisse a entamé son cycle d'assouplissement en mars.

Au deuxième trimestre 2024, la performance de la Suisse a été principalement soutenue par les exportations de produits chimiques et pharmaceutiques, moins sensibles aux cycles conjoncturels et aux fluctuations monétaires. En 2023, les exportations pharmaceutiques ont souffert du processus de déstockage post-Covid, mais la demande se redresse aujourd'hui. La croissance dans d'autres secteurs industriels est affectée par les difficultés des partenaires commerciaux de la Suisse, en particulier l'Allemagne. En tant que petite économie ouverte, la Suisse peut être fortement touchée par la conjoncture internationale. Au cours des prochains trimestres, la force du franc suisse et la faible performance de certains partenaires commerciaux clés continueront de peser sur les industries les plus cycliques.

Suisse : décomposition de l'IPC

L'inflation importée est négative



L'inflation est revenue à l'objectif de la BNS. La force du franc suisse pousse l'inflation importée en territoire négatif, compensant la hausse de l'inflation des loyers. Dans ce contexte, la banque centrale a cessé ses interventions sur le marché des changes visant à soutenir le franc suisse et à réduire la taille de son bilan.

“Depuis janvier 2023, le taux de change effectif réel du CHF s'est apprécié de plus de 9%”.

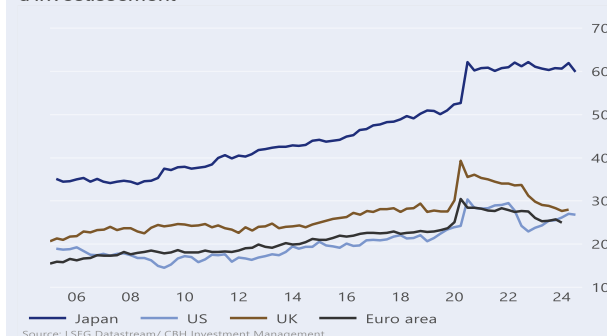
En outre, la BNS a abaissé son taux directeur de 25 points de base en mars, juin et septembre. Par ailleurs, la BNS reste ouverte à de nouvelles baisses et à d'éventuelles interventions sur le marché des changes si l'inflation ralentit encore nettement ou si la pression à la hausse sur le franc devient trop forte. 1% est considéré comme un taux neutre par de nombreux observateurs des banques centrales. Cependant, les attentes du marché concernant le taux d'intérêt suisse sont également exagérées, certains investisseurs suggérant désormais que le taux final pourrait atteindre 0,25%. De telles attentes excessives sont susceptibles d'entraîner des probabilités de réévaluation et ainsi des épisodes de volatilité.

Le Japon est sorti de la déflation, mais le pays est toujours confronté à des défis structurels.

La majeure partie de la pression à la hausse sur les prix est due à des facteurs temporaires plutôt qu'à une forte reprise de la demande intérieure. L'épargne des entreprises est encore majoritairement détenue en espèces. En conséquence, l'investissement reste structurellement faible, limitant ainsi l'activité. L'augmentation des dépenses d'investissement et un marché du travail tendu devraient réduire l'épargne excédentaire des entreprises et stimuler l'inflation, bien que le processus puisse prendre plusieurs années. Dans l'intervalle, la demande et la productivité resteront ténus.

Trésorerie et dépôts des entreprises (% PIB)

Une épargne d'entreprise élevée équivaut à un faible taux d'investissement



La Banque du Japon a abandonné sa politique de taux d'intérêt négatifs en mars et a derechef relevé ceux-ci en juillet. En septembre, la banque centrale a maintenu sa politique, invoquant de fortes incertitudes. La plupart des économistes s'attendent à ce que la banque relève à nouveau les taux d'intérêt en 2024, mais la BoJ devrait adopter une approche graduelle.

Dans ce contexte, le yen s'est fortement apprécié au cours des deux derniers mois, mais la monnaie japonaise devrait rester sous pression dans les mois à venir. Les décisions et les communications des banques centrales seront suivies de près, et les attentes du marché en matière de taux d'intérêt et de change pourraient provoquer de brutaux ajustements.

Perspectives macroéconomiques

Matières premières

Les points clés

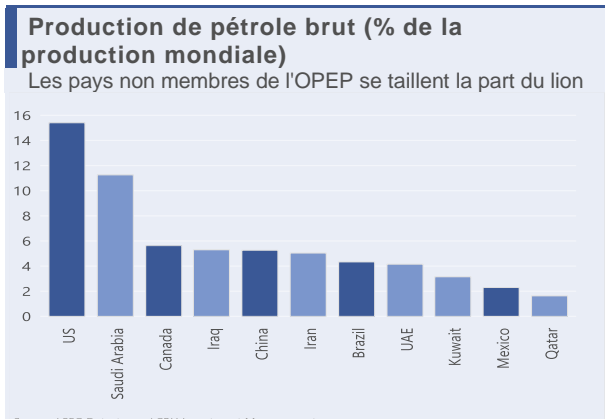
- La plupart des matières premières énergétiques sont restées relativement stables en 2024
- La demande en minéraux indispensables au processus de décarbonisation devrait doubler d'ici 2040
- Les prix de l'or s'expliquent par un certain nombre de facteurs, notamment par les anticipations d'actions futures de la Réserve fédérale

Le pétrole, victime de la faiblesse de la demande chinoise.

En dépit d'importants risques géopolitiques et de conflits aux portes de l'Europe, les prix de presque tous les produits énergétiques ont affiché une relative stabilité en 2024.

Sur le vieux continent, les prix du gaz ont reculé de moitié depuis le pic observé en 2021. L'Europe est parvenue à diversifier ses sources d'approvisionnement, rendant la région moins vulnérable aux conséquences du conflit russo-ukrainien. Compte tenu de la corrélation entre les prix du gaz et ceux de l'électricité sur le marché européen, ce recul a permis d'atténuer les pressions existantes sur les prix de l'électricité.

Parallèlement, le pétrole subit également une pression baissière, en dépit des réductions de production de l'OPEP. Celles-ci sont contrecarrées par la part de production croissante de pétrole brut par des pays tiers. A ce titre, les États-Unis figurent dorénavant en tête de peloton, dépassant l'Arabie saoudite. Les prix de l'or noir ont également été impactés par la faiblesse de la demande et les doutes relatifs à la croissance économique chinoises. Dans ces circonstances, même les attaques du front « Ansar Allah » (Houthis) répétées contre des pétroliers en mer Rouge n'ont pu durablement altérer les prix du brut et du fret.



En dépit d'importants risques géopolitiques et de conflits aux portes de l'Europe, les prix de presque tous les produits énergétiques ont affiché une relative stabilité en 2024.

Sur le vieux continent, les prix du gaz ont reculé de moitié depuis le pic observé en 2021. L'Europe est parvenue à diversifier ses sources d'approvisionnement, rendant la

région moins vulnérable aux conséquences du conflit russo-ukrainien. Compte tenu de la corrélation entre les prix du gaz et ceux de l'électricité sur le marché européen, ce recul a permis d'atténuer les pressions existantes sur les prix de l'électricité.

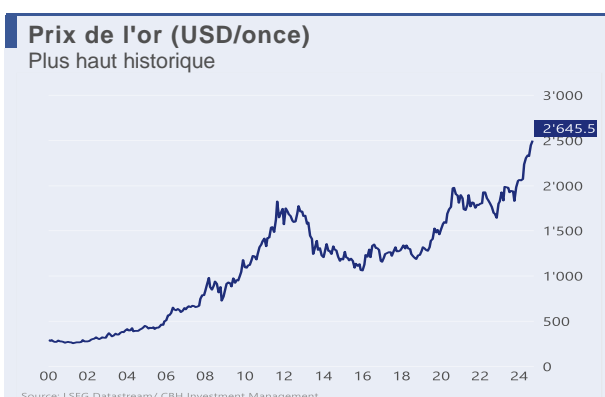
Parallèlement, le pétrole subit également une pression baissière, en dépit des réductions de production de l'OPEP. Celles-ci sont contrecarrées par la part de production croissante de pétrole brut par des pays tiers. A ce titre, les États-Unis figurent dorénavant en tête de peloton, dépassant l'Arabie saoudite. Les prix de l'or noir ont également été impactés par la faiblesse de la demande et les doutes relatifs à la croissance économique chinoises. Dans ces circonstances, même les attaques du front « Ansar Allah » (Houthis) répétées contre des pétroliers en mer Rouge n'ont pu durablement altérer les prix du brut et du fret.

Au cours des neuf premiers mois de 2024, certains métaux de base ont enregistré des gains significatifs, l'étain figurant en tête de liste. Cependant, ce sont les minéraux, affectés par la persistance de tensions géopolitiques, à l'instar du gallium et du germanium, indispensables à la fabrication des semi-conducteurs, qui ont subi le plus fort impact. Principal facteur explicatif, la décision chinoise de restrictions à l'exportation sur ces deux produits, ce en réponse aux contrôles imposés à l'exportation sur les semi-conducteurs avancés par l'administration américaine.

Selon les estimations de l'AIE, la demande de minéraux nécessaires à la décarbonisation, à l'énergie propre et au développement de l'électrification devrait au moins doubler d'ici 2040. La demande à long terme nécessite de gigantesques investissements, et le développement des mines requiert un temps considérable, se mesurant en années. Toutefois les investisseurs n'ont guère d'incitation à l'investissement compte tenu des incertitudes croissantes et le niveau actuel des prix. À plus long terme, cependant, la transition vers une économie à faibles émissions de carbone du système énergétique mondial plaide pour une utilisation intensive de ces ressources.

L'or a été la star 2024. Nombre de facteurs ont porté le métal jaune, entre autres les anticipations relatives à la politique de la Réserve fédérale, l'escalade des risques géopolitiques mondiaux, la demande structurelle des banques centrales émergentes et enfin, les flux d'investisseurs privés inquiets de la trajectoire future de l'économie américaine. A cela s'ajoute la frilosité des ménages chinois et la réduction, par l'Inde, des taxes à l'importation. Tous ces facteurs expliquent l'attrait porté à ce métal précieux. Malgré ces achats abondants, le marché n'est pas encore saturé et l'or peut donc encore continuer à briller. Bien que les ETF sur l'or aient connu des sorties nettes durant 2024, les investisseurs traditionnels sont sur le retour.

“L'or termine le troisième trimestre à 2600 USD l'once, en hausse de 28% depuis le début de l'année”



Des risques pèsent sur l'activité, dans un contexte de changements structurels

L'économie mondiale s'oriente vers un atterrissage en douceur. La croissance économique des économies avancées ralentit mais demeure cependant résiliente, alors que le processus de désinflation se poursuit.

La vigueur du marché du travail est une variable clé déterminant la résilience de l'activité économique. Les pénuries liées à la pandémie ont contribué à cette robustesse, mais un autre facteur crucial et structurel interagit. **La transition démographique commence déjà à impacter l'offre de main-d'œuvre.** Le vieillissement de la population contracte la quantité de travail disponible.

À court terme, **ce phénomène contribue à maintenir un faible niveau de taux de chômage.** À plus long terme, cependant, cette transition comprimera l'épargne disponible indispensable à l'investissement, générera des coûts de santé importants, pèsera sur le niveau de croissance potentielle et enfin, pourrait engendrer une hausse structurelle de l'inflation. L'intelligence artificielle et l'immigration sont des facteurs atténuant ce risque en augmentant respectivement la productivité et la population active, mais ces solutions sont elle-même porteuses de leur propre lot de défis.

Parallèlement, la transition vers une économie à faibles émissions de carbone change la donne. Les entreprises, les ménages et les gouvernements devront s'adapter à un changement du système énergétique mondial en mettant en œuvre de nouveaux processus afin d'accroître l'efficacité et de réduire la consommation. Les minéraux sont une pièce maîtresse dans cet enjeu. Selon une étude de l'AIE datant de mars 2022, la demande de cuivre pourrait doubler, voire tripler, d'ici 2030. L'explosion de la demande de métaux conduira donc probablement à des pénuries, pénuries évitables seulement si des investissements à long terme sont entrepris. Ceci devrait alors provoquer un mouvement de réallocation importante des capitaux.

Ces deux mouvements indissociables généreront des besoins de financement massifs à un moment où les dettes publiques des pays développés sont déjà très élevées. Les dépenses des pays devront encore davantage augmenter afin de répondre aux exigences du changement climatique, des soins de santé et des retraites. La coopération sera alors le nerf de la guerre. Cependant, il est probable que la fragmentation géopolitique et les conflits restreindront l'accès aux ressources naturelles ou aux technologies essentielles, entraînant de facto des retards et donc, des prix plus élevés.

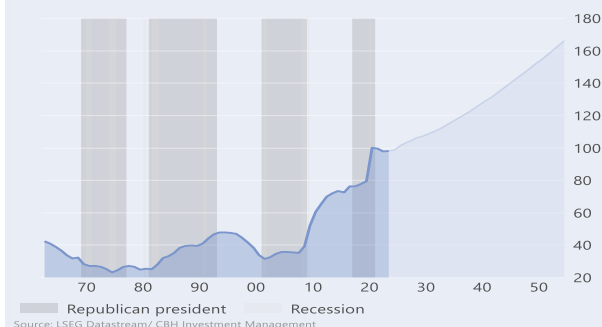
Dernier point, mais non des moindres, la thèse d'un atterrissage en douceur pourrait être remise en cause par **l'émergence éventuelle d'un nouveau choc géopolitique relançant mécaniquement la hausse des prix énergétique ou perturbant derechef les chaînes d'approvisionnement.**

En reflet, les principales économies avancées sont contraintes à réduire leurs déficits et à juguler la hausse du niveau de leur endettement. Bien que des mesures d'austérité soient nécessaires, **celles-ci pourraient nuire à la croissance et ainsi limiter la capacité des pays à soutenir l'investissement,** l'innovation, la croissance de la productivité et les défis liés aux changements climatiques.

Des mesures critiques et bien calibrées doivent s'imposer, mais les pressions à court terme et l'instabilité politique éclipsent pour l'instant une vision à long terme.

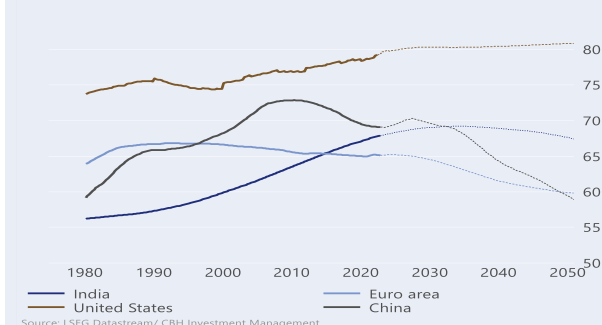
“Nous entrons dans une nouvelle ère de contraintes d'approvisionnement dues aux pénuries de main-d'œuvre, à la fragmentation géopolitique et à la transition vers une économie à faibles émissions de carbone. Des taux d'intérêt élevés prolongés pourraient devenir la nouvelle norme.”

Dettes fédérales américaines
% du PIB, Bureau du Congrès



“Face à ces transitions et aux risques baissiers, l'Europe se trouve dans une position plus vulnérable que les États-Unis.”

Population en âge de travailler
En pourcentage de la population totale

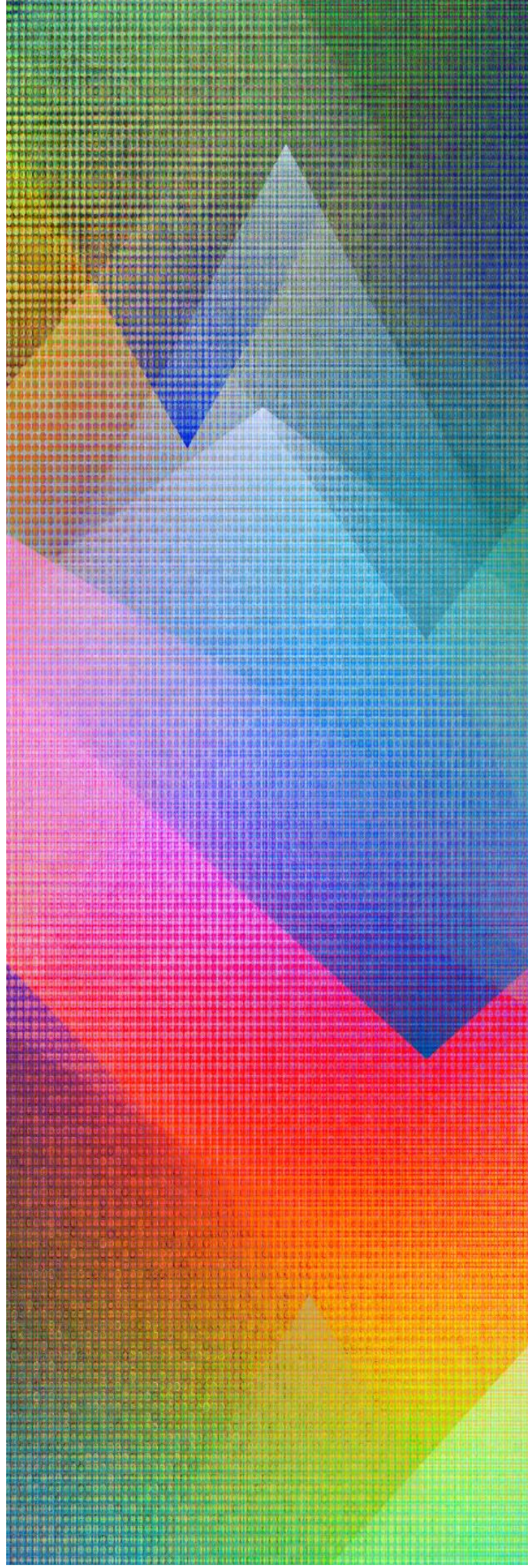


Données macroéconomiques clés et prévisions

| | Annual | | | | 2023 | | | |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| United States | | | | | | | | |
| Real GDP | 2.5 | 2.9 | 2.6 | 2.0 | 2.8 | 2.5 | 4.4 | 3.2 |
| Private consumption | 3.0 | 2.5 | 2.4 | 1.8 | 5.0 | 1.0 | 2.5 | 3.5 |
| Non residential investment | 7.0 | 6.0 | 3.9 | 2.8 | 5.3 | 9.9 | 1.1 | 3.8 |
| Residential invesment | -8.6 | -8.3 | 5.0 | 2.5 | -4.3 | 4.5 | 7.7 | 2.5 |
| Domestic demand (contribution, %pt) | 2.4 | 2.8 | 3.1 | 2.3 | 4.8 | 2.7 | 3.2 | 3.6 |
| Inventories (contribution, %pt) | 0.6 | -0.4 | -0.1 | -0.2 | -2.3 | -0.2 | 1.3 | -0.5 |
| Net exports (contribution, %pt) | -0.5 | 0.5 | -0.4 | -0.2 | 0.3 | -0.1 | -0.2 | 0.0 |
| Inflation (CPI, %yoy) | 8.0 | 4.1 | 2.9 | 2.3 | 5.7 | 4.0 | 3.6 | 3.2 |
| Unemployment rate (%) | 3.6 | 3.6 | 4.1 | 4.3 | 3.5 | 3.6 | 3.7 | 3.7 |
| Euro area | | | | | | | | |
| Real GDP | 3.4 | 0.5 | 0.9 | 1.2 | 1.3 | 0.5 | 0.0 | 0.2 |
| Private consumption | 4.9 | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 1.5 | 0.8 | -0.1 | 0.9 |
| Investment | 2.1 | 1.1 | -2.6 | 0.8 | 1.6 | 1.3 | 0.2 | 1.3 |
| Domestic demand (contribution, %pt) | 3.3 | 0.9 | 0.1 | 0.7 | 1.2 | 0.9 | 0.4 | 1.1 |
| Inventories (contribution, %pt) | 0.1 | -0.5 | -0.4 | 0.2 | -0.4 | -0.2 | -0.6 | -0.9 |
| Net exports (contribution, %pt) | 0.0 | 0.1 | 1.2 | 0.4 | 0.5 | -0.2 | 0.3 | -0.1 |
| Inflation (HICP, %yoy) | 8.4 | 5.5 | 2.4 | 2.1 | 8.0 | 6.2 | 4.9 | 2.7 |
| Unemployment rate (%) | 6.8 | 6.6 | 6.5 | 6.5 | 6.6 | 6.5 | 6.6 | 6.5 |
| China | | | | | | | | |
| Real GDP | 3.0 | 5.3 | 5.0 | 4.5 | 1.8 | 0.8 | 1.5 | 1.2 |
| Unemployment rate (%) | 5.5 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.3 | 5.2 | 5.0 | 5.1 |
| Inflation (CPI, %yoy) | 2.0 | 0.2 | 0.6 | 1.5 | 1.3 | 0.1 | -0.1 | -0.3 |
| Trade | 5.6 | 0.8 | 3.1 | 3.4 | | | | |

Taux directeurs et prévisions

| | Actual | Target | | Last 5 years | |
|---------------------|--------|--------|------|--------------|-------|
| | 10/24 | 3M | 12M | High | Low |
| Policy rate | | | | | |
| Fed funds (upper) | 5.00 | 4.50 | 3.75 | 5.50 | 0.25 |
| ECB deposit rate | 3.50 | 3.00 | 2.50 | 4.00 | -0.50 |
| 10-year rate | | | | | |
| US Treasury | 3.74 | 3.80 | 4.00 | 4.76 | 0.56 |
| German Bund | 2.04 | 2.20 | 2.30 | 2.91 | -0.64 |



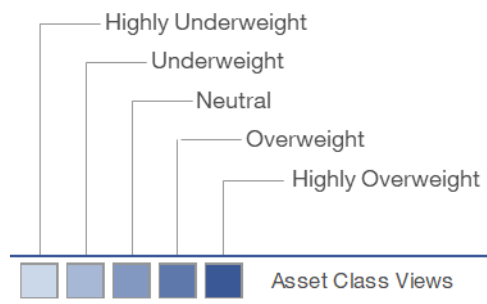
Positionnement par classes d'actifs

Ces vues de classes d'actifs ont un horizon de 3 à 12 mois.

Le point (•) marque un changement par rapport à la précédente situation trimestrielle. Ces préférences ne doivent pas être considérées comme des recommandations de portefeuille. Le tableau dynamique par classes d'actifs indique, vis-à-vis d'un large éventail d'actifs, des convictions ou des préférences relatives. Celui-ci est cependant indépendant des considérations incidentes sur le processus de construction de portefeuille.

| Fixed Income | | | | | |
|-------------------------------------|---|---|---|---|---|
| Governments Bonds | | ■ | | | |
| Corporate Investment Grade | | | ■ | | |
| Corporate High Yield | | ■ | | | |
| Emerging Market Debt Local Currency | ■ | | | | |
| Emerging Market Debt Hard Currency | | ■ | | | |
| Duration | | | | ■ | |
| Equities | | | | | |
| United States of America | | | | ■ | • |
| Europe | | ■ | | | |
| UK | | ■ | | | |
| Switzerland | | ■ | | | |
| Japan | ■ | | | | |
| Emerging Markets ex-China | | ■ | | | |
| China | ■ | | | | |
| Alternatives | | | | | |
| Hedge Funds | | | | | ■ |
| Gold | • | ■ | | | |
| Commodities | | ■ | | | |
| Currencies (against USD) | | | | | |
| EUR | | | ■ | | |
| CHF | | | ■ | | |
| GBP | | | | ■ | |
| JPY | | | | ■ | |

Comment lire le tableau ?



Un environnement ardu pour la diversification

Les points clés

- Un contraste frappant se distingue entre la valorisation des actifs défensifs et celle des actifs risqués
- La corrélation actions-obligations restant positive, d'autres sources de diversification doivent être examinées
- À mesure que le discours se déplace vers la croissance et l'emploi, nous nous attendons à ce que la volatilité augmente
- Nous avons donc tactiquement réduit notre surpondération en actions afin d'intégrer les incertitudes croissantes

Les stratégestes sont actuellement confrontés à un environnement particulièrement complexe. Premièrement, les prix des différentes classes d'actifs reflètent un caractère dichotomique. Les actifs défensifs tels que les obligations souveraines et l'or signalent une récession, tandis que les actifs à risque tels que les actions et les obligations à haut rendement intègrent un scénario dit en « Boucle d'or ». Cette divergence a profité aux portefeuilles multi-actifs tout au long des deux dernières années, alors que la marée haussière des marchés a soulevé tous les bateaux avec elle. Cependant, cet épiphénomène fait surgir un dilemme dans la construction de portefeuille : quelle classe d'actifs dit la vérité ? Comme l'issue est incertaine, nous nous concentrons sur la construction de portefeuilles robustes en mesure de résister aux risques des différents scénarios.

Deuxièmement, la corrélation entre obligations de haute qualité (bons du Trésor et obligations d'entreprises « investment grade ») et actions est devenue positive depuis la mi-2022. Ceci pose un défi important en matière d'allocation d'actifs. Selon les théories conventionnelles, le régime de corrélation obligations-actions est essentiellement le fruit de la combinaison inflation-croissance : une corrélation positive se constate généralement lors de périodes d'inflation élevée, de politique monétaire restrictive et d'économie sous pression. Compte tenu de notre pronostic macroéconomique à moyen terme, nous nous attendons à ce que cette corrélation retourne en territoire négatif. A ce jour, celle-ci demeure positive, nous contraignant à explorer d'autres pistes afin de renforcer le degré de diversification. Les investissements alternatifs, plus spécifiquement les stratégies spécifiques de hedge funds, constituent une alternative pertinente dans le but recherché de diversification des portefeuilles et du renforcement de leur résilience face à la volatilité des marchés.

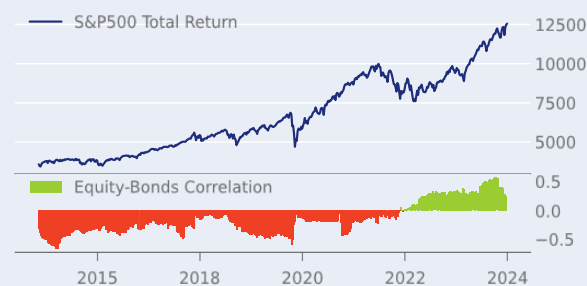
Au-delà de la construction de portefeuille, nous considérons que les marchés financiers sont parvenus à un carrefour critique alors que ceux-ci transitent d'une focalisation de l'inflation et le thème de l'intelligence artificielle vers une focalisation concentrée sur la croissance économique et sur l'état du marché du travail. Cette transition a impliqué des turbulences. La forte correction du début du mois d'août pourrait signaler que les actifs à risque sont tendus en termes de Momentum et en termes de valorisation. Ceci les rend donc vulnérables à de nouveaux brusques retournements. Facteur particulièrement inquiétant, les déclencheurs du

récent pic de volatilité ont été provoqués par le dénouement des opérations de portage financées en yen. L'ampleur exacte des carry trades étant inconnue, une autre vague ne peut être exclue. De surcroît, compte tenu des solides fondamentaux qui soutiennent la récente appréciation de cette monnaie.

Dans notre positionnement actuel, nous continuons de privilégier le risque en actions pour nos portefeuilles multi-actifs. En effet, le crédit paraît richement valorisé et est en proie à de plus forts vents contraires. Cette vision n'exclut pas, qu'en septembre, une réduction tactique de la classe action a été opérée dans le but d'une réduction du risque, risque émanant des incertitudes mondiales croissantes qui prévalent à court terme. D'autres facteurs pourraient entraîner une volatilité accrue durant le dernier trimestre 2024, notamment des attentes par trop optimistes quant aux futures réductions de taux de la Fed, un ralentissement du cycle économique outre-Atlantique, une éventuelle poursuite des dénouements des opérations de portage en yen, des élections américaines très disputées et enfin des risques géopolitiques accrus. Bien que ces facteurs justifient une approche plus précautionneuse, nous ne n'envisageons pas la nécessité, pour l'instant, d'effectuer une réduction structurelle des risques.

Une corrélation actions-obligations encore positive

Un environnement compliqué pour la diversification



Source: CBH Investment Management, Bloomberg
1Y correlation with Bloomberg US Treasury Total Return Unhedged USD

Actions - Élargissement des attentes de croissance des bénéficiaires

Les points clés

- Le contexte macroéconomique favorable aux États-Unis est de bon augure pour la croissance des bénéficiaires à 12 mois
- L'élargissement des estimations bénéficiaires vers tous les secteurs procure un second souffle
- Les attentes étant particulièrement optimistes, les déceptions pourraient se payer cher
- La politique et la géopolitique sont susceptibles d'alimenter des épisodes de volatilité accrue durant les derniers mois de l'année

À l'exception des deux corrections, l'une en avril, la seconde en août, les actions américaines ont maintenu un Momentum positif. Une solide croissance bénéficiaire, des attentes de baisse des taux d'intérêt, une résilience de l'économie américaine et enfin la baisse de l'inflation en sont les principaux facteurs explicatifs. Bien que nous prévoyions une volatilité accrue à l'approche de la fin de l'année, de solides vents favorables devraient continuer à favoriser les actions américaines à moyen terme.

L'économie américaine a fait et fait preuve d'une résilience remarquable. Celle-ci peut s'expliquer par de fortes dépenses de consommation et par un secteur des services au mieux de sa forme. Le refroidissement du marché du travail ne devrait pas être récessif. Celui-ci devrait plutôt, à contrario, être lu comme étant une normalisation des excès post-COVID. Le mouvement désinflationniste devrait se poursuivre, provoqué par un ralentissement de la croissance des salaires et par une baisse des loyers. De ce qui suit, un assouplissement de la politique monétaire au cours des 12 prochains mois est hautement probable. Compte tenu d'un risque récessif que nous qualifions de faible et d'un niveau de taux d'intérêt minoré, les entreprises devraient enregistrer une solide croissance des profits tout au long de l'année 2025.

Les anticipations positives des bénéficiaires sont un moteur clé des marchés actions. Les analystes sont aussi sereins pour le troisième trimestre 2024, s'attendant à une croissance moyenne 4,6% par rapport à la même période 2023. Ceci marquerait alors le cinquième trimestre consécutif de croissance. Le consensus prévoit également une croissance à deux chiffres des bénéficiaires pour le quatrième trimestre de cette année, portant ainsi la croissance cumulée 2024 à 10%. Les prévisions des analystes pour 2025 pour l'indice phare S&P 500 se chiffrent à 15,2%. En tête de liste, figurent la technologie (+21,2%) et les pharmaceutiques (+21,3%).

Les 11 secteurs devraient participer à cet embellissement, étendant ainsi la croissance au-delà des sociétés à méga capitalisation. Cette extension sur l'ensemble du spectre doit être interprétée comme saine et plus équilibrée que celle qui prévalait avec sa forte concentration sur un nombre limité de sociétés. Une performance des actions américaines moins dépendante des méga capitalisations comme les « Magnificent 7 » permettrait davantage d'opportunités pour la sélection d'actions et pour des allocations tactiques d'actifs. Ce qui précède nous a amenés à diversifier progressivement notre exposition vers les sociétés à moyennes capitalisations cet été. Ce segment de marché devrait profiter d'une baisse des taux d'intérêt et d'un rebond de la croissance attendue en 2025. L'indice S&P Midcap 400 apparaît attractif, affichant un ratio cours/bénéfice de 15,2x contre 24,4x de l'indice Russell 2000 des petites capitalisations. A cela s'ajoute le fait que les moyennes capitalisations offrent un niveau de qualité

financière supérieure, les d'entreprises non rentables y étant moins légion. En termes de positionnement régional, les actions américaines restent sur le devant de la scène par rapport à l'Europe et aux marchés émergents. La croissance européenne se redresse progressivement mais l'économie dans son ensemble reste plus faible qu'aux États-Unis. L'un n'allant pas sans l'autre, nous nous attendons à de médiocres résultats pour les sociétés européennes au cours des 12 prochains mois. Ce pessimisme se traduit notamment par une dégradation des bénéfices des actions françaises depuis le début de l'année ainsi que par des flux de fonds négatifs. La composition du marché européen nous paraît sous-optimale. La faible exposition aux secteurs technologiques et en croissance et la forte dépendance envers le marché chinois appuient notre jugement.

Bien que les valorisations relatives puissent sembler attrayantes, nous ne voyons pas de catalyseurs convaincants à court terme qui pourrait initier un phénomène de surperformance des actions de la zone. Notre sous-pondération des marchés émergents s'explique principalement par une perception prudente de l'empire du milieu, ce malgré les mesures de soutien macro-économique annoncées récemment. Nous pensons qu'aucune reprise concluante ne se fera sans celle du marché immobilier, secteur indispensable, susceptible de provoquer un relèvement du niveau de confiance et de stimulation de la consommation.

Malgré des vents fondamentaux à moyen terme favorables pour les actions des marchés développés, nous avons réduit notre surpondération à la classe actions afin de faire face aux incertitudes croissantes se profilant à l'approche de la fin de l'année. Les attentes bénéficiaires nous paraissent trop optimistes. Alors que le marché commence à tenir compte d'un environnement macroéconomique en expansion, la dynamique de révision bénéficiaires est désormais négative depuis le troisième trimestre. Les prévisions pour l'exercice 2025 paraissent aussi ambitieuses, plus particulièrement en ce qui concerne le segment des méga-capitalisation qui pourrait subir quelques déconvenues concernant la monétisation de l'intelligence artificielle. Des attentes élevées impliquent de solides bénéfices, ce afin de justifier des valorisations élevées. Toute déception pourrait peser sur le sentiment et impacter les indices boursiers à court terme. La prochaine élection présidentielle américaine amène elle-aussi son lot d'incertitudes à court terme pour toutes les classes d'actifs et entraîner d'importantes rotations sectorielles. Enfin, les risques géopolitiques liés à la crise au Moyen-Orient et au conflit Russo-Ukrainien sont aussi de non-négligeables facteurs de volatilité.

Moyennes capitalisations et grandes capitalisations

Les moyennes capitalisations offrent une valeur relative attrayante par rapport aux grandes capitalisations



Source: CBH Investment Management, Bloomberg

Obligataire - Privilégier la qualité de crédit une la gestion de duration dynamique

Les points clés

- Les rendements des bons du Trésor américain ont considérablement baissé par anticipations des futures baisses de taux de la Fed
- Si notre scénario macroéconomique s'avère correct, alors les rendements obligataires sont proches d'un minimum cyclique
- Le crédit est richement valorisé, le marché intégrant un scénario dit en « Boucle d'or »
- La prudence nous pousse à privilégier l'« Investment Grade » plutôt que le « High Yield »

Depuis le deuxième trimestre, les rendements obligataires américains ont fortement chuté dans un contexte d'anticipations d'assouplissement de la politique de la Réserve Fédérale. Cela a engendré un important déplacement de l'ensemble de la courbe des taux, les rendements à court terme chutant plus fortement que ceux à long terme. Mécaniquement, la pentification s'est accrue brisant l'inversion qui prévalait depuis près de deux ans. Cependant, le marché semble anticiper des baisses de taux plus agressives que ne le justifient les perspectives actuelles de croissance et d'inflation. Il est donc envisageable que des ajustements se produisent, déclenchant de fait un rebond à court terme des rendements. La forte performance obligataire nous semble exagérée. Ergo, nous émettons une recommandation de réduction progressive des positions surreprésentées de longue duration.

À moyen terme, l'économie américaine devrait réaccélérer l'an prochain si les attentes d'un atterrissage en douceur se concrétisent. Cela réduira les risques liés à un assouplissement agressif de la politique monétaire de la Fed. Se faisant, les rendements obligataires ne devraient pas baisser de manière significative par rapport aux niveaux actuels.

L'histoire suggère que la majeure partie de la baisse de rendements se sont réalisée avant les décisions de la banque centrale. Bien que nous n'excluons pas une baisse à court terme, nous pensons que les rendements se rapprochent d'un minimum du cycle actuel. La hausse estivale des prix obligataires a vu le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans passer de 4,7% en avril à 3,6% en septembre. La résurgence de la problématique liée au plafonnement de la dette et la persistance des déficits des finances publiques pourraient augmenter l'offre de papier. Une augmentation des primes à terme se verrait alors, impliquant donc une hausse des rendements longs.

Le segment du crédit a enregistré de solides performances depuis le début de l'année, en grande partie en raison de facteurs techniques. Les obligations « Investment grade » (IG) en USD et en EUR ont continué d'attirer des flux de capitaux substantiels, stimulés par la forte demande des investisseurs en quête de portage. Des rendements globaux attractifs ont nourri une forte demande de produits à rendements fixes aux États-Unis. Les prix du marché suggérant que les baisses de la Fed pourraient faire passer les taux du marché monétaire en deçà des 3% au cours de la prochaine année, les investisseurs se sont de plus en plus tournés vers les obligations de haute qualité en prévision d'une baisse des rendements des liquidités. La demande d'obligations IG est donc restée solide tout au long de l'année, et les fortes émissions de septembre ont été absorbées sans que les «

spreads » ne se creusent sur le marché secondaire. L'amélioration des fondamentaux des entreprises a également été un facteur clé pour le crédit IG. Les profits ont régulièrement dépassé les attentes, renforçant ainsi les métriques de solvabilité. L'endettement brut (et net) est actuellement inférieur à celui de 2021, et le taux de couverture des intérêts reste bien en deçà des normes historiques, ce malgré une substantielle hausse de taux d'intérêt.

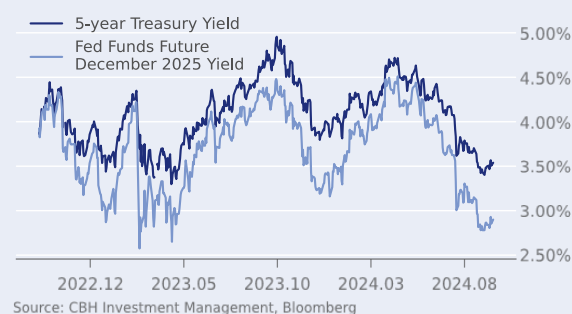
La combinaison de « spreads » serrés de crédit et de fortes attentes en termes de baisse des taux reflète un degré élevé de confiance dans la capacité de la Fed à piloter un atterrissage en douceur de l'économie. Bien nous soucrivions à cette hypothèse, la marge d'erreur est fragile et, comme nous l'avons vu au début du mois d'août, le marché peut rapidement se retourner en cas d'infimes variations de perception. Lorsque la complaisance s'installe, la prudence devient de mise. Avec des « spreads » de crédit historiquement bas, le marché offre dorénavant une faible prime de risque en cas de potentielle détérioration des conditions macroéconomiques. Nous ne privilégions donc pas une augmentation des bêtas de portefeuille et continuons à favoriser l'IG par rapport au High Yield (HY). Dans le cadre d'une approche « multi-actifs », le risque actions nous semble plus judicieux que celui du crédit, les perspectives de la classe actions paraissant potentiellement plus prometteuses.

Alors que la forte demande continue de stimuler le segment IG, l'offre limitée constitue le principal soutien technique sur le segment HY, porté par une réduction croissante d'émetteurs en raison des améliorations de rating. Parallèlement, l'offre de papiers dans l'espace du haut rendement est restée relativement atone. Fondamentalement, le marché du haut rendement montre une croissante polarisation. Les entreprises les mieux notées ont à la fois la capacité et la volonté de réduire leur niveau d'endettement, tandis que celles montrant les plus faibles notes restent en difficulté. Pour celles-ci, une orientation graduelle vers les restructurations se profile, impliquant des pertes partielles de capital pour leurs créanciers. Enfin, le marché du haut rendement apparaît richement valorisé, en particulier si l'on considère les « spreads » de crédit pour les obligations en difficulté financière.

Même en excluant ces dernières, les « spreads » sont toujours proches de leurs plus bas historiques. Ces valorisations se justifieraient seulement dans le cas d'une concrétisation d'un atterrissage en douceur. A l'inverse, ce segment de marché serait particulièrement vulnérable en cas d'invalidation de ce scénario.

Les obligations se sont fortement redressées en prévision des baisses de la Fed

Les anticipations relatives au changement de politique de la Fed ont provoqué une baisse des rendements américains depuis avril



Forex - Le yen japonais et la livre sterling demeureront forts

Les points clés

- Le billet vert s'est considérablement affaibli en prévision des futures actions de Fed
- La divergence des politiques monétaires devrait soutenir le yen, même si beaucoup a déjà été intégré
- Une solide croissance économique ainsi qu'une BoE prudente supportent fortement la livre sterling
- L'or fait certes face à des prises de bénéfices à court terme, mais les facteurs structurels restent en place

Contrairement à une volatilité relativement modérée observée lors du premier semestre, des fluctuations nettement plus prononcées sur le spectre des devises du G10 ont surgit lors du troisième trimestre. La devise nipponne a bondi de plus de 12%, le franc suisse et la livre sterling de plus de 6% et enfin l'euro de plus de 4%. Parallèlement, l'indice du dollar américain a chuté de plus de 5%, chute provoquée par la baisse des rendements due aux anticipations des marchés concernant les actions de la Réserve Fédérale. Nous pensons que l'évaluation des trajectoires relatives des politiques monétaires des banques centrales reste le principal moteur des opérations de change sur les monnaies du G10. A titre d'exemple, la hausse spectaculaire du yen suite au relèvement des taux de la Banque du Japon (BoJ) et le dénouement ultérieur brutal des opérations de portage financées sur cette monnaie.

Avec plus de granularité, la brutale reprise du yen s'explique par une confluence de trois facteurs clés. Tout d'abord, des données plus faibles que prévues aux États-Unis ont renforcé les craintes de récession et les attentes de baisses de taux de la Fed, déclenchant une faiblesse généralisée du dollar par rapport l'éventail de devises du G10 et celles des marchés émergents. Deuxièmement, le ministère japonais des Finances est intervenu en achetant pour environ 37 milliards d'équivalent dollars en yens, mettant ainsi un plancher sous le yen. Troisièmement, la Banque du Japon (BoJ) a modifié sa politique de longue date en augmentant les taux d'intérêt et abandonnant la politique des taux négatifs. Pourtant, même après une appréciation de 13%, le yen reste la monnaie la moins chère du G10. Après avoir relevé les taux d'intérêt de 10 points de base en mars et de 15 en juillet, nous nous attendons à ce que la BoJ normalise davantage ses taux durant le premier semestre 2025, car l'inflation devrait rester soutenue dans le sillage d'une solide croissance des salaires réels. Alors que la Fed se dirige dans la direction opposée, le rétrécissement de l'écart de rendement entre les États-Unis et le pays du soleil levant est susceptible de procurer un fort vent arrière pouvant déclencher une nouvelle appréciation du yen. Le rythme et l'ampleur des baisses de taux de la Fed seront cruciaux pour déterminer le potentiel de hausse de la monnaie nipponne. À court terme, des gains significatifs de cette monnaie paraissent limités, car une grande partie des nouvelles ont déjà été intégrées. Le yen s'est apprécié de près de 16% de mi-juillet à mi-septembre. La paire USD/JPY maintient son support vers les 140, avec un prochain niveau vers 137, mais celui-ci ne devrait pas être atteint avant l'année prochaine.

Nous pensons que le dollar affiche une probabilité plus élevée d'affaiblissement par rapport au yen que par rapport à l'euro. Depuis avril, le marché des changes a déjà intégré les futures

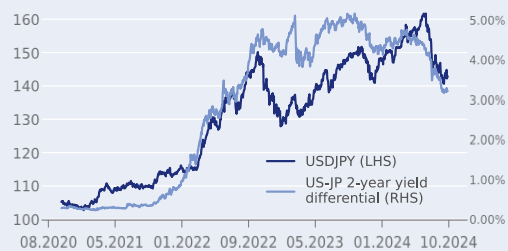
actions de la Fed, tandis que le dénouement des opérations de portage financés en JPY en août a fait chuter l'EUR/USD à son plus bas niveau en 13 mois atteignant un niveau de 1,12. La possibilité d'une nouvelle appréciation de l'euro dépendra de la capacité de la croissance économique européenne à rattraper celle des États-Unis ainsi qu'à l'agressivité avec laquelle les banques centrales des deux régions réduiront leurs taux au cours de la prochaine année.

Nous pensons que le marché a surestimé l'ampleur des baisses de taux de la Fed, et qu'un réajustement dans les mois à venir devrait apporter un soutien au dollar. L'EUR/USD est actuellement plafonné à 1,12, et nous ne nous attendons pas à ce que la paire dépasse 1,15 avant la fin de l'année. Notre scénario de base est que l'EUR/USD se maintienne près des niveaux de 1,10 d'ici à la fin de l'année. La livre sterling s'est appréciée de plus de 6% durant le troisième trimestre, soutenue par une forte dynamique de croissance économique et une position prudente de la Banque d'Angleterre (BoE). L'EUR/GBP a continué d'être orienté à la baisse, reflétant la divergence entre les économies du Royaume-Uni et celle de la zone euro. Lors de sa réunion de septembre, la BoE a laissé ses taux inchangés mais a maintenu un ton légèrement belliciste, signalant une approche progressive de l'assouplissement monétaire. De plus, les marchés écartent le risque d'une récession aux États-Unis, ce qui profite aux actifs risqués et aux devises cyclo sensibles à l'instar de la livre sterling. Aux vues de notre scénario macroéconomique, nous nous attendons à ce que la livre sterling demeure en bonne posture par rapport à l'USD et à l'EUR. Bien que les positions longues en livre sterling puissent sembler importantes, nous ne considérons pas cela comme un danger imminent significatif dans le contexte d'un environnement procyclique et considérant les fondamentaux de cette devise.

L'or a récemment atteint un sommet historique de 2'685 dollars l'once. Le principal moteur de cette reprise a été la forte baisse des rendements nominaux aux États-Unis, des marchés ayant intégré les prochaines baisses de taux de la Fed, abaissant simultanément les taux réels et le billet vert. A cela s'ajoute le fait que la demande provenant du secteur financier est réapparue. Les ETF investissant en or ont attiré des flux de capitaux importants suite la rupture des niveaux de résistance de 2'450 dollars. Si ces flux sont considérés comme éphémères, versatiles et enclins à la spéculation, l'augmentation de la demande provenant des banques centrales est, elle, un facteur plus structurel et durable qui pourrait fournir un plancher aux prix de l'or pour les trimestres à venir. L'augmentation des déficits budgétaires et de la création monétaire mondiale restent des facteurs favorables au métal jaune, les investisseurs institutionnels continuant de considérer ce métal comme une couverture contre la dépréciation des monnaies fiduciaires.

La divergence des politiques monétaires stimule l'USDJPY

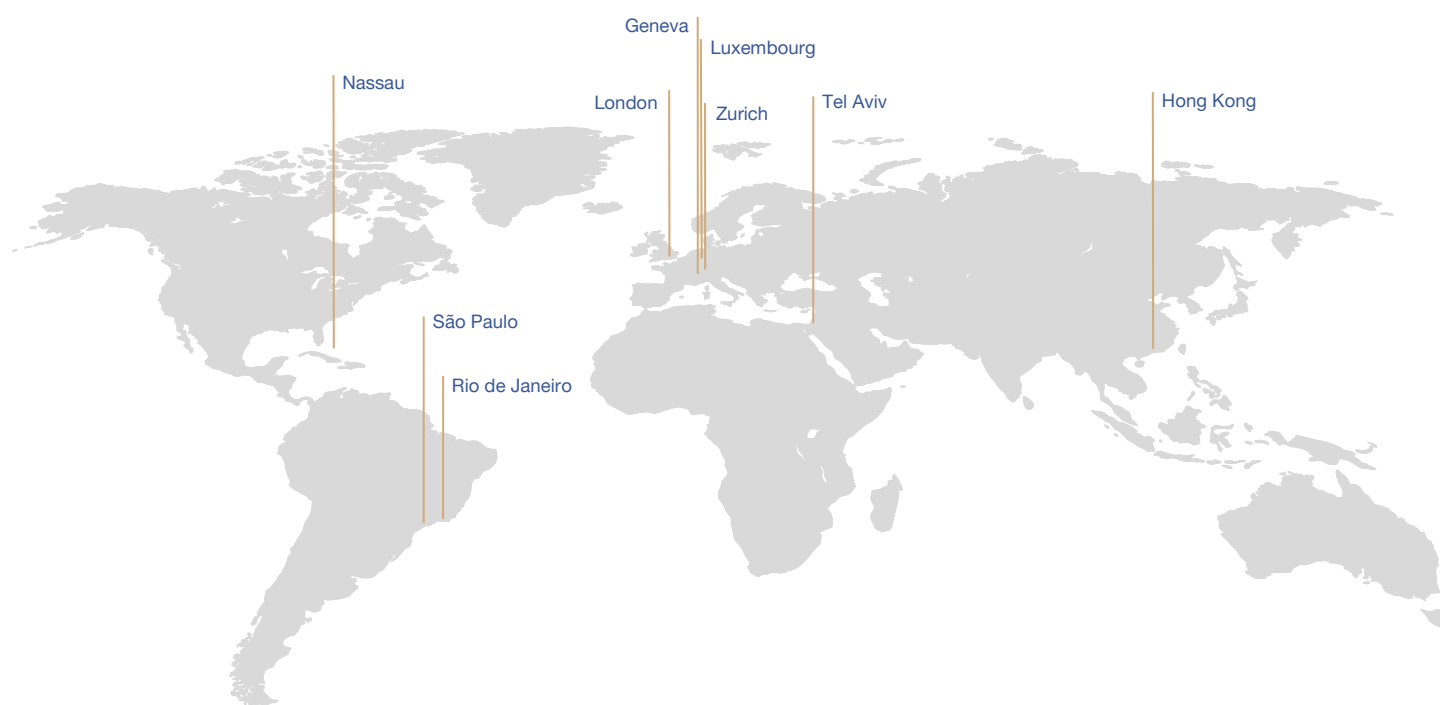
L'élargissement de l'écart de rendement a soutenu le yen



Source: CBH Investment Management, Bloomberg

Geographical Presence

CBH is present in Geneva, Zurich, London, Luxembourg, Israel, Hong Kong, Rio de Janeiro, São Paulo and The Bahamas. Due to its international exposure, it is under the consolidated supervision of the FINMA in Switzerland and its affiliated companies are supervised by the CSSF in Luxembourg, the FCA in the United Kingdom, the Central Bank of The Bahamas, the SFC in Hong Kong and the CVM in Brazil



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

Zurich
 Branch Office
 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
 Subsidiary
 CBH Wealth UK Limited
 18 Savile Row,
 London W1S 3PW, UK
 cbhbank.com
 t +44 207 647 1300

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

Tel Aviv
 Representative Office
 CBH Bank
 Rehov Tuval 40
 Ramat Gan
 5252247 Israel
 cbhbank.com
 t +972 73 793 62 22

Disclaimer

This publication is for information purpose only and does not constitute any offer, inducement, and recommendation by CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA or any other members of its group. Particularly, this publication does not constitute a prospectus, and the published information is not to be understood to be an offer of sale of any securities or an investment proposal of any kind.

It is general information based on proprietary knowledge, information furnished by third parties, and publicly accessible sources. It is not solely the result of independent financial research, therefore the legal requirements regarding the independence of financial research do not apply. The information and opinions expressed in this publication were published by CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, as of the date of writing and are subject to change without notice, in particular any prices indicated are current as of the date of this publication, and are also subject to change without notice.

Investments in the asset classes mentioned in this publication may not be suitable for all recipients and may not be available in all countries. This publication is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of, or located in, any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation. This publication has been prepared without taking account of the objectives, financial situation or needs of any particular investor. Before entering into any transaction, investors should consider the suitability of the transaction to individual circumstances and objectives.

Professional advice, including tax advice, should be sought if investors are in doubt. The value of investments and the income from them may fall as well as rise and is not guaranteed, therefore they may not get back the original amount invested; the value of an investment may fall suddenly and substantially; past performance is not a guide to future performance; and levels and basis of, and reliefs from, taxation may change from time to time. Changes in foreign exchange rates may have an adverse effect on the price, value or income of an investment.

Please note that the value of investments and the income from them may fall as well as rise and is not guaranteed, therefore they may not get back the original amount invested; the value of an investment may fall suddenly and substantially; past performance is not a guide to future performance; and levels and basis of, and reliefs from, taxation may change from time to time. Changes in foreign exchange rates may have an adverse effect on the price, value or income of an investment.

No representation is made with respect to the accuracy and completeness of this publication, and this publication should not be relied on. Possible errors or incompleteness of the information contained in this publication do not constitute grounds for liability. Neither Compagnie Bancaire Helvétique SA nor any other members of its group are liable for the information contained in this publication.

This publication may only be distributed in countries where its distribution is legally permitted by CBH's local entities. This publication is not directed to any person in any jurisdiction where (by reason of that person's nationality, residence or otherwise) such publications are prohibited.

Important Distribution Information

Switzerland - This publication is distributed by CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, an authorized and regulated entity by the Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA in Switzerland.

Bahamas - This publication is distributed to clients of CBH Bahamas Ltd. and is not intended for distribution to persons designated as a Bahamian citizen or resident for the purposes of the Bahamas Exchange Control Regulations and rules. Thus, it is only intended for persons who are designated or who are deemed non-residents.

Hong-Kong - This publication is distributed by CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, and is distributed by CBH Asia Limited on its own behalf to its clients. CBH Asia Limited is a company licensed with the Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC), and registered with the Mandatory Provident Fund Schemes Authority (MPFA) and the Hong Kong Insurance Authority (IA).

UK - This publication is distributed to clients of and by CBH Wealth UK Limited, authorized and regulated in the United Kingdom by the Financial Conduct Authority [FRN 514546]. This document is intended for general information purposes, and not considered as investment research. For full information on CBH Wealth UK Limited communications, please visit our website or speak to your Relationship Manager.

United States - Neither this publication nor any copy thereof may be sent, taken into or distributed in the United States or to any US person.

This publication may contain information obtained from third parties, including ratings, scoring measures, prices and other data. Reproduction and distribution of third-party content in any form is prohibited except with the prior written permission of the related third-party. Third-party content providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information, including ratings, and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such content. Third-party content providers give no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability or fitness for a particular purpose or use. Third-party content providers shall not be liable for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or profits and opportunity costs) in connection with any use of their content, including ratings. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell securities. They do not address the market value of securities or the suitability of securities for investment purposes, and should not be relied on as investment advice.

Copyright and database rights protection exists in this publication and it may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without the prior express consent of CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. All rights are reserved.

All data as at October 3rd, 2023
Published on October 6th, 2023

Creativity within Excellence

CBH | Compagnie Bancaire Helvétique

Asset Management
Boulevard Emile-Jaques-Dalcroze 7
P.O.Box
CH - 1211 Geneva 3

am@cbhbank.com
www.cbhbank.com