



CIO PERSPECTIVES

Alexandre Drabowicz – Chief Investment Officer

16 septembre 2024

Il est temps de construire des portefeuilles « tout terrain »

Après 18 mois de taux d'intérêt élevés, les banques centrales amorcent une baisse de leurs taux directeurs pour soutenir la croissance économique. Ce changement majeur dans l'environnement macroéconomique pourrait nécessiter des ajustements significatifs dans l'allocation des actifs.

Un environnement macroéconomique en évolution

Il n'y a pas si longtemps, la Réserve fédérale (Fed) avait un objectif prioritaire : maîtriser l'inflation. Avec l'indice des prix à la consommation (IPC) atteignant plus de 9 % en juin 2022 aux États-Unis, la banque centrale américaine a entamé un cycle de resserrement monétaire, relevant son taux directeur de 0,5 % en mars 2022 à 5,5 % en juillet 2023.

L'inflation ayant nettement reculé, Jerome Powell a délivré deux messages importants lors du Symposium de Jackson Hole à la fin du mois d'août :

- **« Le moment est venu pour la politique monétaire de s'ajuster »** : la Fed est prête à entamer un cycle de baisse des taux dès le 18 septembre, en raison du ralentissement de l'inflation.
- **« Une dégradation du marché du travail n'est ni recherchée ni souhaitée »** : la Fed se concentre désormais sur le marché de l'emploi, qui montre des signes de détérioration. Le taux de chômage américain, passé de 3,4 % en avril 2023 à 4,2 % en août, en témoigne.

La Fed devrait donc suivre les autres banques centrales en abaissant son taux directeur pour stimuler l'investissement et soutenir l'activité économique aux États-Unis. Malgré des statistiques économiques contrastées cet été, nous maintenons notre scénario d'un "atterrissage en douceur" : le PIB américain reste solide au deuxième trimestre 2024 (2,9 %) et devrait atteindre 2,5 % cette année avant de ralentir à 1,8 % en 2025.

Dans ce contexte, comment les investisseurs doivent-ils ajuster leurs portefeuilles face à la diminution du risque inflationniste, au ralentissement de la croissance économique et à un cycle mondial de baisse des taux ?

Que faut-il attendre des baisses de taux de la Fed ?

La relation entre baisse des taux et récession est souvent mal comprise : une récession provoque généralement une baisse des taux, mais l'inverse n'est pas toujours vrai. Par exemple, la Fed a abaissé son taux directeur en 1995, 1998 et 2019, dans des contextes où elle cherchait à soutenir l'économie après avoir jugulé l'inflation. À l'inverse, en 1989, 2001 et 2007, l'économie américaine connaissait un ralentissement marqué, obligeant la Fed à intervenir pour limiter les conséquences économiques d'une récession.

Tableau 1 : Comment les actions et les rendements obligataires ont-ils évolué 6 mois après les précédentes baisses de taux de la Fed ?

	Taux record	États-Unis 10 ans Rendement de l'obligation	États-Unis 2 ans Rendement de l'obligation	10 à 2 ans	NASDAQ	S&P 500	Russell 2000	Grandes et petites capitalisations
02.06.1989	9,75	-61	-76,4	15,4	4,10%	7,95%	-3,01%	10,96%
05.07.1995	6	-50,9	-58,6	7,7	3,70%	12,87%	9,14%	3,73%
28.09.1998	5,5	65,3	55,7	9,6	53,67%	24,04%	8,23%	15,80%
02.01.2001	6,5	47,6	-62,5	110,1	-14,40%	-3,80%	7,23%	-11,04%
17.09.2007	5,25	-113,78	-260,6	146,82	-11,20%	-9,88%	-12,10%	2,22%
30.07.2019	2,5	-47,24	-43,31	-3,93	14,45%	8,64%	4,01%	4,62%
Moyenne	5,9	-26,7	-74,3	47,6	8,4%	6,6%	2,3%	4,4%

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Note : Variation des rendements obligataires en points de base, actions en pourcentage.

Quelques réflexions à tirer des baisses de taux précédentes (voir tableau 1) :

- **Les rendements obligataires pourraient baisser à moyen terme** : bien que le rendement des emprunts d'État américains à 10 ans ait déjà chuté de plus de 100 points de base depuis son pic d'avril, il a souvent poursuivi sa baisse dans les mois suivant une première réduction des taux.
- **La courbe des taux pourrait se pentifier** : historiquement, les rendements obligataires à court terme ont diminué davantage que ceux à long terme après les six dernières baisses de taux. Cela pourrait se reproduire cette fois-ci, car les marchés anticipent jusqu'à 9-10 baisses d'ici la fin de 2025, tandis que la partie longue de la courbe pourrait rester proche de ses niveaux actuels, à moins qu'une récession ne survienne et que l'inflation ne chute rapidement en dessous de 2 %.
- **En l'absence de récession, une baisse des taux est historiquement favorable aux actions** : les actions américaines ont bien performé après les baisses de taux de la Fed en 1989, 1995, 1998 et 2019. Cependant, elles ont chuté suite à l'éclatement de la bulle internet en 2001 et de la crise financière mondiale en 2008.
- **Les grandes capitalisations pourraient continuer à surperformer les petites** : historiquement, les grandes capitalisations américaines ont mieux performé, en raison de leur biais vers la croissance et de leur sensibilité aux taux. Toutefois, la sous-performance récente des petites capitalisations par rapport aux grandes pourrait réduire la capacité de ces dernières à continuer à surperformer, même après une baisse des taux.

Plus de volatilité à prévoir

La saison de publication des résultats du S&P 500 pour le deuxième trimestre 2024 s'est révélée relativement solide, avec une croissance des bénéfices de 11,5 % en glissement annuel. Il est encourageant de constater que de nombreux secteurs ont contribué à cette croissance, notamment le secteur technologique, mais aussi des secteurs plus défensifs comme la santé, les services publics et les financières.

Cependant, avec une baisse des taux de la Fed à l'horizon, les investisseurs se concentrent davantage sur les indicateurs macroéconomiques que sur les résultats des entreprises. Alors que les investisseurs essaient d'interpréter ce que pensent les membres du FOMC qui eux-mêmes essaient d'interpréter des statistiques économiques passées, les marchés deviennent de facto volatils. Cela a été particulièrement visible durant les premières semaines d'août et de septembre, avec une volatilité accrue sur les marchés.

Les marchés financiers devraient donc connaître un regain de volatilité, les investisseurs jugeant l'impact du ralentissement économique et de l'assouplissement monétaire sur les obligations et les actions.

Repenser la construction du portefeuille

Les investisseurs sont confrontés à un nouvel environnement macroéconomique qui pourrait nécessiter des ajustements au sein de leurs portefeuilles. Bien que notre scénario central reste celui d'un atterrissage en douceur, de nombreuses incertitudes persistent, notamment sur la gravité du ralentissement économique et la vitesse à laquelle les banques centrales réduiront leurs taux. Il est donc peut-être temps d'adopter une approche "tout terrain", avec un portefeuille capable de résister à différents environnements économiques.

Sécuriser des rendements pour plus longtemps grâce aux obligations

Les placements à court terme (jusqu'à un mois) et les fonds monétaires ont bénéficié des hausses de taux d'intérêt au cours des 18 derniers mois, attirant ainsi de nouveaux capitaux. Toutefois, avec les baisses de taux annoncées par les principales banques centrales (Fed, Banque centrale européenne, Banque d'Angleterre), les rendements des fonds monétaires devraient mécaniquement diminuer. Les obligations, en revanche, peuvent offrir une protection contre le risque de réinvestissement, à condition qu'elles soient détenues jusqu'à maturité et qu'il n'y ait pas de défaut.

Les obligations, une couverture macroéconomique

Une autre caractéristique positive des obligations est qu'elles redeviennent une protection contre les risques macroéconomiques. Lorsque l'inflation augmente, les rendements obligataires suivent, car les banques centrales relèvent leurs taux, ce qui fait baisser le prix des obligations. L'année 2022 a été exceptionnelle, car les obligations ont à la fois perdu de la valeur et n'ont pas offert la diversification habituelle par rapport aux actions. Avec la baisse de l'inflation, les rendements obligataires devraient désormais être davantage influencés par les perspectives de croissance économique, et leur corrélation avec les actions pourrait redevenir négative, offrant ainsi une diversification similaire à celle observée avant la pandémie de COVID-19.

Rester investi

Étant donné qu'une baisse des taux ne mène pas automatiquement à une récession, il pourrait être prématuré de réduire le risque global d'un portefeuille. Les solides résultats du deuxième trimestre dans plusieurs secteurs peuvent soutenir les actions à moyen terme.

Les actifs réels dans un environnement de taux baissier

Les investissements privés, tels que le capital-investissement et l'immobilier, ont rencontré un ralentissement dans un contexte de taux d'intérêt élevés. Cependant, avec les baisses de taux attendues des banques centrales, de nouvelles opportunités pourraient se présenter pour réorienter les portefeuilles vers des actifs réels, contribuant ainsi à réduire la volatilité.

Alexandre DRABOWICZ

Chief Investment Officer

Nicolas MOUGEOT

Head of Investment Strategy and Sustainability

AVERTISSEMENT

Ce document intitulé « CIO Perspectives » (la « Publication ») est publié exclusivement à titre de communication marketing.

Les langues dans lesquelles la Publication est rédigée font partie des langues de travail de Indosuez Wealth Management.

Les informations publiées dans la Publication n'ont pas été revues ni soumises à l'approbation ou l'autorisation d'une quelconque autorité de régulation ou de marché dans aucune juridiction.

La Publication n'est pas pensée pour, ou destinée à des personnes d'un pays en particulier.

La Publication n'est pas destinée à des personnes citoyennes, domiciliées ou résidentes d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication, sa disponibilité ou son utilisation contreviendraient aux lois ou réglementations applicables.

Le présent document ne constitue ni ne contient une offre ou une invitation à acheter ou à vendre un instrument et/ou un service financier, quel qu'il soit. De même, il ne constitue en aucune manière un conseil ou une recommandation de stratégie, d'investissement ou de désinvestissement personnalisé ou général, ni un conseil juridique ou fiscal, un conseil en matière d'audit ou tout autre conseil de nature professionnelle. En aucun cas ce document n'affirme qu'un investissement ou une stratégie est adapté et approprié à une situation individuelle ou qu'un investissement ou une stratégie constitue un conseil d'investissement personnalisé pour un investisseur.

Sauf indication contraire, la date pertinente dans ce document est la date d'édition mentionnée à la dernière page du présent avertissement. Les informations contenues dans le présent document sont fondées sur des sources considérées comme fiables. Nous faisons de notre mieux pour assurer l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations contenues dans ce document. Toutes les informations, ainsi que tous les prix, valorisations de marché et calculs indiqués dans le présent document sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Les prix et les performances passés ne préjugent pas nécessairement des prix et des performances futures.

Les risques incluent, entre autres, les risques politiques, les risques de crédit, les risques de change, les risques économiques et les risques de marché. Avant toute transaction, vous devez consulter votre conseiller en investissement et, si nécessaire, obtenir l'avis d'un conseiller professionnel indépendant concernant les risques et toutes les conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, comptables et de crédit. Nous vous recommandons de contacter vos conseillers habituels afin de prendre vos décisions de manière indépendante, à la lumière de votre situation financière et de vos connaissances et expérience financières.

Les taux de change sont susceptibles d'affecter négativement la valeur, le prix ou les revenus de l'investissement après conversion dans la monnaie de référence de l'investisseur.

CA Indosuez, société de droit français, maison mère de l'activité de gestion de fortune du groupe Crédit Agricole, et ses filiales (directes et indirectes) et/ou entités consolidées menant la même activité, à savoir CA Indosuez, CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, leurs filiales (directes et indirectes), succursales et bureaux de représentation respectifs, quel que soit leur lieu d'implantation, exercent leurs activités sous la marque unique Indosuez Wealth Management. Ces sociétés sont désignées individuellement par l'«Entité» et collectivement par les «Entités».

Les Entités ou leurs actionnaires et plus généralement les entreprises du groupe Crédit Agricole (le Groupe) ainsi que, respectivement, leurs mandataires sociaux, dirigeants ou employés peuvent, en leur nom personnel ou au nom et pour le compte de tiers, réaliser des transactions sur les instruments financiers présentés dans la Publication, détenir d'autres instruments financiers liés à l'émetteur ou au garant de ces instruments financiers, ou fournir ou chercher à fournir des services concernant les titres, des services financiers ou tout autre type de service pour ou à partir des Entités. Lorsqu'une Entité et/ou une entité du Groupe Crédit Agricole agit en tant que conseiller et/ou gérant, administrateur, distributeur ou agent de placement pour certains produits ou services mentionnés dans la Publication, ou exécute d'autres services dans lesquels une Entité ou le Groupe Crédit Agricole détient ou est susceptible de détenir un intérêt direct ou indirect, votre Entité accorde la priorité à l'intérêt de l'investisseur.

Certains investissements, produits et services, y compris la garde des titres, peuvent être soumis à des restrictions légales et réglementaires ou ne pas être disponibles dans le monde entier sans restriction, compte tenu de la législation de votre pays d'origine, de votre pays de résidence ou de tout autre pays avec lequel vous pourriez avoir des liens. En particulier, les produits et services présentés dans la Publication ne sont pas destinés aux résidents des États-Unis et du Canada. Ces produits ou services peuvent être fournis par les Entités selon leurs prix et conditions contractuels, conformément aux lois et réglementations applicables et sous réserve de leur licence. Ils peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans notification.

Veillez contacter votre chargé de relations clientèle pour plus d'informations.

Chaque entité met la Publication à la disposition de ses clients conformément aux réglementations applicables :

- **en France** : la présente Publication est distribuée par CA Indosuez, société anonyme au capital de 584 325 015 euros, établissement de crédit et société de courtage d'assurances immatriculée au Registre des intermédiaires en assurance sous le numéro 07 004 759 et au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, et dont les autorités de contrôle sont l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers ;
- **au Luxembourg** : la Publication est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 415 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- **en Espagne** : la Publication est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de Espana (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176,F 1,S 8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;
- **en Belgique** : la Publication est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe) ;
- **en Italie** : la Publication est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, Milan, Italie, inscrite au Registre des Banques no. 8097, code fiscal et numéro d'enregistrement au Registre du Commerce de Milan, Monza Brianza et Lodi n. 97902220157 ;
- **au sein de l'Union européenne** : la Publication peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- **à Monaco** : la Publication est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1er - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341, agrément : EC/2012-08 ;
- **en Suisse** : la Publication est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Publication est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Publication ;
- **dans la RAS de Hong Kong** : la Publication est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Pacific Place, 88 Queensway. Aucune information contenue dans la Publication ne constitue une recommandation d'investissement. La Publication n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Publication et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571)(SFO). La Publication est susceptible d'être distribuée exclusivement à des investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme)(Cap. 571D) ;
- **à Singapour** : la Publication est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. À Singapour, la Publication est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No.FAA-G07 des Autorités monétaires de Singapour, ou Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour, chapitre 289. Pour toute question concernant la Publication, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **au DIFC** : la Publication est distribuée par CA Indosuez (Suisse) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai - UAE, une société réglementée par la Dubai Financial Services Authority (« DFSA »). La présente brochure est uniquement destinée aux clients professionnels et/ou contreparties de marché. Aucune autre personne ne doit agir sur la base de celle-ci. Les produits ou services financiers dont il est question dans la présente brochure seront uniquement mis à disposition des clients satisfaisant les critères de la DFSA relatifs aux clients professionnels et/ou aux contreparties de marché. La présente brochure est fournie exclusivement à titre d'information. Elle ne doit pas être interprétée comme une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier ou de participation à une stratégie de négociation en particulier dans toute juridiction ;
- **aux EAU** : la Publication est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (EAU) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des EAU Conformément aux règles et réglementations applicables aux EAU, le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Publication ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des EAU ou par une autre autorité réglementaire des EAU ;
- **Autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette publication. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

La Publication ne peut être photocopiée, reproduite ou distribuée, en partie ou en totalité, sous quelque forme que ce soit, sans l'accord préalable de votre Banque.

© 2024, CA Indosuez (Switzerland) SA/Tous droits réservés. Crédit photos: iStock.