

GLOBAL OUTLOOK 2025

UN MONDE EN TRANSFORMATION

Un monde en transformation

Global Outlook 2025

• Table des matières

01•	Éditorial UN MONDE EN TRANSFORMATION	4
02•	Messages clés CINQ MESSAGES CLÉS SUR LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT	6
03•	Macroéconomie L'EFFET PAPILLON	10
04•	Allocation d'actifs GESTION DIVERSIFIÉE EN 2025 : ENTRE ACTIONS ET OBLIGATIONS, LE MEILLEUR DES DEUX MONDES ?	14
05•	Focus	18
	Actions L'IA COMME NOUVEAU MOTEUR DE CROISSANCE DE LA PRODUCTIVITÉ ?	19
	Obligations R-STAR : UNE HISTOIRE MACROÉCONOMIQUE À LONG TERME ÉCRITE DANS LES ÉTOILES ?	22
	Devises UNE HISTOIRE DE MONNAIE : LES MYTHES DU DOLLAR ET LES CHERCHEURS D'OR	25
	Marchés émergents L'ASEAN ÉMERGE AU MILIEU DES RÉFORMES DE LA CHINE	29
	Finance durable ÉLECTRIFICATION : LE NOUVEL ELDORADO ?	32
	Private Markets LES PRIVATE MARKETS EN 2025 : VERS UNE DYNAMIQUE POSITIVE !	35
06•	Présence internationale	38
07•	Glossaire	40
08•	Avertissement	42



01 | Éditorial



Alexandre DRABOWICZ
Chief Investment Officer

UN MONDE EN TRANSFORMATION

Chère lectrice, cher lecteur,

Dans notre précédente édition du Global Outlook, intitulée « À la recherche d'un nouveau régime d'inflation », nous avons souligné la nécessité « *de lutter contre une inflation excessive tout en évitant la stagflation et en visant un régime de reflation* ». Avons-nous atteint cet objectif ? L'inflation globale aux États-Unis est passée de 3,4 % à 2,4 %, et dans la zone euro, elle est tombée de 2,9 % à l'objectif de 2,0 % de la Banque centrale européenne (BCE). Ces progrès ont permis à sept des dix principales banques centrales des marchés développés de commencer à réduire les taux d'intérêt, la BCE initiant sa première baisse trois mois avant la Réserve fédérale (Fed) en juin. Les deux conseils de gouvernance entament maintenant la normalisation de la politique monétaire. Est-ce que la mission est accomplie pour 2025 ?

ALTITUDE DE CROISIÈRE

Tout au long de 2024, nous avons maintenu un scénario d'atterrissage en douceur pour l'économie américaine, malgré une poussée d'inflation au premier trimestre de l'année et une crainte de récession durant l'été.

Nous avons conservé notre position, et nous pensons que cette situation se poursuivra probablement en 2025. Nous prévoyons que l'économie américaine croîtra de 2 %, légèrement au-dessus de son potentiel, tandis que l'inflation devrait en moyenne être d'environ 2,2 %. En fait, le récit de l'atterrissage en douceur est quelque peu obsolète : l'économie américaine n'a jamais vraiment atterri et poursuit son vol à son altitude de croisière. La question clé pour 2025 sera de savoir si la nouvelle administration Trump sera reflationniste ou stagflationniste.

VERS DES INCERTITUDES DE POLITIQUES PUBLIQUES

En 2024, 40 % de la population mondiale devait voter. Les élections en Inde et dans l'Union européenne (UE) ont apporté leur lot de surprises, tandis que le résultat des élections présidentielles américaines était clair et incontesté, mais a ouvert la porte à de nombreuses interrogations. Nous passons d'une ère d'incertitudes politiques en 2024 à une ère d'incertitudes de politiques publiques en 2025.



La nouvelle administration Trump est largement perçue comme pro-croissance, pro-entreprises et pro-dérégulation, susceptible de prolonger les réductions d'impôts et de réduire les taxes sur les sociétés. Avec une économie américaine déjà sur une trajectoire positive, ces politiques reflationnistes pourraient pousser l'économie à surchauffer. Dans ce scénario dit « sans atterrissage », la Fed pourrait être contrainte de stopper prématurément son cycle de réduction des taux, posant un risque pour les actions et leurs valorisations élevées. Ce sera donc un équilibre délicat à maintenir.

LE CHOC DES TITANS

Une autre incertitude réside dans la politique tarifaire américaine. Il n'est pas clair si l'administration Trump poursuivra le tarif global proposé de 10 %-20 % et le tarif de 60 % sur la Chine. Des tarifs douaniers plus modestes, similaires à ceux observés en 2018/2019, sont plus probables alors que Donald Trump cherche à ramener des « accords emblématiques » à la Maison-Blanche. Bien que le marché puisse s'inquiéter des annonces et des décrets, nous pensons que Donald Trump évitera de créer une nouvelle flambée d'inflation, se concentrant plutôt sur la conclusion d'accords commerciaux. Donald Trump a été élu parce que la hausse des prix sous l'administration Biden s'est avérée toxique aux élections, et il visera à éviter de répéter cette erreur.

L'autre bataille pourrait être avec la Fed. Nous prévoyons que la Fed réduira ses taux pour atteindre 3,5 % en 2025 ; bien qu'il y ait un risque qu'elle fasse moins si elle perçoit des menaces d'inflation dues aux tarifs douaniers. Cependant, si les tarifs restent un effet ponctuel et que les attentes d'inflation restent ancrées, la Fed pourrait passer outre les effets à court terme et continuer ses ajustements de politique. Jerome Powell a clairement déclaré, « nous ne devinons pas, nous ne spéculons pas, et nous ne supposons pas » en référence aux futures politiques économiques sous Donald Trump.

En fin de compte, nous estimons que le marché obligataire sera l'arbitre quant aux politiques budgétaires acceptables. Alors que le S&P 500 sera le baromètre de la réussite économique de Donald Trump, le taux d'emprunt des bons du Trésor à 10 ans jugera sa viabilité financière. Avec une dette américaine pouvant potentiellement atteindre 160 % du produit intérieur brut (PIB) d'ici 2035 dans le pire des scénarios, le Sénat sera soucieux d'éviter une charge d'intérêts incontrôlée, nécessitant une gestion des finances publiques plus prudente.

QUOI QU'IL EN COÛTE

Qu'en est-il de l'Europe, prise en étau entre ces deux géants que sont les États-Unis et la Chine ? Nous prévoyons que l'économie de la zone euro enregistrera une croissance en dessous de son potentiel à 0,8 % en 2025, avec des risques de révision à la baisse. La BCE, bien consciente des faiblesses de notre économie, est prête à agir. Nous prévoyons des réductions supplémentaires pour atteindre 2 % en 2025, mais notons qu'il est envisageable de voir la banque centrale baisser ses taux plus bas pour contrer toute nouvelle faiblesse due aux tarifs douaniers et son impact économique.

Une deuxième administration Trump pourrait en fait être un moment décisif et transformateur pour l'Europe, en particulier en ce qui concerne sa propre défense. Comme l'a déclaré le président français après la victoire de Donald Trump, « *Voulons-nous lire l'histoire écrite par d'autres ?* ». En d'autres termes, l'Europe doit écrire sa propre histoire en protégeant ses propres intérêts. La rupture soudaine de la coalition allemande rouvre le débat autour de la « règle d'or » sur l'endettement fédéral¹. Avec un déficit allemand à 63 % du PIB, il y a une marge considérable pour que l'Allemagne stimule les investissements, à la fois pour son propre bien et en rejoignant les efforts de dette conjointe pour la défense européenne. Cela pourrait devenir le moment « Quoi qu'il en coûte » pour protéger l'Europe, bien que cela prenne probablement du temps et ne soit pas un catalyseur à court terme pour changer la perception des investisseurs envers l'Europe.

Cette nouvelle édition, « Un monde en transformation », explore le paysage macroéconomique en évolution, y compris l'impact de l'intelligence artificielle (IA) sur la croissance, la fixation des taux d'intérêt d'équilibre, la place du dollar américain sur les marchés des devises, le rééquilibrage économique de la Chine et la transition énergétique vers l'électrification. Nous examinons ces thèmes captivants pour vous offrir des perspectives précieuses.

C'est aussi un monde en transformation pour Indosuez Wealth Management, à la suite de l'acquisition de Degroof Petercam. Nous accueillons deux nouveaux contributeurs dans cette édition : Jérôme van der Bruggen, qui partage nos messages clés, et Hans Bevers, qui propose un article passionnant sur la fixation du taux de politique neutre de la banque centrale, « R-star² : une histoire macroéconomique à long terme écrite dans les étoiles ? ».

J'espère que vous apprécierez la lecture de cette nouvelle édition de notre Global Outlook.

1 - En Allemagne, le gouvernement fédéral et les 16 Länder sont tenus d'équilibrer leurs budgets et sont pratiquement interdits de contracter des prêts supplémentaires.
2 - Le taux d'intérêt naturel où l'économie est en plein emploi et l'inflation est stable, sans stimuler ni ralentir la croissance économique.



02 | Messages clés



CINQ MESSAGES CLÉS SUR LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT



Jérôme VAN DER BRUGGEN
Chief Investment Officer Private Banking,
Degroof Petercam

Les difficultés auxquelles sont confrontés les décideurs mondiaux lorsqu'ils tentent de formuler une politique économique unifiée sont proportionnelles aux enjeux. Le ralentissement marqué (et dans certaines régions même le déclin) de la croissance démographique et le changement climatique nécessitent des réponses politiques audacieuses et coordonnées.

Certes, la fracture entre les trois grands blocs monétaires représentés par les États-Unis, la Chine et la zone euro semble s'élargir. Mais si l'on prend du recul, leurs décideurs visent – globalement – tous à apporter la même réponse bien qu'avec des intensités différentes. De grands investissements publics et privés pour stimuler la croissance de la productivité, soutenus par une politique monétaire accommodante. Pour l'investisseur à long terme, de telles transformations représentent de réelles opportunités de rendement.

Dans cette édition du Global Outlook, nous résumons les cinq messages clés de la stratégie d'investissement que nous adoptons afin d'en récolter les fruits tout en naviguant les risques.

LE RYTHME DE BAISES DE TAUX POURRAIT ÊTRE RALENTI MAIS IL EST PEU PROBABLE QU'ELLES SOIENT INTERROMPUES

Le contexte des marchés boursiers reste positif

Assouplir ou ne pas assouplir... S'exprimant sur le podcast Odd Lots depuis Jackson Hole à la fin du mois d'août 2024, Adam Posen, actuel président du Peterson Institute et ancien membre votant du Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre, exprimait l'avis selon lequel la position de la Réserve fédérale (Fed) se doit d'être plus nuancée. Il qualifiait l'intervention de Jerome Powell à la convention des banquiers centraux de discours « coup de fusil ». Ce qu'il voulait dire, c'est que le président de la Fed, qui avait visé l'inflation en 2022, redirigeait maintenant son fusil de manière trop étroite vers le marché du travail pour abattre les risques de récession.

Les réductions d'impôts et l'agenda tarifaire de Donald Trump pourraient en effet ralentir le rythme des baisses de taux. Cependant, comme l'explique **Bénédicte Kukla**, si les réductions de taux sont retardées, elles ne seront probablement pas interrompues. Le cycle d'assouplissement a

encore de la marge. Si c'est le cas, à quel niveau – à quel taux terminal – les taux directeurs de la Fed se fixeront-ils pour ce cycle ?

Hans Bevers plaide pour un taux d'intérêt neutre d'environ 1,5 %. Étant donné que la Fed continue de viser un taux d'inflation de 2 %, cela signifie qu'un taux terminal de 3,5 % ne serait ni accommodant ni restrictif. Entretemps, l'activité économique américaine devrait « atterrir en douceur », avec une croissance se normalisant autour de 2 %. Croissance robuste et nouvel assouplissement en vue : le contexte pour les marchés boursiers reste positif. Quant au marché obligataire – qui a de nouveau été affecté par la réévaluation à la hausse de l'inflation et de la croissance mondiale en 2024 –, il pourrait retrouver de l'intérêt en 2025, mais bénéficierait davantage aux obligations à court et moyen terme qu'aux obligations à plus long terme qui restent vulnérables aux préoccupations concernant les primes de terme et la viabilité de la dette publique. Enfin, sur les marchés privés, **Nicolas Renaud**, **Remy Pomathios** et **Matthieu Roumagnac** voient l'amélioration des conditions des marchés financiers comme les premiers signes d'optimisme pour les investisseurs dans ce qui pourrait être une année de redressement.



L'EXCEPTIONNALISME AMÉRICAIN PRÉVAUT

Le poids des actions américaines dans les portefeuilles mondiaux ne cesse d'augmenter

La plupart des observateurs attribuent la résilience du marché boursier américain au cours de la dernière décennie à un ensemble de conditions exceptionnelles qui sous-tendent la croissance économique exceptionnelle des États-Unis. En premier lieu, la taille même de son économie et ses vastes ressources naturelles, lui fournissent des bases solides. Il y a ensuite sa culture d'innovation et sa capacité à exécuter, soutenues par des marchés financiers fiables offrant des sources de financement profondes.

La robustesse des marchés financiers américains est à son tour en partie due au statut de sa monnaie. Le dollar est la monnaie de financement du commerce mondial et représente plus de 58 % des réserves de change mondiales. Comme le souligne **Lucas Meric**, bien que la domination du dollar soit remise en question par le désir des pays émergents de réduire leur dépendance à la monnaie, les craintes de « dédollarisation » semblent exagérées.

Un dernier élément expliquant l'exceptionnalisme américain est la stratégie politique des institutions américaines qui ont mis en œuvre des mesures audacieuses telles que la loi sur les réductions d'impôts et l'emploi (TCJA) de 2017 ou le CHIPS and Science Act (loi sur les puces et la science) de 2022.

Tout cela a aidé les entreprises américaines à afficher une croissance des bénéfices supérieure par rapport à leurs homologues mondiaux, soutenant ainsi la performance du marché boursier américain et le poids croissant des actions américaines dans les portefeuilles que nous gérons.

IA ET ÉLECTRIFICATION : DEUX THÈMES DURABLES

Les deux thèmes devraient continuer à attirer de larges investissements

Deux domaines devraient participer à la croissance de la productivité dans les années à venir. L'un d'eux, l'intelligence artificielle (IA), est actuellement à l'origine d'un *bull market* (marché haussier) dans les valeurs de la Tech américaine. **Nicolas Mougeot** explique pourquoi l'IA, malgré ses coûts de développement élevés et la demande croissante en énergie, est destinée à stimuler la croissance de la productivité de la même manière que les révolutions technologiques passées.

Des domaines comme l'IA générative, qui crée de nouveaux contenus à partir de données existantes, possèdent un potentiel économique immense. Il identifie plusieurs autres domaines tels que l'automatisation, la complémentarité des tâches, la création de nouvelles tâches et les avancées en robotique où les entreprises technologiques américaines mènent l'adoption de l'IA.

Le second thème, l'électrification, touche plus d'un secteur. **Fabrice de Sousa** et **Laura Corrieras** le qualifient de nouvel Eldorado et expliquent comment il façonne la transition énergétique qui repose elle-même sur la production d'électricité renouvelable. D'ici 2050, la production d'électricité devrait plus que doubler et devenir plus verte, avec 70 % provenant de sources non fossiles, contre 11 % aujourd'hui. Les secteurs qui devraient bénéficier des investissements comprennent les énergies renouvelables, le stockage d'énergie, la transformation des réseaux et les véhicules électriques.



Ces deux domaines, l'IA et l'électrification, sont non seulement des moteurs potentiels de croissance de la productivité, mais ils représentent également des opportunités d'investissement stratégiques pour ceux qui cherchent à participer à l'évolution technologique et à la transition énergétique.

ALORS QUE LA CHINE SE RÉFORME, L'ASEAN ÉMERGE

Nous restons positifs sur une sélection d'actions des marchés émergents, en particulier en Asie

La croissance réelle du produit intérieur brut (PIB) de la Chine s'est maintenue autour de 5 % en 2024, malgré les problèmes persistants dans le secteur immobilier qui affectent l'investissement et la consommation. Les incertitudes politiques ont conduit à des tarifs douaniers mondiaux contre la Chine, réduisant les exportations chinoises de 4,7 % dans le monde et de 13 % vers les États-Unis en 2023. En réponse, la Chine a initié des mesures politiques fortes à la fin de 2024, en se concentrant sur la restructuration industrielle et le soutien fiscal.

Les optimistes, comme **Francis Tan**, voient ces efforts comme stabilisateurs, avec des implications positives pour les marchés émergents et l'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN). Le déplacement des chaînes d'approvisionnement, provoqué par les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, profite à l'ASEAN, qui connaît également une croissance démographique robuste, une augmentation des investissements directs étrangers (IDE) et des réformes favorables au marché. Les économies dynamiques de l'ASEAN sont prêtes à continuer de stimuler la croissance mondiale.

Nous restons positifs sur une sélection d'actions des marchés émergents, en particulier en Asie où le potentiel de croissance est soutenu par un cycle d'assouplissement monétaire en cours et la perspective d'un stimulus chinois qui pourrait agir comme un catalyseur régional.

PORTFEUILLES MULTI-ACTIFS : LE MEILLEUR DES DEUX MONDES

Ces portefeuilles sont équilibrés, diversifiés et gérés avec conviction

Les investisseurs sont souvent perplexes quant à la manière d'exprimer leurs convictions dans les portefeuilles d'actions ou d'obligations. **Grégory Steiner** et **Adrien Roure** expliquent pourquoi ils pensent qu'une approche multi-actifs offre le meilleur des deux mondes. L'objectif de cette approche est la croissance du capital en investissant dans un large éventail d'instruments financiers et en s'appuyant sur la prime de risque inhérente à toutes les classes d'actifs. Ce faisant, ces portefeuilles sont construits pour offrir plusieurs caractéristiques attrayantes qui permettent aux investisseurs de voir au-delà de la volatilité des marchés financiers. Ils sont équilibrés et conçus pour optimiser les rendements par rapport au risque pris. Ils sont hautement diversifiés tant géographiquement que par secteur, et incluent des devises étrangères et des matières premières, comme l'or. Enfin, ils sont gérés activement et, chez Indosuez Wealth Management, reflètent les convictions fondamentales exprimées dans la stratégie d'investissement résumée ci-dessus.



03 | Macroéconomie



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

L'année 2024 a été cruciale pour la démocratie, avec des élections clés entraînant des conséquences importantes et durables. En 2025, l'incertitude électorale cédera la place à l'incertitude quant aux politiques économiques qui seront mises en place sous Donald Trump, créant potentiellement des répercussions à travers le monde. La demande intérieure sera la principale source de croissance en Europe et en Chine, alors que la réorganisation de la mondialisation continue et met en lumière le risque de dépendance au commerce extérieur. Bien que les tarifs douaniers posent un risque pour les attentes en matière d'inflation, les banques centrales devraient continuer à réduire les taux d'intérêt en 2025.



Vers un scénario
« D'AT-
TERRISSAGE EN
DOUCEUR »
pour les États-Unis

UN VIRAGE UNANIME

Lors des élections présidentielles de 2024, ce n'était finalement pas un basculement d'un État ou d'un secteur pour Donald Trump, mais un basculement national vers la droite, donnant à Donald Trump un mandat clair pour l'économie américaine et l'« américanisation ». L'impact sur la croissance dépendra de la mesure dans laquelle Donald Trump tiendra ses promesses électorales intenses. Les États-Unis sont sur la voie d'un scénario « d'atterrissage en douceur », où la croissance devrait se normaliser autour de 2 % d'ici 2025, légèrement au-dessus de la croissance potentielle à long terme (estimée à 1,8 %). La consommation se modère en parallèle à l'évolution des salaires dans un marché du travail moins tendu, avec un retour au taux de chômage de 4 % observé en 2019.

L'extension probable des précédentes réductions d'impôts de Donald Trump (TCJA, loi sur les réductions d'impôts et l'emploi) fin 2025 est prise en compte dans notre scénario et devrait aider à maintenir le rythme de la croissance. La mise en œuvre d'un tarif douanier de 60 % sur les produits chinois semble également probable, justifiée par les subventions de production jugées déloyales. Ces deux mesures largement acceptées pourraient atténuer la baisse actuelle de l'inflation des biens. Une remontée temporaire de l'inflation inciterait la Réserve fédérale (Fed) à faire preuve de prudence. Cela ne devrait cependant pas empêcher la Fed de maintenir une politique moins restrictive, même si le taux d'intérêt naturel est sans doute plus élevé (voir l'article « R-star : une histoire macroéconomique à long terme écrite dans les étoiles ? » à la page 22).

La Fed a clairement indiqué dans un document du FOMC (Comité fédéral des marchés ouverts) de 2018, à la suite des premières restrictions commerciales de Donald Trump, qu'elle pourrait choisir de « faire abstraction » de ce genre de choc. Autrement dit, la réponse monétaire consisterait à ignorer une hausse temporaire de l'inflation et à abaisser le taux directeur. Cette approche serait appropriée en réponse aux augmentations tarifaires, à condition que les anticipations d'inflation restent fermement ancrées et n'affectent pas les salaires. Ces derniers seront donc à surveiller. Enfin, certaines propositions de Trump n'ont pas été prises en compte dans notre scénario en raison de l'incertitude entourant leur mise en œuvre, notamment la baisse du taux d'imposition des sociétés à 15 %, ce qui représente un risque à la hausse pour notre scénario. Inversement, l'instauration d'un tarif universel proposé de 10 % et les mesures visant à réduire drastiquement l'immigration auraient des effets stagflationnistes.

UN FREIN À L'ENDETTEMENT OU UNE RUPTURE FISCALE ?

La croissance du PIB devrait s'améliorer à mesure que le pouvoir d'achat augmente et que les investissements bénéficient de la baisse des taux d'intérêt. Toutefois, la divergence de croissance dans la zone euro persistera en 2025. L'Allemagne reste la principale incertitude dans notre scénario 2025. Le pays dispose d'un niveau d'épargne des ménages important (à 20 % des revenus au deuxième trimestre), qui pourraient se débloquer avec la baisse des taux, mais les incertitudes politiques continuent d'affaiblir la confiance des entreprises. La rupture soudaine de la coalition au pouvoir en Allemagne relancera le débat sur le frein à l'endettement inscrit dans la constitution et sur la nécessité de stimuler les investissements.



La formation d'un nouveau gouvernement prendra du temps, mais cette nouvelle source d'investissements pourrait offrir une lueur d'espoir pour une Europe en difficulté. Malheureusement, les bonnes nouvelles s'arrêtent là : l'Allemagne continue de se retrouver sur la défensive dans la compétition fiscale avec les États-Unis (l'Allemagne a le sixième taux d'imposition sur les sociétés le plus élevé de l'OCDE, à 29,9 %) et la concurrence par les prix avec la Chine. En France, où le ratio dette publique/PIB atteindra 115 % en 2025, les efforts pour maîtriser les dépenses sont conséquents, avec un ajustement structurel (hors impact du cycle économique et des paiements d'intérêts) de plus de 1 % du PIB prévu dans le projet de budget. Au cours des 20 dernières années, il n'y a eu qu'un seul cas de resserrement budgétaire de plus d'un point de pourcentage du PIB enregistré en France (et c'était pendant la crise de la dette souveraine européenne). Pour l'Espagne et l'Italie, le resserrement budgétaire intérieur sera au moins partiellement compensé par les dépenses du plan de relance pour l'Europe, qui devraient augmenter l'année prochaine avant la date limite de 2026 (seuls 40 % des 650 milliards d'euros alloués aux pays ont été déboursés).

réforme. Au Mexique, la continuité du leadership avec la présidente Claudia Sheinbaum pourrait permettre une certaine cohérence politique. Cependant, son administration fait face à des défis, notamment la gestion d'un déficit élevé et la renégociation imminente de l'accord commercial Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) en 2026, ce qui limitera sa flexibilité politique, notamment avec la Chine.

L'Asie émergente continuera d'être le principal moteur de la croissance du PIB en 2025, même si la Chine devrait connaître une croissance modérée et que la croissance indienne reviendra à des niveaux pré-pandémie. La Chine devrait consacrer davantage de ses ressources au développement de la demande intérieure et régionale. La transformation de la mondialisation se poursuit et ses fractures s'intensifient (graphique 1, page 13). Les marchés émergents sont vulnérables aux tarifs douaniers sur la Chine. Cependant, des pays comme le Vietnam, l'Inde et la Corée du Sud pourraient bénéficier des tarifs douaniers potentiels sur la Chine, comme cela est déjà le cas actuellement. Ainsi, en termes de croissance on s'attend à ce que l'Asie pèse plus lourd que l'Amérique latine, même si la vigueur de la croissance du PIB au Brésil se distingue par rapport au Mexique.

LES RISQUES EXPONENTIELS DE GUERRE COMMERCIALE

Avec le retour de Donald Trump au pouvoir, l'incertitude concernant les politiques économiques à venir s'est accrue. Le principal risque souligné par le Fonds Monétaire International (FMI) est qu'une augmentation universelle des tarifs douaniers entraîne plus d'inflation, avec seulement de petits effets sur la balance commerciale. Des tarifs douaniers plus élevés aux États-Unis entraîneront une réduction de la demande américaine de biens produits dans la zone euro ou en Chine, réduisant ainsi l'inflation dans ces régions. Toutefois, ils entraîneront également une appréciation du dollar américain, rendant les importations plus coûteuses pour les consommateurs mondiaux.



La
CROISSANCE
de la zone euro
EN DESSOUS
DE 1 %
en 2025

Avec les deux principaux moteurs économiques tournant au ralenti en 2025, la zone euro devrait croître de moins de 1 % en 2025 (tableau 1). La Banque centrale européenne (BCE) devra réduire les taux de manière plus agressive si la croissance du PIB européen faiblit significativement. Néanmoins, cela s'annonce compliqué car des craintes d'inflation pourraient resurgir dans un contexte de dépréciation significative de l'euro et de représailles tarifaires.

MARCHÉS ÉMERGENTS

Pour les marchés émergents, les résultats des élections ont été mitigés en termes de stabilité. L'Inde a vu la chute de ses gouvernements majoritaires ; ce qui pourrait rendre plus difficile l'avancement de ses ambitieux programmes de

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2024-2026, %

	PIB			INFLATION		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
États-Unis	2,7	2,1	2,0	2,9	2,2	2,2
Zone euro	0,7	0,8	1,2	2,3	1,7	2,0
Chine	4,8	4,7	4,5	0,7	1,8	1,5
Japon	0,3	1,1	0,8	2,2	2,0	2,0
Monde	3,1	2,9	2,7	-	-	-

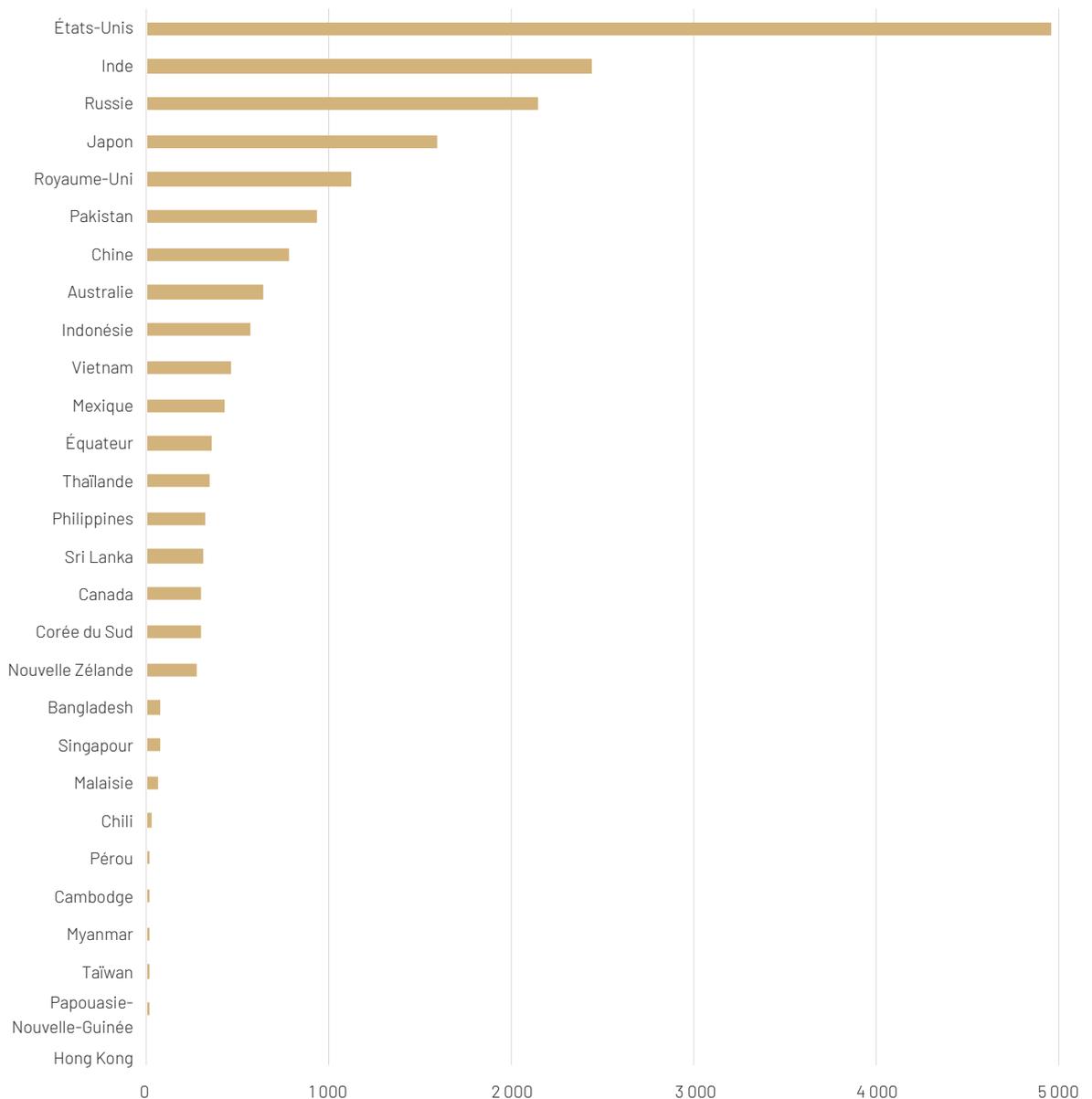
Source : Indosuez Wealth Management.



De plus, des tarifs de rétorsion devraient entrer en vigueur d'ici 2026 ; ce qui augmentera encore les prix à la consommation. Sous Donald Trump, une inflation plus élevée, des taux d'intérêt plus élevés et un dollar plus fort, pourraient également avoir un impact négatif sur les devises des marchés émergents. Si ces tendances se prolongent ou deviennent excessives, les banques centrales des marchés émergents pourraient être contraintes de stabiliser leurs devises par moins de baisses de taux d'intérêt.

Enfin, le conflit en Ukraine et au Moyen-Orient devrait se prolonger l'année prochaine. Cependant, l'impact sur les prix mondiaux du pétrole (souvent bouc émissaire de la géopolitique) pourrait être atténué par les changements structurels de la demande énergétique, notamment l'adoption des véhicules électriques qui réduit la consommation de pétrole et le nouveau dynamisme de production des États-Unis, désormais premier producteur mondial de pétrole.

GRAPHIQUE 1 : NOMBRE DE DROITS DE DOUANE DOMMAGEABLES³



Sources : Sustainable Trade Index(2022), Indosuez Wealth Management.

3 - Selon Global Trade Alert, un droit de douane dommageable est une taxe sur les biens importés qui discrimine les intérêts commerciaux étrangers.



04 | Allocation d'actifs



Grégory STEINER, CFA
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

L'année 2025 s'annonce comme une année exigeante, où la capacité d'adaptation sera clé pour capter les rotations sectorielles, gérer une volatilité accrue et naviguer dans des environnements politiques et monétaires fragmentés. La réussite reposera sur une gestion de conviction, tout en conservant une approche sélective sur les actions américaines et émergentes, les actifs à rendement de qualité, et en complément, des actifs de diversification.



2025 :
les investisseurs
devront être
**AGILES ET
FLEXIBLES**

2024 : UNE ANNÉE DE TRANSITION ET DE RÉSILIENCE ÉCONOMIQUE

L'année 2024 s'est révélée être une étape clé dans le cycle économique mondial, marquée par une normalisation progressive des dynamiques économiques et monétaires. Alors que les économistes prévoient une croissance mondiale uniformément fragile, les économies développées ont pris des trajectoires divergentes. Aux États-Unis, la solidité économique a défié les prévisions, portée par la vigueur du consommateur américain. Cette dynamique a contribué à une désinflation plus lente que prévu, aboutissant à des baisses de taux plus tardives et modérées par rapport aux autres économies avancées.

Le contraste est frappant en Europe. Après un léger rebond en début d'année, la zone euro a finalement affiché une croissance modeste et hétérogène. Les économies du Sud ont profité des plans de relance européens et d'une reprise du tourisme, tandis que les pays du Nord, notamment l'Allemagne, ont été freinés par leur dépendance au secteur manufacturier et à leurs liens commerciaux avec la Chine.

Dans les pays émergents, les situations ont été variées mais globalement la relocalisation industrielle et les débuts d'un cycle d'assouplissement monétaire ont dynamisé la croissance, surtout en Asie. La Chine reste une exception notable : le pays a continué de faire face aux répercussions de la crise immobilière et à des défis structurels. La mise en place de nouveaux plans de relance d'envergure en fin d'année 2024 pourrait néanmoins donner un élan à l'économie chinoise pour les prochains trimestres.

2025 : UNE ANNÉE VOLATILE INFLUENCÉE PAR LES DONNÉES ÉCONOMIQUES ?

Le message clé pour 2025 nous semble clair : face à des épisodes de volatilité qui risquent de se multiplier et s'intensifier, l'investisseur devra faire preuve d'agilité et de flexibilité. Plusieurs facteurs contribuent selon nous à cette perspective :

- **Incertitude sur la trajectoire de l'économie américaine** : alors que le consensus s'est rapidement ajusté pour prévoir une économie américaine solide en 2024, les perspectives pour 2025 restent divisées. Si nous privilégions un scénario d'atterrissage en douceur, les ajustements fréquents de narratifs entre croissance soutenue et ralentissement pourraient accroître la nervosité des investisseurs et entraîner des rotations sectorielles significatives.
- **Des politiques monétaires asynchrones** : la solidité de l'économie américaine relativement à la zone euro nous conduit à anticiper des baisses de taux plus modérées outre-Atlantique. Cette divergence devrait se traduire par des écarts importants de performances entre zones géographiques. Néanmoins, le cycle d'assouplissement monétaire en cours, crée selon nous des conditions favorables pour le rattrapage de certains segments à l'image du secteur immobilier listé européen ou des petites et moyennes valeurs américaines.
- **Incidences politiques et protectionnisme** : les premières implications concrètes des élections de 2024 devraient émerger en particulier aux États-Unis, où la réévaluation des priorités économiques pourrait avantager les valeurs domestiques. En Europe, la consolidation budgétaire pourrait limiter la croissance et complexifier l'environnement pour les actifs de la région.



Les pays émergents, quant à eux, devront continuer d'adapter leurs stratégies, notamment grâce à de nouvelles alliances commerciales, tandis que l'attention sera particulièrement portée sur la Chine et ses efforts de relance budgétaire.

- **Facteurs géopolitiques** : l'omniprésence de tensions géopolitiques rend l'environnement de marché plus incertain avec une intensification possible de pics de volatilité. Néanmoins, le contexte géopolitique et le renforcement du protectionnisme pourraient offrir des opportunités tactiques sur les marchés mais également bénéficier à plus long terme à certains segments spécifiques comme les valeurs liées à la défense ou les semi-conducteurs.

Les actions américaines demeurent notre priorité, non seulement en raison de perspectives économiques plus robustes mais aussi de la meilleure capacité des entreprises à délivrer les anticipations de croissance de résultats. Alors que la forte demande pour l'intelligence artificielle (IA) a stimulé dans un premier temps les valeurs technologiques, nous pensons que sa diffusion au sein de l'économie devrait permettre une extension de la performance des indices boursiers, notamment grâce au rattrapage de certains segments oubliés de la cote. Toutefois, les valorisations actuelles limitent le potentiel d'expansion des multiples à court terme.

À l'inverse, malgré des valorisations attractives en zone euro, nous restons prudents face à une dynamique économique moins favorable, des perspectives de consolidation budgétaire et un protectionnisme mondial croissant qui pourrait affecter la région. Le Royaume-Uni pourrait cependant représenter une zone de surperformance, bénéficiant d'un nouvel élan politique, d'une attitude américaine plus conciliante et d'un rapprochement possible avec l'Union européenne (UE).

Enfin, nous restons positifs sur une sélection d'actions de pays émergents, notamment asiatiques, où le potentiel de croissance est soutenu par un cycle d'assouplissement monétaire en cours et la perspective d'une relance chinoise qui pourrait agir comme un catalyseur régional.



2025 :

choisir les

**BONS
SECTEURS ET
LES BONNES
ENTREPRISES**

sera primordial

MARCHÉS D' ACTIONS : VERS UN MARCHÉ DE CONVCTIONS ?

En 2024, le cadre macroéconomique a permis une hausse marquée et directionnelle des marchés actions avec des performances concentrées sur certains segments, en premier lieu le secteur technologique américain. En 2025, nous anticipons un basculement vers un environnement où la capacité à sélectionner les bonnes entreprises sera primordiale. Bien que nous restions constructifs sur les actifs risqués, les défis de l'année à venir incitent à une posture flexible et opportuniste.



Le marché
OBLIGATAIRE
pourrait
retrouver de
L'INTÉRÊT
EN 2025

UN MARCHÉ OBLIGATAIRE QUI RETROUVE DE L'INTÉRÊT DE DIVERSIFICATION AUX CÔTÉS DES ACTIONS

Si nous anticipons une poursuite de performances positives sur les marchés actions, le marché obligataire, affecté par un réajustement de la croissance mondiale à la hausse en 2024, pourrait retrouver de l'intérêt en 2025.

D'une part la corrélation entre actions et obligations devrait se normaliser, redonnant aux obligations leur rôle de couverture dans les portefeuilles. D'autre part, le cycle d'assouplissement monétaire est enclenché ; ce qui profite avant tout aux obligations de maturités courtes à intermédiaires. A contrario, les obligations longues restent vulnérables aux inquiétudes liées aux primes de terme et à la soutenabilité de la dette publique.

Géographiquement, les obligations européennes, bien qu'offrant des rendements plus faibles, pourraient profiter de baisses de taux plus prononcées, offrant un potentiel d'appréciation du capital supplémentaire relativement aux emprunts d'État américains. Au sein du crédit, nous réitérons notre focus sur les dettes d'entreprise de qualité et les meilleurs segments du haut rendement, qui permettent de profiter d'un niveau de rendement attractif et correctement rémunéré vis-à-vis du risque embarqué.

POUR ALLER PLUS LOIN : QUELQUES OPPORTUNITÉS DE DIVERSIFICATION

Certaines classes d'actifs devraient également jouer un rôle clé dans la diversification des portefeuilles :

- **Obligations américaines indexées à l'inflation** : dans un scénario où l'économie américaine éviterait un ralentissement (*no landing*), les taux réels inclus dans les obligations indexées sur l'inflation américaine procurent un véritable portage.
- **Dettes émergentes en devises locales** : au-delà de bénéficier d'un rendement attractif, cette classe d'actifs reste pertinente pour bénéficier d'un environnement monétaire plus favorable.
- **Or et dollar américain** : l'or demeure un actif de diversification stratégique, dont le prix reste soutenu par la demande croissante des banques centrales des pays émergents. Par ailleurs, le dollar conserve son rôle de couverture contre des scénarios alternatifs et les risques de remontée de la volatilité.



05 | Focus



L'IA COMME NOUVEAU MOTEUR DE CROISSANCE DE LA PRODUCTIVITÉ ?



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability

Les révolutions technologiques ont redéfini l'économie mondiale les unes après les autres. Aujourd'hui, l'intelligence artificielle (IA) est à l'origine de la dernière transformation. Cet article explore l'impact économique potentiel de l'IA, ses effets sur divers secteurs et les défis liés à la mesure de son influence réelle.



La puissance des

**PUCES
DOUBLE**

tous les deux ans

Au cours des 200 dernières années, l'économie mondiale a connu de nombreuses révolutions technologiques. Celles-ci incluent l'avènement de l'électricité et le développement des chemins de fer au XIXe siècle, l'expansion du téléphone au début du XXe siècle, la montée des ordinateurs personnels dans les années 1970, et l'émergence d'Internet à la fin des années 1990.

La décennie actuelle ne fait pas exception, car elle est marquée par une nouvelle révolution technologique : l'IA, et en particulier l'IA générative. L'IA générative est une branche de l'IA capable de créer de nouveaux contenus, tels que des textes, des images, de la musique ou des environnements virtuels entiers, en apprenant des modèles et des structures à partir de données existantes. En utilisant des techniques comme les réseaux neuronaux et l'apprentissage profond, les modèles d'IA générative peuvent produire des résultats hautement réalistes et innovants qui imitent la créativité humaine. Nous discutons donc de l'impact potentiel que l'IA pourrait avoir sur l'économie mondiale et de la manière dont elle pourrait affecter les sociétés dans différents secteurs.

POURQUOI EST-IL DIFFICILE DE MESURER L'IMPACT DE L'IA ?

Commençons par une mise en garde, en nous inspirant du paradoxe de Solow et de la loi de Moore. Tout d'abord, Robert Solow, économiste américain et lauréat du prix Nobel, a un jour remarqué : « Vous pouvez voir l'ère de l'informatique partout, sauf dans les statistiques de productivité ». Cela souligne le fait que l'expansion rapide des ordinateurs personnels dans les années 1970 et 1980 n'a pas réussi à augmenter significativement la productivité pendant cette période. Cette observation s'applique probablement à l'avènement d'autres technologies, telles qu'Internet ou la 5G. Souvent, l'enthousiasme initial entourant les nouvelles technologies s'estompe lorsque leurs applications pratiques se révèlent plus limitées que prévu.

L'IA pourrait-elle être différente ? Oui. L'ingénieur Gordon Moore a prédit en 1965 que le nombre de transistors sur un microprocesseur doublerait environ tous les deux ans. Près de 60 ans plus tard, cette prédiction se vérifie, comme le montre le graphique 2, page 20. Alors que les semi-conducteurs ont vu leur puissance augmenter de manière exponentielle, nos cerveaux sont câblés pour penser de manière linéaire. Cela rend difficile pour nous de comprendre la future augmentation potentielle de la puissance de calcul et ses implications pour l'IA. En essence, les avancées réelles en matière d'IA pourraient largement dépasser nos attentes actuelles.

L'IMPACT DE L'IA SUR LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

De nombreuses études ont évalué l'impact de l'IA sur la croissance économique mondiale. Elle pourrait avoir un impact transformateur à la fois sur la croissance économique et sur le marché du travail. D'une part, les technologies de l'IA promettent de stimuler la productivité, de rationaliser les opérations et de favoriser l'innovation dans divers secteurs. Cette efficacité accrue peut conduire à une croissance économique substantielle, car les entreprises peuvent produire plus avec moins, réduire les coûts et créer de nouveaux produits et services. Une étude de Goldman Sachs prédit que l'adoption de l'IA générative pourrait augmenter le produit intérieur brut (PIB) mondial de près de 7 000 milliards de dollars, soit 7 % sur une décennie. Parallèlement, un rapport de McKinsey Global Institute indique une possible augmentation du PIB comprise entre 17 000 et 25 000 milliards de dollars, représentant une hausse annuelle de 1,5 à 2,4 % au cours des 10 prochaines années.

Ces projections mettent en lumière le potentiel économique considérable de l'IA, soulignant son rôle crucial dans la transformation des économies et des marchés du travail à travers le monde.



L'IA pourrait augmenter le PIB MONDIAL DE 2 % ou plus

Cependant, Daron Acemoglu, lauréat du prix Nobel d'économie 2024 et professeur au Massachusetts Institute of Technology (MIT), soutient dans un article récent que, bien que l'IA conduise à des économies de coûts et à des améliorations de la productivité, il n'y a aucune preuve de l'effet révolutionnaire de l'IA sur l'économie qui pourrait justifier des impacts significatifs sur la croissance du PIB⁴. Au lieu de cela, il se concentre sur la capacité de l'IA à améliorer la productivité et à réduire les coûts dans diverses tâches, ainsi que sur son impact sur les salaires et les inégalités. Les gains de productivité générés par l'IA peuvent provenir de :

- **L'automatisation** : les modèles d'IA pourraient prendre en charge certaines tâches ou en réduire les coûts.
- **La complémentarité des tâches** : les travailleurs pourraient utiliser l'IA pour accéder à de meilleures informations ou à des intrants complémentaires, augmentant ainsi leur productivité.
- **L'approfondissement de l'automatisation** : les tâches déjà automatisées pourraient être encore améliorées par l'IA générative.
- **La création de nouvelles tâches** : l'IA pourrait créer de nouvelles tâches qui augmentent la productivité globale.

Daron Acemoglu estime que l'IA pourrait augmenter la productivité totale des facteurs – mesurée comme le ratio du PIB aux intrants totaux – de 0,7 % sur une décennie, ce qui se traduit par une augmentation annuelle modeste de 0,07 %. En fonction de l'ampleur des investissements dans l'IA, il pense que l'impact global sur la croissance du PIB pourrait varier de 0,9 % à 1,8 % sur 10 ans. Bien que les estimations d'Acemoglu soient plus conservatrices par rapport à d'autres études, elles sont loin d'être insignifiantes.

Une augmentation supplémentaire de 15 à 20 points de base dans la croissance du PIB est encore notable, surtout lorsque les économistes prévoient que la croissance mondiale du PIB se situera autour de 2,7 % à 2,8 % par an.

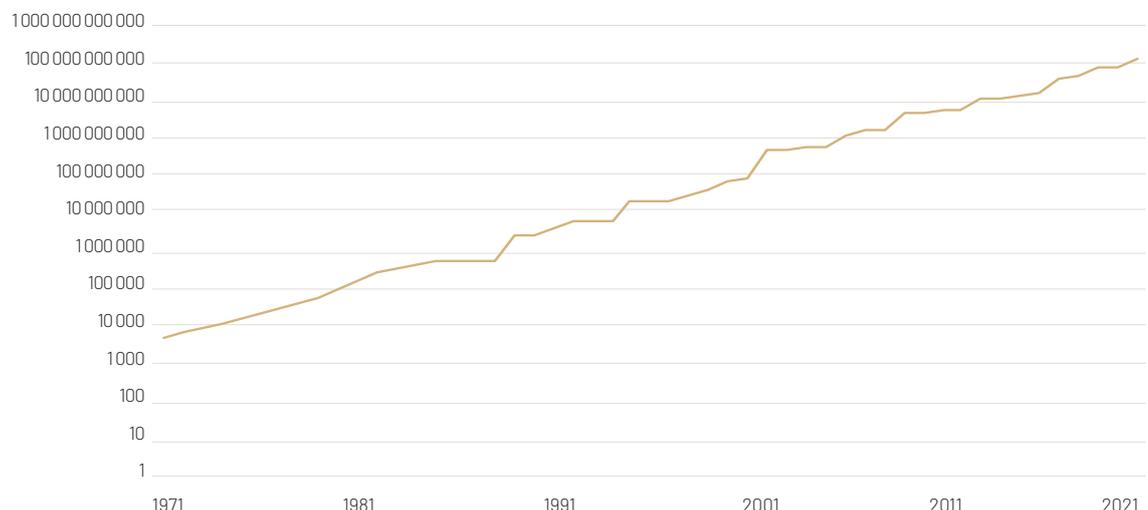
QUELLES ENTREPRISES SONT LES PLUS SUSCEPTIBLES DE BÉNÉFICIER DE L'IA ?

Pas d'endroit pour se cacher aux États-Unis

L'IA générative a fait des progrès significatifs au cours des dernières décennies, mais elle a véritablement attiré l'attention du public en 2022 avec le lancement public de ChatGPT. Comme illustré dans le graphique 3 (page 21), de nombreuses entreprises surfent sur cette vague ; les mentions de l'IA lors des annonces de résultats des entreprises américaines ont explosé, passant de moins de 500 avant le lancement de ChatGPT à plus de 3 000 aujourd'hui. En revanche, les entreprises européennes et asiatiques semblent être en retard dans l'adoption de l'IA, avec des références à l'IA fluctuant entre 500 et 900 chaque trimestre.

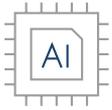
La disparité entre les États-Unis et l'Europe peut s'expliquer par des différences sectorielles, les États-Unis abritant de nombreuses entreprises technologiques à la pointe du développement de l'IA. Cela suggère toutefois que l'impact de l'IA est susceptible d'être plus prononcé pour les entreprises américaines par rapport à leurs homologues européennes. La domination des États-Unis dans le domaine de l'IA est encore prouvée par le nombre significativement plus faible de références à l'IA faites par les entreprises asiatiques lors de leurs annonces de résultats, malgré la présence de nombreux spécialistes de l'IA en Chine, en Corée du Sud et à Taïwan.

GRAPHIQUE 2 : NOMBRE DE TRANSISTORS PAR MICROPROCESSEUR, ÉCHELLE LOGARITHMIQUE



Sources : Our World in Data, Indosuez Wealth Management.

4 - Voir Daron Acemoglu, "The Simple Macroeconomics of AI", 2024, *Economic Policy*.



10 MILLIARDS DE DOLLARS :

le coût de l'IA pourrait-il devenir trop prohibitif ?

Production versus l'automatisation et complémentarité des tâches

Les entreprises peuvent bénéficier de l'IA soit par la production et son écosystème entier, soit par l'automatisation des tâches. En effet, les entreprises technologiques, allant des fabricants de semi-conducteurs aux entreprises de matériel et de logiciels, sont bien placées pour profiter de l'augmentation de l'adoption de l'IA. Cependant, les services publics pourraient devenir les prochains grands bénéficiaires. Les modèles d'IA nécessitent des quantités énormes de données pour l'entraînement, des puces de plus en plus efficaces et puissantes, et donc une demande croissante en électricité. Il n'est pas surprenant que des entreprises énergétiques comme Vistra, une entreprise d'électricité au Texas, aient vu le prix de leurs actions grimper en 2024. De même, Sam Altman, fondateur d'OpenAI, est devenu président d'Oklo, une entreprise californienne spécialisée dans les petits réacteurs nucléaires, soulignant l'intersection critique des secteurs de l'IA et de l'énergie.

L'automatisation et la complémentarité des tâches auront un impact sur plusieurs secteurs, les industries de services étant probablement les plus perturbées. Ces secteurs emploient des travailleurs hautement qualifiés dans des occupations nécessitant des compétences cognitives, les rendant plus susceptibles à l'intégration de l'IA. Par exemple, dans le secteur des médias, l'IA peut améliorer la création de contenu, tandis que dans le secteur financier, l'IA peut être utilisée pour améliorer la gestion des risques, détecter les fraudes et offrir des conseils financiers personnalisés.

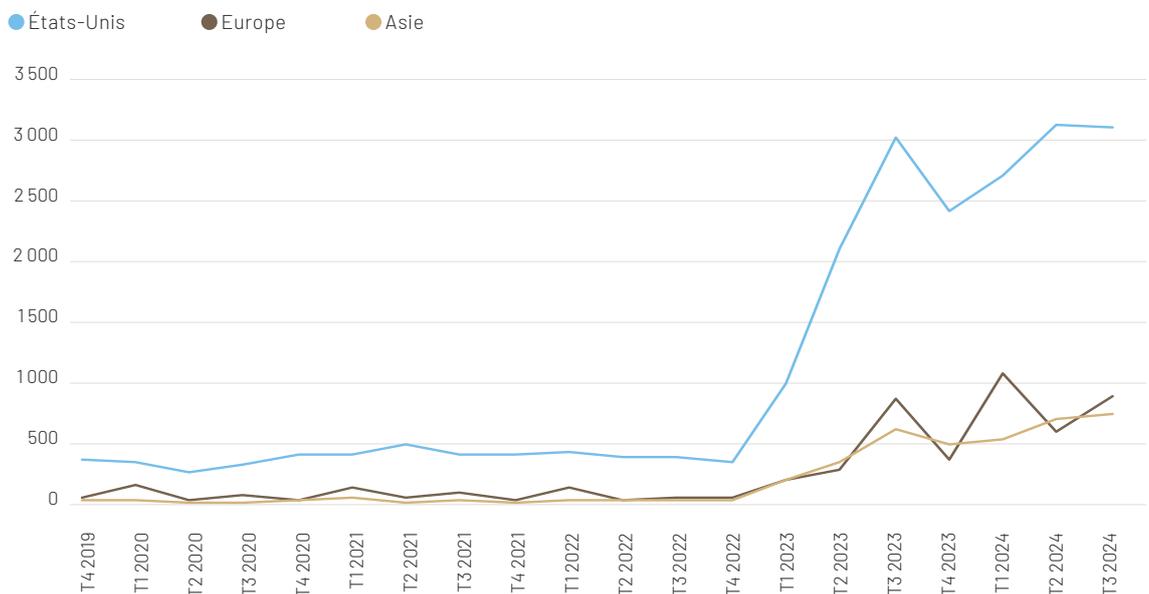
Améliorer la productivité ne devrait pas se faire à n'importe quel prix. Entraîner un modèle d'IA générative coûte actuellement environ 10 milliards de dollars américains et selon Dario Amodei, PDG de la société d'IA Anthropic et ancien vice-président de la recherche chez OpenAI, ce coût pourrait augmenter de façon exponentielle jusqu'à dix fois ou même mille fois plus. Cette augmentation des coûts pose un risque : le développement de futurs modèles d'IA pourrait devenir prohibitivement cher et créer un obstacle significatif à l'entrée pour les nouvelles startups.

L'essor des robots, la prochaine frontière ?

Enfin, au-delà de l'IA générative, qui peut améliorer la productivité (et éventuellement remplacer) des emplois hautement qualifiés, la prochaine grande tendance pourrait être le développement de robots capables d'effectuer des tâches peu qualifiées, comme la collecte des ordures ou l'extraction minière, par exemple. Il est probablement trop tôt pour prédire l'impact économique des robots hautement qualifiés, car leur commercialisation n'est pas prévue avant quelques années.

L'IA a été au centre de l'attention des investisseurs au cours des deux dernières années, entraînant des changements structurels dans notre manière de travailler et d'interagir, et impactant l'économie mondiale ainsi que le paysage des investissements. Cependant, il peut y avoir un décalage entre la vitesse à laquelle l'IA peut se développer et le rythme auquel elle est adoptée. Bien que la syntaxe de cet article ait été améliorée grâce à l'IA générative, retrouvons-nous dans un an pour voir si notre Global Outlook 2026 est entièrement rédigée par des IA et des robots !

GRAPHIQUE 3 : NOMBRE DE MENTIONS DE L'IA LORS DES APPELS DE RÉSULTATS DES ENTREPRISES AMÉRICAINES ET EUROPÉENNES



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



R-STAR : UNE HISTOIRE MACROÉCONOMIQUE À LONG TERME ÉCRITE DANS LES ÉTOILES ?



Hans BEVERS
Chief Economist
Degroof Petercam

Tout comme les astronomes étudient la lumière des étoiles pour comprendre l'histoire de l'univers, les économistes examinent le concept de R-star pour découvrir les forces qui ont façonné son évolution passée. De plus, cela fournit un cadre pour discuter des niveaux d'intérêt d'un point de vue structurel. Dans un monde en transformation rapide, pouvons-nous dire quelque chose de significatif sur la trajectoire future du R-star ? Ou bien est-ce un espoir vain et dont il ne reste que de la poussière d'étoiles ?

LE R-STAR : CONCEPT ET PERTINENCE

Le R-star, ou le taux d'intérêt naturel, est un concept macroéconomique clé. Indépendamment des actions des banques centrales, il représente le taux d'intérêt réel lorsque l'économie fonctionne à plein potentiel, avec une inflation stable (autour de 2 %) et une situation de plein emploi. Essentiellement, le R-star est le taux d'intérêt d'équilibre qui ne stimule ni ne freine l'activité économique.

Les banques centrales utilisent le R-star pour fixer les taux d'intérêt. Comparer le taux de politique réel actuel au R-star aide à déterminer si la politique monétaire est expansionniste ou restrictive. Plus précisément, si le taux actuel est inférieur au R-star, cela suggère une politique expansionniste ; si supérieur, comme c'était le cas dans la plupart des pays en 2023 et 2024, une politique restrictive. En tant que tel, il guide l'ajustement opportun des politiques pour maintenir la stabilité économique.

Pour les investisseurs, le R-star peut aider à prendre des décisions éclairées afin de maximiser les rendements. Par exemple, dans un environnement de taux d'intérêt bas, les investisseurs pourraient décider de diversifier leurs fonds dans des instruments financiers offrant potentiellement des rendements ajustés au risque plus élevés. Le R-star peut également aider les investisseurs à évaluer les risques potentiels au sein de leurs portefeuilles d'investissement. Les portefeuilles avec des obligations de courte durée, par exemple, sont moins sensibles à un environnement de hausse structurelle des taux d'intérêt.

Le concept du R-star a été introduit pour la première fois par l'économiste suédois Knut Wicksell à la fin du XIXe siècle, influençant les travaux de John Maynard Keynes dans les années 1930. Les deux économistes comprenaient que le taux d'intérêt naturel est fondamentalement déterminé par l'équilibre entre l'épargne et les investissements.

Lorsque le désir d'épargne dépasse la demande d'investissement, le taux naturel tend à baisser. À l'inverse, lorsque la demande d'investissement est élevée par rapport à l'épargne souhaitée, le taux naturel augmente.

REGARD SUR LE R-STAR : LES FORCES DU PASSÉ

Même si le R-star est très difficile à mesurer avec précision, les économistes s'accordent largement à dire que le R-star a considérablement diminué au cours des quatre décennies précédant la pandémie. Selon les estimations de la Réserve fédérale (Fed) de New York, les taux d'intérêt réels d'équilibre dans les économies avancées étaient en moyenne d'environ 3 % de la fin des années 1970 jusqu'au début des années 1990, avant de tomber en dessous de 1 % dans les années 2010. Il convient toutefois de noter que ce chiffre masque des différences significatives entre les régions. Le R-star a baissé dans toutes les économies avancées, mais l'évolution a été plus prononcée en Europe. Alors que le R-star aux États-Unis est passé de 2,5 % au milieu des années 1990 à environ 1 % à la veille de la pandémie, dans la zone euro, il est tombé d'environ 2,5 % à seulement 0 %.

Sur une très longue période, le R-star est sans doute mieux expliqué par la croissance potentielle. Une croissance économique plus lente implique un rendement attendu plus faible sur les investissements et conduit donc à une demande d'investissement plus faible. En même temps, parce qu'une perspective de croissance plus douce affaiblit les revenus attendus, elle pousse les ménages (prévoyants) à consommer moins et à épargner davantage. Cependant, sur des horizons à moyen terme, la croissance potentielle n'est pas le seul moteur. Le graphique 4 (page 23) illustre que la baisse du R-star dans les années 2010 a été plus prononcée que celle de la croissance potentielle du PIB.



LE R-STAR
est tombé en
dessous de
1 %
DANS LES
ANNÉES 2010



En effet, alors que les ménages et les entreprises s'efforçaient de réparer leurs bilans après la crise financière mondiale, reflétant un désir plus fort d'épargne par rapport à l'investissement, une pression supplémentaire à la baisse a été exercée sur le R-star.

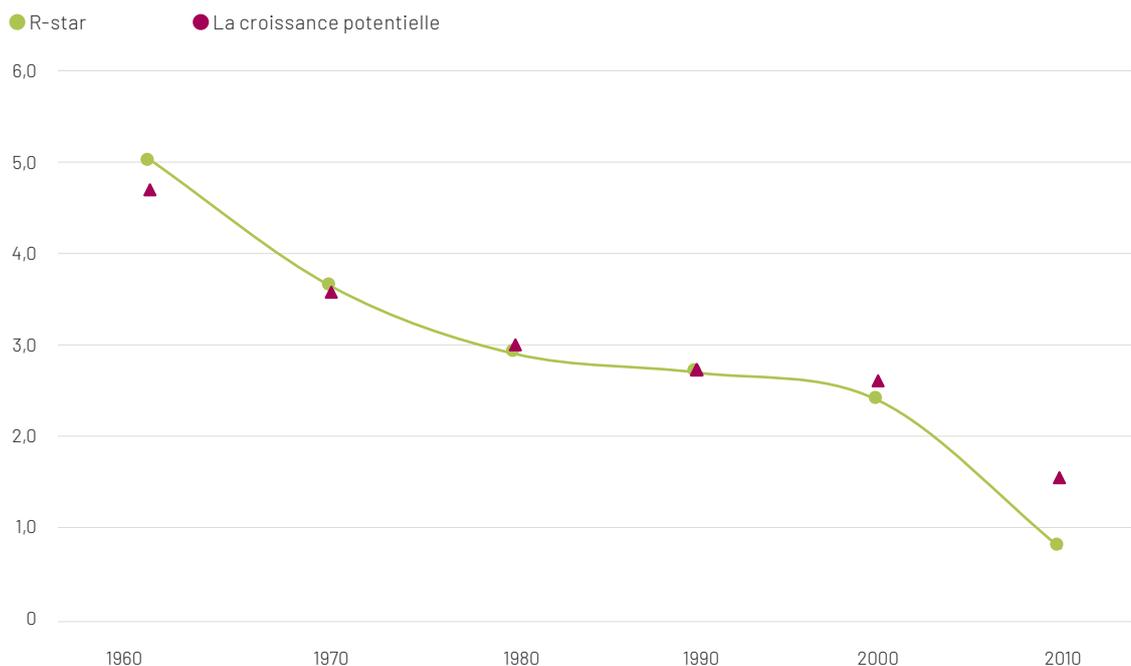
En considérant la perspective à long terme plus en détail, les études économiques reconnaissent l'importance primordiale des changements démographiques (malgré l'incertitude quant à leur contribution précise). Le vieillissement de la population dans les économies avancées a conduit à une augmentation de l'épargne alors que les travailleurs se préparaient à la retraite. Et avec moins de nouveaux travailleurs entrant sur le marché du travail et un ralentissement de la croissance démographique, le besoin d'investissement supplémentaire dans les infrastructures a diminué. Outre le vieillissement démographique, le ralentissement de la croissance de la productivité (ainsi qu'une baisse des investissements publics) est souvent identifié comme un autre contributeur majeur au déclin séculaire du R-star. En effet, la croissance de la productivité ces dernières décennies a été plutôt décevante – en moyenne seulement 1 % par an dans l'OCDE depuis le début du millénaire, contre 2 % au cours des 25 années précédentes – réduisant le rendement attendu des investissements et affaiblissant l'attractivité d'investir pour l'avenir, abaissant ainsi le taux naturel.

À LA RECHERCHE DU R-STAR : QUE NOUS RÉSERVE L'AVENIR ?

Naturellement, la prudence exprimée précédemment devrait encore s'accroître lorsqu'on discute de l'avenir. Certains pensent que parler du R-star est complètement inutile parce que ce niveau ne peut pas être observé directement. Mais cette vision néglige un élément crucial : en tant que décideur politique ou économiste, avoir un cadre ou une théorie est indispensable, quelle que soit l'incertitude. Comme l'a dit avec humour le président de la Fed, Jerome Powell : « *Nous naviguons en nous guidant par les étoiles sous un ciel nuageux.* » Les investisseurs financiers ne peuvent pas se permettre de rester inactifs non plus. En fin de compte, intuitivement, il y a plusieurs raisons de penser que le R-star a déjà augmenté par rapport à ses récents creux (et pourrait encore augmenter).

Premièrement, alors que le processus de réparation des bilans privés sous forme de désendettement a suivi son cours, un facteur important de suppression du R-star a disparu. De plus, il semble y avoir un besoin urgent et une demande accrue pour des investissements privés et publics face à des développements structurels importants, y compris la transition énergétique, les tensions géopolitiques croissantes, ainsi que la diffusion rapide de l'IA.

GRAPHIQUE 4 : LE R-STAR ET CROISSANCE POTENTIELLE EN AMÉRIQUE DU NORD ET DANS LA ZONE EURO, %



Note : Moyenne pondérée du PIB des États-Unis, du Canada et de la zone euro (en utilisant une estimation de la croissance potentielle de la zone euro avant les années 1990).

Sources : Réserve fédérale de New York, OCDE, Commission européenne, Indosuez Wealth Management.



Les

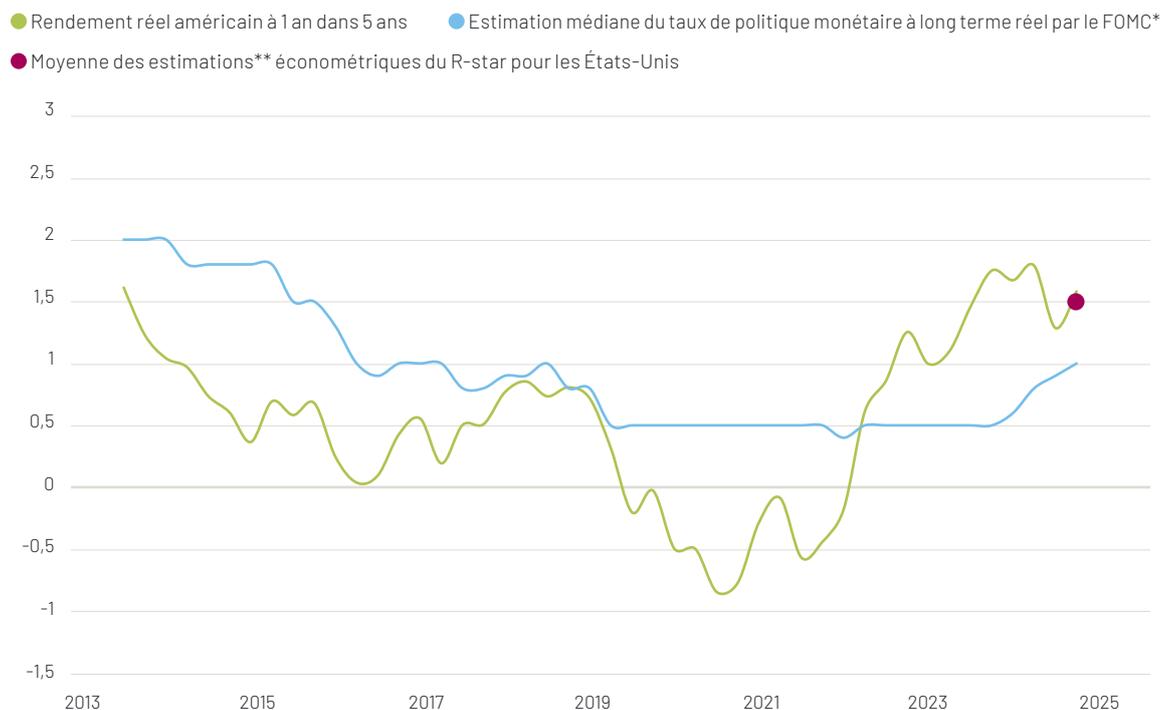
**ESTIMATIONS
ACTUELLES**du R-star aux
États-Unis
oscillent**AUTOUR DE
1,5 %**

Cette dernière pourrait, avec le temps, devenir une source clé d'innovation en soi, stimulant ainsi la croissance de la productivité et les rendements potentiels. Et, bien qu'il soit vrai que la croissance plus lente de la population et de l'emploi contribue négativement à la croissance potentielle future, les populations vieillissantes devraient entraîner une baisse à long terme de l'épargne des ménages. En effet, alors que la population des quadragénaires et quinquagénaires, caractérisée par une épargne importante, a augmenté régulièrement au cours des quatre dernières décennies, celle-ci devrait diminuer au cours des vingt prochaines années.

Un autre facteur à considérer est le fait que l'activité économique mondiale est restée résiliente (voire remarquablement forte aux États-Unis) pendant et après le processus agressif de resserrement monétaire observé au cours des deux dernières années. Par ailleurs, Janet Yellen et Jerome Powell ont tous deux évoqué l'idée que la productivité et la croissance potentielle pourraient avoir augmenté et que, dans des conditions de déficits budgétaires structurellement plus élevés, le R-star pourrait subir une pression à la hausse. Peu à peu, cette vision semble également s'infiltrer dans les projections à long terme de la Fed concernant le taux de politique réel.

Les niveaux implicites suggérés par les marchés financiers et les récentes estimations économétriques, pour leur part, laissent plus fermement entendre un taux d'intérêt d'équilibre plus élevé (graphique 5). Les récentes estimations économétriques du R-star aux États-Unis oscillent autour de 1,5 %. En revanche, dans la zone euro, ce chiffre est plus susceptible d'être autour de 0,5 % si l'on respecte l'écart pré-pandémie avec les États-Unis.

La prudence et l'humilité restent essentielles lors de l'estimation du R-star, mais il semble que l'environnement de taux d'intérêt extrêmement bas des années 2010 soit peu susceptible de revenir bientôt, du moins pas structurellement. Ce scénario n'est pas écrit dans les étoiles, mais les décideurs politiques seront ravis s'il se réalise. Cela signifierait que la politique monétaire serait moins susceptible d'atteindre la borne inférieure (zéro) pendant les récessions économiques, réduisant ainsi le besoin de mesures d'assouplissement quantitatif étendues. Les plaintes concernant des taux d'intérêt « artificiellement » bas diminueraient également. Et si, contrairement aux attentes actuelles, l'environnement de taux ultra-bas devait revenir, vous pourriez expliquer que le taux d'intérêt « naturel » reflète des forces structurelles, largement hors du contrôle des banques centrales.

GRAPHIQUE 5 : INDICATIONS D'UN TAUX D'ÉQUILIBRE RÉEL FUTUR PLUS ÉLEVÉ AUX ÉTATS-UNIS

* FOMC : Comité fédéral des marchés ouverts.

** Les modèles incluent : Del Negro et al, Lubik and Matthes, Holston-Laubach-Williams, Johanssen et Mertens, Lewis et Vazquez-Grande.

Sources : Réserve fédérale, Bloomberg, Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.



UNE HISTOIRE DE MONNAIE : LES MYTHES DU DOLLAR ET LES CHERCHEURS D'OR



Lucas MERIC
Investment Strategist

Ces dernières années, le paysage économique mondial a été caractérisé par une augmentation de la dette publique, une inflation croissante et une fragmentation économique, ravivant ainsi la conversation autour de la « dédollarisation ». Cette tendance reflète notamment le fort désir des pays émergents de réduire leur dépendance au dollar américain. Bien que la perspective d'une baisse significative du dollar puisse sembler ambitieuse, les changements structurels et les stratégies de diversification ont propulsé les prix de l'or à de nouveaux sommets en 2024, soulignant l'importance des actifs réels dans les portefeuilles d'investissement.



54 %

du PIB mondial est
ancré au

DOLLAR

GAME OF THRONES : UN DOLLAR INÉGALÉ

Le thème de la dédollarisation est un sujet récurrent depuis que le dollar est devenu la monnaie de réserve internationale. Le ministre français des Finances, Valéry Giscard d'Estaing, a parlé pour la première fois du « privilège exorbitant » du dollar en 1971, soulignant son rôle central dans le système financier mondial. Un privilège permettant aux États-Unis de maintenir des déficits perpétuels sans détériorer la valeur du dollar ni leur capacité d'emprunt, soutenu par l'appétit des institutions et investisseurs étrangers pour les actifs libellés en dollars.

Cependant, ces dernières années, cette domination du dollar a fait face à une défiance croissante de la part des acteurs internationaux, motivée par des politiques inflationnistes persistantes, une dette en augmentation et le désir des pays émergents de diversifier leur exposition au dollar - notamment suite aux sanctions financières imposées à la Russie en 2022. Quelques signes de dédollarisation sont déjà visibles ; par exemple, la part du dollar américain dans les réserves des banques centrales étrangères a progressivement diminué ces dernières années, tandis que certains pays émergents ont intensifié leurs achats d'énergie non libellés en dollars, notamment le pétrole russe.

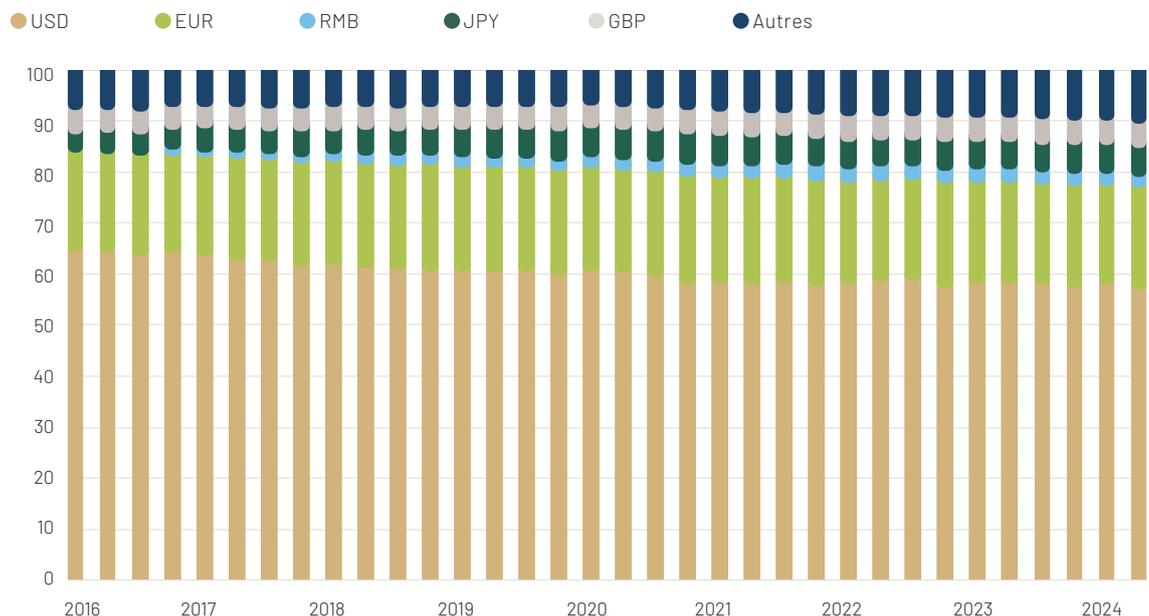
Cela dit, si nous prenons du recul, la domination du dollar américain reste inégalée pour le moment. Le billet vert représente encore 58 % des réserves officielles de change (graphique 6, page 26), près de la moitié des titres de dette internationale, et est impliqué dans environ 90 % des transactions internationales, tandis que 47 % des créances bancaires transfrontalières sont libellées en dollars. De plus, 54 % du PIB mondial est ancré au dollar. Cette domination est soutenue par des fondamentaux solides : les États-Unis sont la plus grande économie du monde, représentant 25,4 % du PIB mondial, et continuent d'être leader en matière d'innovation technologique. Les États-Unis offrent des marchés financiers vastes et liquides, le marché obligataire américain représentant 40 % du marché obligataire mondial, en plus d'une absence de contrôles des capitaux et d'un état de droit solide, faisant du dollar la porte d'entrée vers l'économie la plus compétitive au monde et des véhicules d'investissement inégalés pour les investisseurs étrangers.



Bien que ces avantages soient incontestés par rapport à d'autres devises de réserve potentielles, certains pourraient soutenir que la part des États-Unis dans l'économie mondiale a diminué depuis que le dollar est devenu la monnaie de réserve internationale, passant de 50 % en 1945 à 25 % en 2024, tandis que la Chine, actuellement à 17 % du produit intérieur brut (PIB) mondial, devrait devenir la plus grande économie mondiale d'ici 2038 (selon le Centre for Economics and Business Research). Une évolution qui pourrait potentiellement permettre au renminbi de concurrencer le statut du dollar en tant que principale monnaie internationale.

Cependant, il est important de noter que l'internationalisation du renminbi est actuellement loin d'égaliser celle du dollar - représentant seulement 3 % des réserves de change des banques centrales au niveau mondial, 7 % du commerce international et 5 % des titres de dette internationale - notamment en raison du contrôle sur les capitaux. De plus, la simple projection de l'économie chinoise dépassant celle des États-Unis ne garantit pas une dominance immédiate du renminbi, car historiquement, les changements dans le statut des devises prennent généralement du temps. Par exemple, le dollar a dépassé la livre sterling en tant que principale monnaie internationale en 1945, à une époque où l'économie américaine était déjà cinq fois plus grande que celle du Royaume-Uni. De telles transitions sont principalement catalysées par des crises majeures plutôt que par des changements graduels des fondamentaux.

GRAPHIQUE 6 : PART DES DEVISES DANS LES RÉSERVES MONDIALES DES BANQUES CENTRALES, %



Sources : FMI (COFER), Indosuez Wealth Management.



LA RUÉE VERS L'OR

Le principal bénéficiaire de cette diversification par rapport au dollar a été l'or, qui s'est fortement apprécié en 2024, bondissant de près 35 % (en date d'octobre 2024) malgré une forte augmentation des taux d'intérêt réels depuis 2022. Cette hausse a été en partie alimentée par une forte demande des banques centrales pour l'or afin de diversifier leurs réserves officielles (graphique 7). Les banques centrales des pays émergents, notamment en Chine, en Pologne, en Inde et en Turquie, ont été des acheteurs majeurs, cherchant à accroître leur indépendance vis-à-vis du dollar, parfois perçu comme un outil de guerre politique et économique, comme en témoigne le gel des actifs en dollars russes en 2022.

Au-delà des préoccupations géopolitiques, cette ruée vers l'or reflète des inquiétudes plus larges concernant des évolutions structurelles combinant des dettes publiques plus élevées et une augmentation de l'offre monétaire. Depuis 2019, le ratio dette/PIB des États-Unis est passé de 79 % à 97 % au deuxième trimestre de 2024, et le Comité pour un budget fédéral responsable, prévoit qu'il atteindra 142 % d'ici 2035 (scénario central). Cette trajectoire soulève des inquiétudes parmi les investisseurs quant à la soutenabilité de la dette américaine. Bien que le statut du dollar en tant que monnaie de réserve facilite le financement des déficits américains par rapport à d'autres pays, il subsiste des craintes que la réponse à l'alourdissement de la dette implique des politiques plus inflationnistes, conduisant potentiellement à un « avilissement monétaire ».

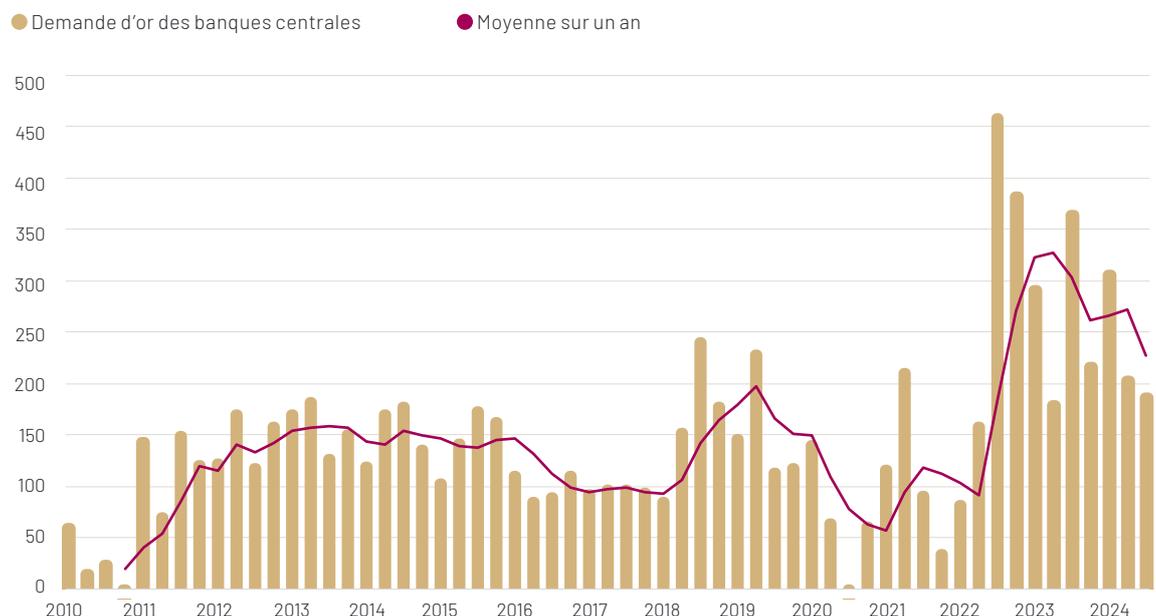
Historiquement, l'avilissement se faisait en mélangeant des métaux précieux avec des métaux de moindre valeur pour augmenter la circulation monétaire ; par exemple, les empereurs romains ont constamment réduit la teneur en argent des pièces, passant de 90 % sous Néron en 64 après Jésus-Christ (J.-C.) à seulement 2 % au IIIe siècle après J.-C. pour financer les guerres. Dans les économies modernes, l'avilissement s'est manifesté sous la forme d'une création monétaire extensive par les banques centrales, en particulier depuis 1971, lorsque les devises ont cessé d'être adossées à l'or. Un phénomène conduisant à une perte mécanique du pouvoir d'achat de la monnaie.



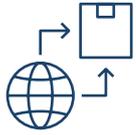
Les banques centrales ÉMERGENTES ne détiennent que **7%** DE LEURS RÉSERVES EN OR

Bien que la demande des banques centrales ait commencé à diminuer par rapport à son pic de 2023, l'enquête de juin 2024 du World Gold Council a révélé que 81 % des banques centrales s'attendaient à ce que les réserves mondiales d'or augmentent au cours de l'année suivante. Cette croissance des réserves d'or parmi les banques centrales des pays émergents reflète également un effort pour rattraper leur retard sur les économies avancées, qui détenaient 17 % de leurs réserves officielles en or à la fin de 2021, contre seulement 7 % pour les pays émergents.

GRAPHIQUE 7 : DEMANDE D'OR DES BANQUES CENTRALES MONDIALES, EN TONNES D'OR



Sources : World Gold Council, Indosuez Wealth Management.



Un
**MONDE
 INCERTAIN**
 propice aux
**STRATÉGIES
 « TOUT-
 TERRAIN » ?**

Le contraste est frappant lorsque l'on considère les actifs réels (graphique 8) : en 1924, le prix moyen d'une maison aux États-Unis était d'environ 10 000 dollars, soit l'équivalent de 500 onces d'or à l'époque. Aujourd'hui, 10 000 dollars suffisent à peine pour acheter une voiture aux États-Unis, tandis que 500 onces d'or valent plus d'un million de dollars. Cette divergence souligne l'attrait de l'or en tant que couverture contre l'inflation, mettant en évidence la différence entre un actif à l'offre théoriquement infinie (le dollar américain) et un actif à l'offre semi-finie (l'or). Dans ce contexte, des actifs modernes, comme certaines cryptomonnaies (par exemple, le Bitcoin), bénéficient d'une offre limitée ; ce qui conduit certains investisseurs à les considérer comme une « valeur refuge » contre l'expansion monétaire.

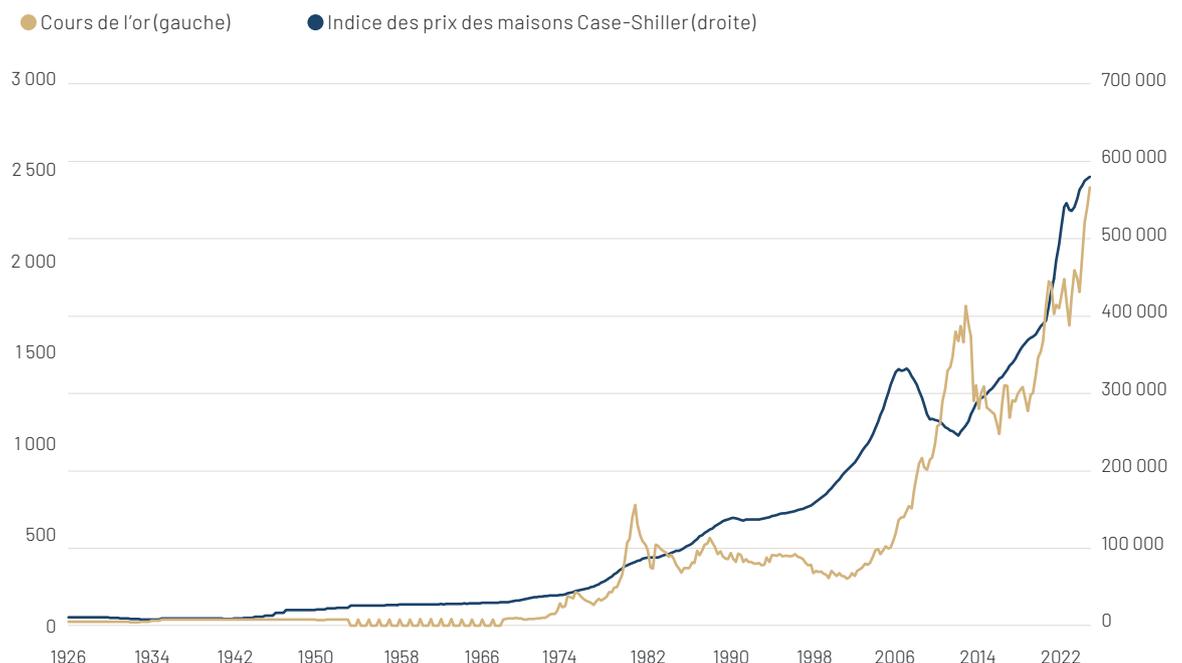
UN MONDE EN TRANSFORMATION. RESTER RÉEL ?

Bien que les craintes de « dédollarisation » puissent sembler exagérées, l'économie mondiale subit des changements structurels significatifs caractérisés par un risque géopolitique accru et une dette publique en forte hausse. Cette combinaison a propulsé le prix de l'or depuis 2022, et ces facteurs resteront probablement un point focal pour les investisseurs dans les années à venir.

En 2021, la Réserve fédérale (Fed) a fait évoluer son objectif d'inflation de 2 % à un objectif d'inflation moyenne, permettant des périodes de dépassement. Dans ce contexte, des politiques plus inflationnistes pourraient devenir une solution plus acceptée pour traiter le fardeau de la dette, renforçant l'argument structurel en faveur des actifs réels, en particulier l'or, comme couverture contre l'« avilissement monétaire ».

D'un point de vue de la construction de portefeuille, un monde plus fragmenté avec un risque géopolitique élevé et des politiques économiques incertaines pourrait entraîner des chocs d'offre plus fréquents, résultant en une inflation volatile – similaire au choc de stagflation vécu en 2022, qui a provoqué des corrections à la fois sur les marchés des actions et des obligations. Cette corrélation positive indésirable a laissé les investisseurs orphelins de la traditionnelle couverture obligatoire. Un monde plus incertain qui pourrait ainsi s'avérer favorable à long terme pour les stratégies « tout-terrain », avec des portefeuilles incluant non seulement des actions et des obligations, mais également une base d'actifs plus large, notamment des actifs réels tels que l'or ou les matières premières.

GRAPHIQUE 8 : ÉVOLUTION DE L'OR PAR RAPPORT AUX PRIX IMMOBILIERS DEPUIS 1925



Sources : Longtermtrends.net, Indosuez Wealth Management.

Francis TAN
Chief Strategist Asia

Au milieu des défis de croissance du PIB de la Chine et des problèmes immobiliers, les tensions commerciales croissantes et les incertitudes politiques mondiales impliquent des changements économiques stratégiques. Alors que les pessimistes considèrent les efforts politiques comme insuffisants, les optimistes les voient comme essentiels pour stabiliser l'économie. L'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN) se trouve en position de bénéficier de ces changements, tirant parti de ses atouts démographiques et de ses réformes favorables au marché pour devenir une alternative clé dans les chaînes d'approvisionnement mondiales.

LE SOUTIEN POLITIQUE CHINOIS MARQUE UN VIRAGE À 180 DEGRÉS

Alors que la croissance du produit intérieur brut (PIB) réel de la Chine est restée « autour de 5 % » en 2024, beaucoup s'inquiètent du problème immobilier apparemment éternel qui pèse sur la croissance des investissements et de la consommation.

Sur le plan domestique, le moral des consommateurs chinois est à un niveau historiquement bas, tandis que l'indice des prix résidentiels continue de se contracter.

Sur le plan extérieur, les incertitudes politiques en 2024 (une année d'élections) ont vu les dirigeants mondiaux chercher à glaner des voix en s'attaquant aux bénéficiaires des décennies passées de mondialisation (comprenez la Chine), en établissant de solides murailles commerciales telles que des tarifs contre les économies exportatrices.

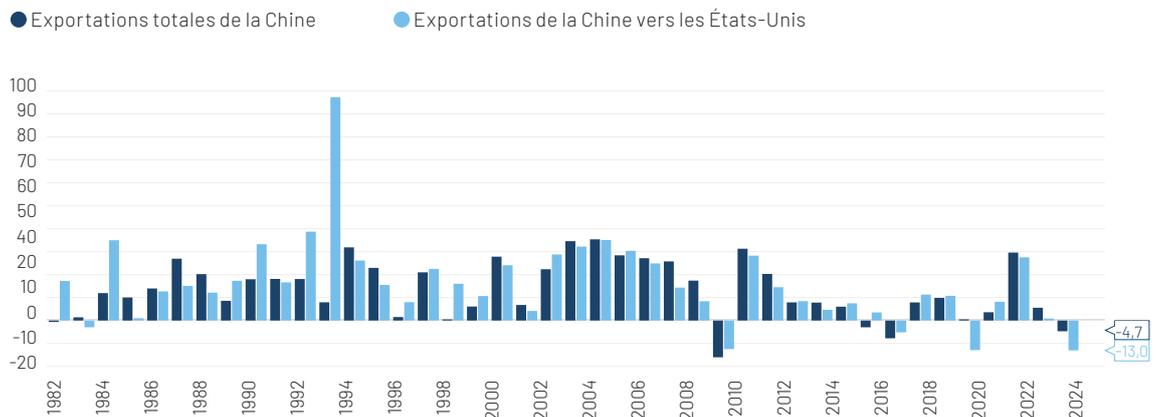
En conséquence, les exportations chinoises vers le monde ont chuté de 4,7 % en 2023, tandis que leurs exportations vers les États-Unis ont diminué de 13 % – une rare occurrence dans une année sans récession (graphique 9).

Un impact aussi négatif sur les deux moteurs de la croissance chinoise (domestique et externe) a incité le gouvernement chinois à annoncer d'importantes mesures politiques vers la fin de 2024. La restructuration industrielle, même avant les récentes années de tensions commerciales menées par les États-Unis, a vu le secteur manufacturier (« secteur secondaire ») décliner de 47 % du PIB à 38 % actuellement (graphique 10, page 30). Pendant ce temps, le secteur des services (« secteur tertiaire ») est passé de 44 % à 55 % aujourd'hui. Alors que la Chine anticipe un ralentissement, voire un arrêt, de l'un des moteurs (fabrication/exportation) de sa « double circulation » en raison de la rhétorique potentielle de la nouvelle administration américaine, celle-ci se devait de fortement soutenir l'autre moteur (services/consommation domestique).



Le manufacturier chinois représente
38 %
du PIB, contre
55 %
pour les services

GRAPHIQUE 9 : LA CONTRACTION DES EXPORTATIONS A ÉTÉ UN SIGNAL D'ALARME, EN USD



Sources : Macrobond, Centre d'information statistique des douanes chinoises (CCS), S&P Global ; Administration générale des douanes chinoises (GAC), Indosuez Wealth Management.



TOUTE NOUVELLE

de la part des décideurs politiques

VAUT MIEUX QUE PAS DE NOUVELLES

ALORS QUE LE SECTEUR MANUFACTURIER EST TOUCHÉ, UNE TRANSITION VERS LES SERVICES

Les détails du soutien monétaire chinois étaient transparents et publics, et ceux entourant le potentiel stimulus fiscal à hauteur de 10 000 milliards de renminbi seront probablement dévoilés en 2025.

Sur ce sujet, toute nouvelle de soutien de la part des décideurs politiques vaut mieux que pas de nouvelles du tout. Nous croyons que cela marque un virage à 180 degrés et signale l'urgence de freiner le ralentissement de l'économie chinoise, tout en préparant ses industries (en particulier le secteur manufacturier) à d'éventuelles tensions commerciales accrues, surtout dans un monde en transformation.

Les pessimistes voient ces efforts politiques concertés comme « trop peu et trop tard », mais les optimistes comme nous considèrent ce mouvement audacieux comme une volonté claire de mettre un plancher sous les valorisations boursières, d'arrêter le processus de déflation et de restaurer la confiance des consommateurs. Nous relevons notre prévision de croissance du PIB chinois pour 2025 à 4,7 % (précédemment 4,2 %) pour refléter le soutien politique. Par ailleurs, nous prévoyons une croissance du PIB de 4,5 % en 2026.

Globalement, nous restons positifs sur les marchés émergents, où la Chine fournira un moteur supplémentaire et très nécessaire à cette classe d'actifs, avec des répercussions positives sur le reste de l'Asie, en particulier l'ASEAN.

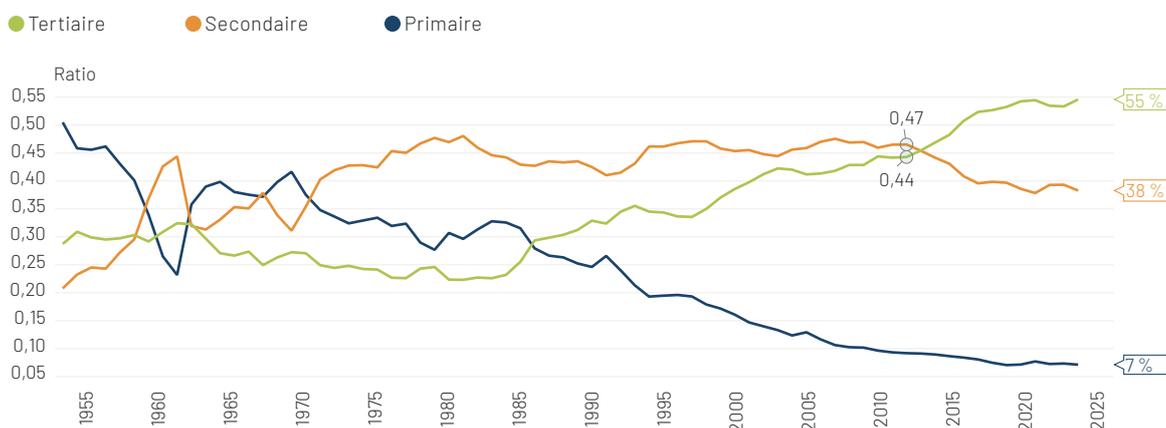
LE SECTEUR MANUFACTURIER CHINOIS SE DÉLOCALISE, AU PROFIT DE L'ASEAN

Le conflit commercial croissant entre les États-Unis et la Chine, ainsi que les perturbations des chaînes d'approvisionnement causées par la COVID-19, ont poussé les entreprises à réajuster leurs chaînes d'approvisionnement. Cela a conduit à une augmentation de la délocalisation, où les entreprises restructurent leurs chaînes d'approvisionnement pour rapprocher la production de chez elles.

Nous anticipons que cette tendance s'établira à long terme et pourrait bénéficier aux pays de l'ASEAN, qui peuvent tirer parti de leurs tendances démographiques favorables, de leurs forces de travail abondantes et des réformes politiques visant à renforcer la coopération commerciale. En tant que tel, un des principaux bénéficiaires de la stratégie « China Plus One » sera les économies de l'ASEAN.

De 2018 à 2021, les pays de l'ASEAN ont déjà augmenté leurs exportations vers les États-Unis de plus de 65 %. Les investisseurs commencent à voir les marchés de l'ASEAN comme des alternatives viables à la Chine. À titre d'exemple, l'ASEAN a connu trois années consécutives d'afflux record d'investissements directs étrangers (IDE) et d'échanges commerciaux, conservant sa position de première destination mondiale pour les flux d'IDE en 2023 (226,3 milliards de dollars) après les États-Unis.

GRAPHIQUE 10 : CONTRIBUTION SECTORIELLE AU PIB RÉEL DE LA CHINE



Sources : Macrobond, Bureau national des statistiques de Chine (NBS), Indosuez Wealth Management.



La région de l'ASEAN se distingue par l'un des meilleurs dividendes démographiques au monde. Le bloc comprend environ 224 millions de personnes âgées de 15 à 34 ans, un nombre qui devrait croître jusqu'en 2038. Cette cohorte de natifs de l'ère numérique continuera à stimuler la consommation pendant des années. Les niveaux d'éducation ont considérablement augmenté, avec des taux d'alphabétisation des adultes dépassant 90 % dans tous les pays de l'ASEAN, sauf au Myanmar (89,1 %) et au Cambodge (84,7 %). La participation de la main-d'œuvre est également robuste, dépassant 65 %. De plus, la région a connu une diminution des taux de pauvreté et une amélioration de l'égalité des revenus, comme l'indiquent les coefficients de Gini. Cette tendance indique une croissance économique élargie, susceptible de soutenir les tendances de consommation domestique à long terme.

Plusieurs grandes entreprises ont pris des décisions stratégiques de déplacer leur production hors de Chine et vers les pays de l'ASEAN, reflétant une tendance plus large de relocalisation en réponse à divers facteurs économiques et géopolitiques. Par exemple :

- Samsung a considérablement élargi ses installations de fabrication au Vietnam, faisant du pays un centre de production mondial clé pour ses produits électroniques.
- Nike a déplacé une part substantielle de sa production de chaussures vers l'Indonésie et le Vietnam, tirant parti des avantages compétitifs de ces marchés.
- Apple diversifie sa chaîne d'approvisionnement en augmentant ses investissements dans des pays comme l'Inde et le Vietnam, avec des plans pour établir davantage de sites de fabrication.
- Intel a annoncé des plans d'investissement dans de nouvelles installations de fabrication en Malaisie, profitant de sa main-d'œuvre qualifiée et de son environnement commercial favorable.

Les exemples ci-dessus illustrent l'importance croissante des nations de l'ASEAN dans le paysage mondial des chaînes d'approvisionnement, alors que les entreprises cherchent à optimiser leurs opérations et à réduire les vulnérabilités potentielles. De plus, les réformes favorables au marché dans la région devraient considérablement améliorer la performance des actions à moyen terme. Voici quelques exemples :

- Le nouveau fonds d'investissement d'État de la Thaïlande, avec la caractéristique unique d'un rendement garanti par le gouvernement, a commencé à investir dans la Bourse de Thaïlande le 1er octobre 2024.
- La Malaisie encourage l'investissement et l'activité économique en offrant des taux d'imposition sur les sociétés de 0 à 5 % pour les « *Family offices* » dans sa zone financière spéciale, similaire à celles de Shenzhen et de Dubaï. Le pays a également adopté des réformes fiscales complètes, rationalisé les subventions, contrôlé les coûts du service public et établi un objectif de déficit budgétaire de 3 % pour attirer les IDE et améliorer les conditions économiques, notamment dans les secteurs de haute valeur comme la fabrication de semi-conducteurs et la technologie numérique.
- Le programme ambitieux « *Vision dorée 2045* » de l'Indonésie vise à transformer le pays en une main-d'œuvre plus qualifiée avec des salaires plus élevés, le positionnant pour devenir une nation à revenu élevé.

Face à la montée des tensions commerciales, le paysage économique mondial subit des changements significatifs. Les pays acceptent désormais que ces tensions représentent la nouvelle norme, les incitant à adapter et à faire évoluer leurs stratégies économiques. Cette adaptation se manifeste par la restructuration des chaînes d'approvisionnement, la mise en œuvre de réformes favorables au marché et la recherche de nouveaux partenariats commerciaux. Alors que les nations s'adaptent à cet environnement en mutation, elles trouvent des moyens innovants pour soutenir la croissance et renforcer la résilience. En fin de compte, la capacité à naviguer dans ces tensions définira la trajectoire future des économies mondiales. Nous sommes dès lors optimistes quant à l'avenir de l'ASEAN dans le cadre de la stratégie « *China Plus One* ».



Fabrice DE SOUSA
Portfolio Manager



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

La lutte contre le réchauffement climatique impose de repenser en profondeur la manière dont nous produisons et consommons l'énergie. Parmi les leviers essentiels de la transition énergétique, l'électrification de l'économie apparaît comme une voie incontournable. En remplaçant l'utilisation des combustibles fossiles par l'électricité dans des secteurs clés tels que les transports, l'industrie et les bâtiments, cette transformation vise à réduire les émissions de gaz à effet de serre tout en favorisant l'essor des énergies renouvelables.

L'ALIGNEMENT AVEC LES OBJECTIFS DE DURABILITÉ

L'électrification de l'économie consiste à remplacer l'usage des combustibles fossiles (pétrole, gaz naturel, charbon) par de l'électricité décarbonée et idéalement produite à partir de sources renouvelables.

Cela implique à la fois des changements dans la production, la distribution et la consommation d'énergie. L'électrification des moyens de transport est probablement l'exemple le plus emblématique de ce phénomène, avec la montée en puissance des véhicules électriques. Mais cette transition touche aussi d'autres secteurs. L'industrie lourde, qui est traditionnellement un gros consommateur d'énergie fossile, mais aussi les systèmes de chauffage des bâtiments basculent également vers l'électrique via des technologies telles que les pompes à chaleur ou l'électrolyse.

L'objectif global de l'électrification est simple : réduire la dépendance aux énergies fossiles, dont l'extraction et la combustion sont de fortes sources d'émissions de gaz à effet de serre, pour utiliser une électricité produite à partir de sources décarbonées comme l'éolien, le solaire, ou l'hydroélectricité. Cette transformation est essentielle pour atteindre les objectifs climatiques fixés dans l'Accord de Paris et limiter l'augmentation de la température mondiale à moins de 2°C d'ici 2100. Elle permet non seulement de réduire les émissions de carbone mais aussi de limiter la dépendance aux énergies fossiles, apportant ainsi une sécurité énergétique accrue.

L'électrification favorise également l'intégration de solutions avancées, comme le stockage d'énergie, les réseaux intelligents, et la production verte à grande échelle (graphique 11, page 33). Tous ces progrès sont des réponses directes aux engagements des gouvernements et des entreprises pour un futur plus durable.

En stabilisant les coûts énergétiques et en limitant la volatilité liée aux prix du pétrole et du gaz, l'électrification contribue également à une plus forte résilience des économies.

LES ENJEUX DE L'ÉLECTRIFICATION DE L'ÉCONOMIE

L'électrification de l'économie comporte plusieurs enjeux cruciaux, qui touchent aussi bien les infrastructures énergétiques que les politiques publiques et les dynamiques économiques.

Sur le plan environnemental, la réduction des émissions de gaz à effet de serre constitue l'enjeu principal. Actuellement, le secteur de l'énergie est responsable de plus de 70 % des émissions mondiales de CO₂. L'électrification des secteurs comme les transports et l'industrie, qui reposent encore fortement sur les combustibles fossiles, est cruciale pour parvenir à une décarbonation significative. En utilisant une électricité produite de « manière propre », il est possible de diminuer considérablement l'empreinte carbone globale.

Toutefois, cette transition pose des défis en termes de sécurité énergétique. En effet, les énergies renouvelables, comme le solaire ou l'éolien, sont intermittentes par nature, ce qui implique de repenser les infrastructures pour garantir une stabilité et une résilience du réseau électrique. Les solutions de stockage d'énergie, telles que les batteries de grande capacité, sont essentielles pour assurer un approvisionnement continu.

L'électrification de l'économie nécessite par ailleurs des investissements massifs. Qu'il s'agisse de moderniser les réseaux électriques, d'installer des capacités supplémentaires et décentralisées de production d'électricité renouvelable ou de déployer des équipements tels que les véhicules électriques ou les pompes à chaleur.



300 MDS
USD :
dépenses
globales dans la
modernisation des
réseaux électriques



UN MOTEUR DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE DURABLE

La demande d'électricité a triplé depuis 1980, une tendance qui s'accélère ces dernières années, portée par des avancées technologiques comme l'intelligence artificielle (IA), la multiplication des centres de données, mais également la relocalisation de certaines industries ou l'essor des véhicules électriques.

Selon un rapport publié par l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE), l'électricité consommée par les centres de données dans le monde devrait doubler d'ici à 2026, principalement en raison des calculs complexes liés à l'IA et le développement des cryptomonnaies (à titre de comparaison, cette hausse correspond à la consommation actuelle de l'Allemagne). Selon le cabinet McKinsey, la demande d'électricité des centres de données aux États-Unis devrait croître de 15 % par an d'ici 2030 (graphique 12, page 34). Parallèlement, les politiques de réindustrialisation des pays occidentaux, après des décennies de délocalisations, augmentent la pression sur les infrastructures existantes.

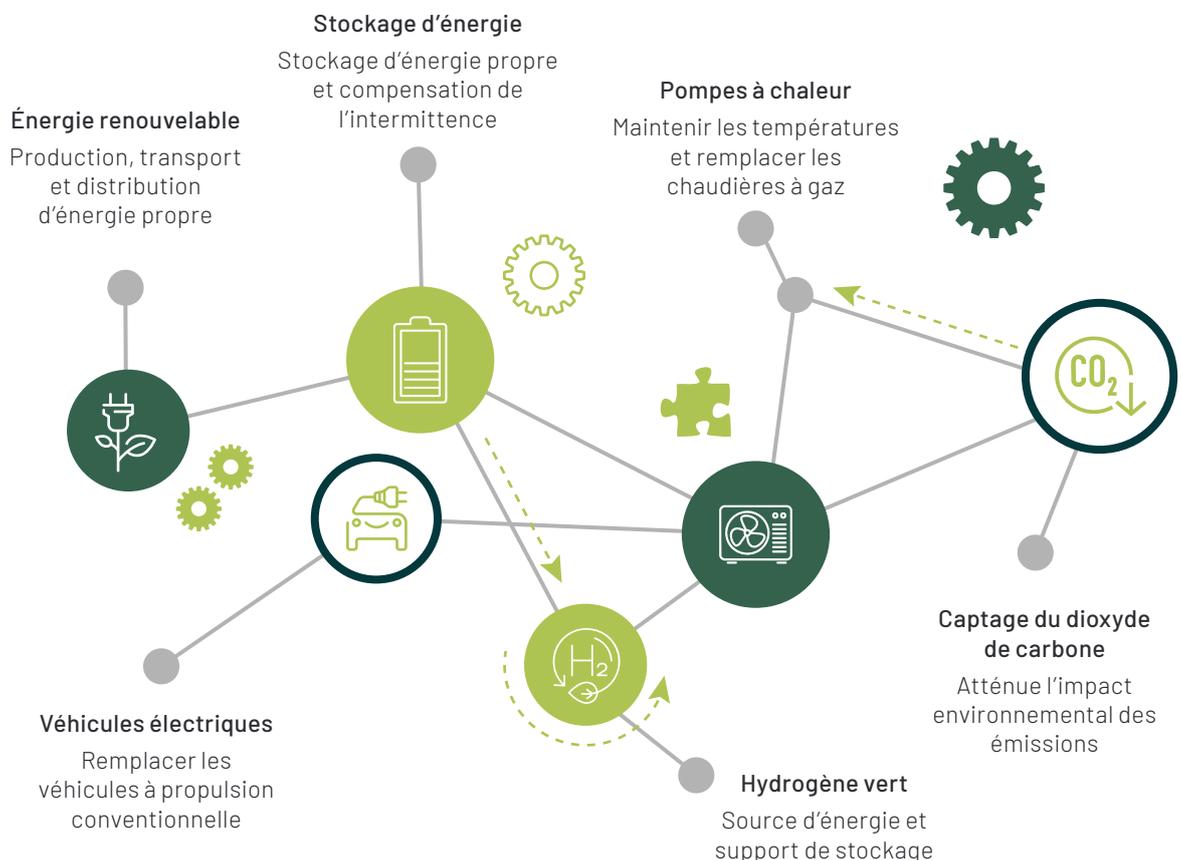
Cette croissance rapide de la demande en énergie représente un enjeu majeur pour les États et les entreprises afin de sécuriser un approvisionnement fiable et constant.

L'ÉLECTRIFICATION : EXEMPLES CONCRETS D'OPPORTUNITÉS

Si les défis sont importants, l'électrification ouvre des perspectives de croissance prometteuses dans plusieurs secteurs qui bénéficieront directement de cette transformation. L'électrification n'est pas uniquement un concept, elle est déjà en œuvre. Des exemples concrets se multiplient dans divers secteurs, illustrant la manière dont cette transformation est déjà en marche.

Les technologies de stockage d'énergie (comme les batteries) et la production d'énergies renouvelables et bas carbone (solaire, éolien, nucléaire) sont essentielles pour répondre à la demande croissante. La transformation des réseaux est également un aspect fondamental pour soutenir la croissance de la demande. Les investissements dans les infrastructures de transmission et les réseaux intelligents (*smart grids*) permettent de gérer plus efficacement l'énergie et de renforcer la fiabilité.

GRAPHIQUE 11 : SIX EXEMPLES D'APPLICATIONS DE L'ÉLECTRIFICATION



Source : Indosuez Wealth Management.



96,4 % :
taux de
pénétration des
**VÉHICULES
ÉLECTRIQUES**
en Norvège⁵

Le secteur des transports, par exemple, connaît une mutation profonde avec la transition vers les véhicules électriques. En parallèle, de nombreux gouvernements, à l'instar de la Norvège, ont fixé des objectifs ambitieux, comme l'interdiction de la vente de voitures thermiques d'ici 2025.

L'accélération du développement des solutions d'efficacité énergétique offrent également de nouveaux débouchés industriels, notamment dans la production d'acier ou de ciment. Des projets pilotes tels que l'initiative HYBRIT en Suède, vise à produire de l'acier sans carbone en utilisant de l'hydrogène issu d'électricité renouvelable. Autre exemple, en Europe, plusieurs grandes entreprises et consortiums investissent dans l'hydrogène pour décarboner des processus énergivores, comme la production d'ammoniac, le raffinage et la chimie. Thyssenkrupp et ArcelorMittal expérimentent l'hydrogène vert pour réduire le minerai de fer dans la sidérurgie, un procédé qui pourrait remplacer, à terme, le charbon.

Face à la montée des besoins énergétiques, notamment liés à l'IA, les géants technologiques américains se tournent aujourd'hui vers le nucléaire comme solution durable. Microsoft, par exemple, s'est associé au leader d'électricité nucléaire Constellation Énergie pour garantir un approvisionnement constant et faible en carbone.

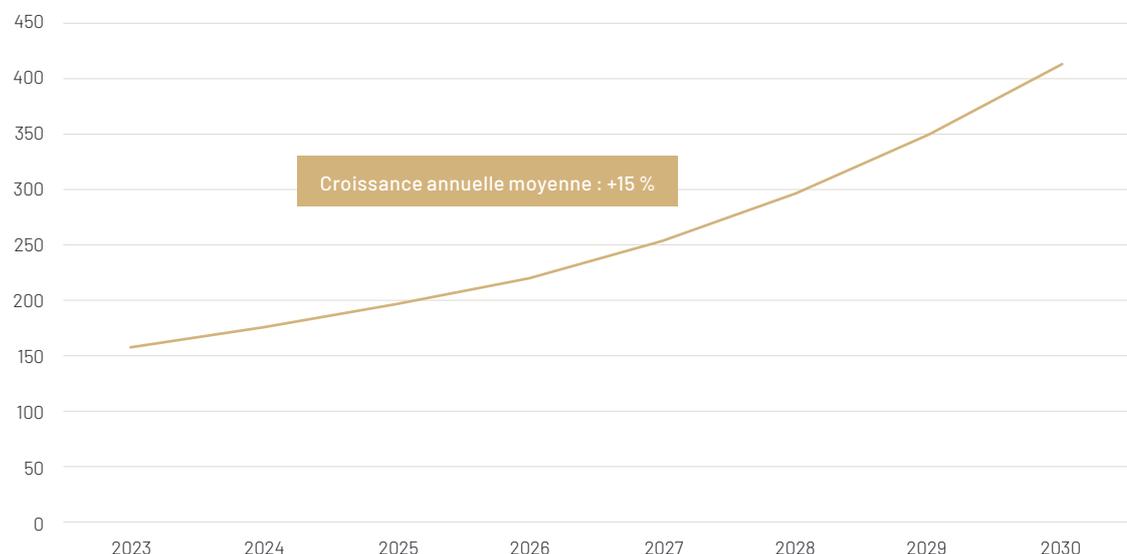
CONCLUSION

L'électrification de l'économie s'impose comme un levier majeur pour répondre aux défis de la transition énergétique. En décarbonant des secteurs essentiels et en accélérant l'adoption des énergies renouvelables, elle permet non seulement de réduire les émissions de CO₂, mais aussi de favoriser le développement de nouvelles filières économiques et de renforcer la résilience énergétique des pays. Au-delà des défis, les opportunités offertes par cette électrification sont immenses, notamment pour les investisseurs et les entreprises qui sauront saisir ce tournant technologique et environnemental. L'avenir de l'économie mondiale sera sans nul doute largement électrifié.

Sur la base de la consommation électrique moyenne d'un français (source : ADEME), la rédaction de cet article aurait nécessité environ 3800W d'électricité soit l'équivalent de l'énergie consommée par 1 radiateur électrique pendant 2 heures.

GRAPHIQUE 12 : DEMANDE D'ÉLECTRICITÉ ISSUE DES DATACENTERS AUX ÉTATS-UNIS

(en TWh)



Sources : McKinsey Energy Solutions Global Energy Perspective 2023, Indosuez Wealth Management.



LES PRIVATE MARKETS EN 2025 : VERS UNE DYNAMIQUE POSITIVE !



Nicolas RENAULD
Global Head of Private
Markets



Remy POMATHIOS
Head of Private Markets
Investments



Matthieu ROUMAGNAC
Head of Real Assets
Investments

Au cours des deux dernières années l'environnement de taux élevés a fortement perturbé l'activité sur les Private Markets créant un environnement difficile pour les transactions et les sorties. Alors que nous approchons de la fin de l'année 2024, nous assistons clairement à un retour progressif des activités de fusions et acquisitions. L'amélioration des conditions sur les marchés financiers et la diminution de l'inflation constituent les premiers signes d'optimisme pour les investisseurs et dessinent les contours de ce qui pourrait être une année pivot pour les Private Markets dans un monde en transformation. Nous vous partageons ici nos prévisions pour 2025 pour chaque segment de cette classe d'actifs.



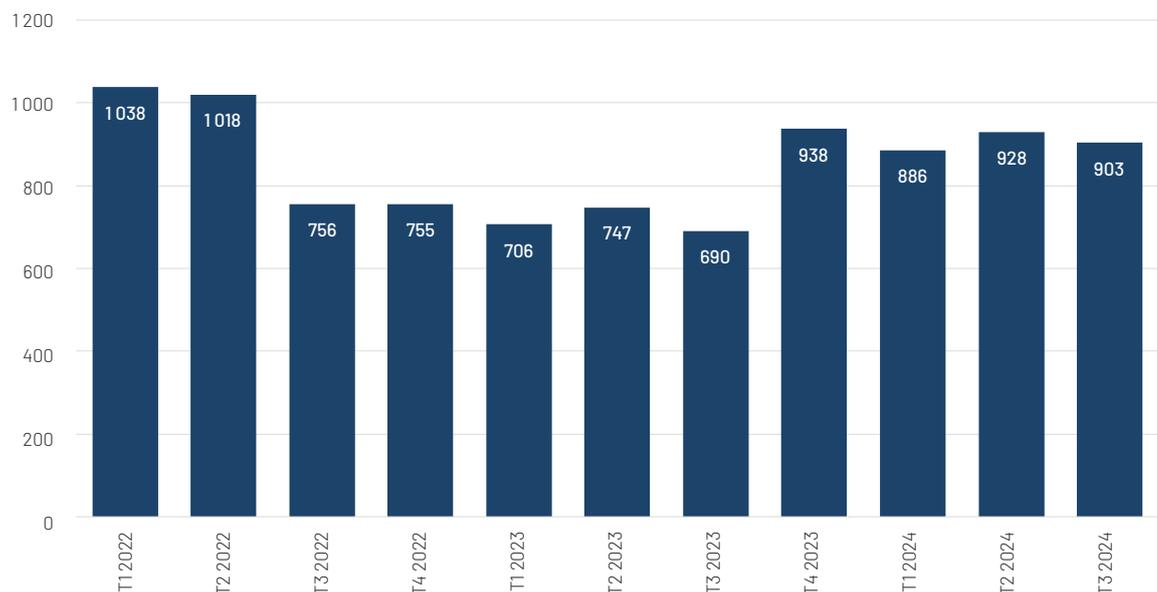
Les volumes de
**FUSIONS ET
ACQUISITIONS**
en hausse de
27 %

LE REBOND DU MARCHÉ DES FUSIONS ET ACQUISITIONS

L'assouplissement des politiques monétaires, combiné à un rebond de l'offre de financement, est venu soutenir la reprise des fusions et acquisitions qui avait débuté au dernier trimestre 2023 et a continué à gagner en puissance en 2024. Tant les acteurs stratégiques que les sponsors financiers ont tiré profit de la réduction de l'écart entre acheteurs et vendeurs pour reprendre leurs activités de transaction, ce qui a finalement conduit à une hausse de 27 % des volumes de fusions et acquisitions en valeur (à fin septembre 2024, graphique 13).

Dans nos perspectives des Private Markets de l'année dernière, nous avons déjà prévu que 2024 serait une année de reprise pour le marché des fusions et acquisitions, mais nous sommes aujourd'hui convaincus qu'une accélération supplémentaire est à venir en 2025, stimulée par des baisses de taux d'intérêt supplémentaires attendues en Europe et dans une moindre mesure aux États-Unis. Ceci, bien sûr, sous réserve de nouvelles perturbations macroéconomiques majeures ou d'escalades des tensions géopolitiques.

GRAPHIQUE 13 : ACTIVITÉ MONDIALE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS PAR TRIMESTRE, EN MILLIARDS DE DOLLARS



Sources : Pitchbook Global M&A Report Q3-2024, Indosuez Wealth Management.



LES FONDS DE BUYOUT OUVRENT LA VOIE

Les fonds de *Buyout*⁶ ont été les plus actifs en termes d'opérations en 2024, avec une augmentation des volumes de transactions dans toutes les régions du monde. Cette croissance a notamment été portée par le segment supérieur du marché, avec plusieurs acquisitions en milliards de dollars (en particulier dans le secteur des logiciels), un segment qui était resté totalement silencieux en 2023. Le mouvement a également été soutenu par le retour des grandes banques sur le marché de la dette, comme en témoigne la forte hausse des volumes de prêts bancaires LBO (graphique 14), associés à des coûts de financements moins élevés.

En termes de sorties, le marché reste légèrement en dessous de sa moyenne à long terme, mais a démontré une certaine résilience au cours de l'année avec des volumes trimestriels de cessions augmentant régulièrement, notamment grâce à un fort rebond aux États-Unis. Il convient de noter qu'une fois de plus, les acheteurs se sont concentrés sur les actifs de haute qualité, où la concurrence et les prix sont restés relativement élevés. Nous pensons que le rythme des sorties va s'accélérer considérablement en 2025 en raison de plusieurs tendances du marché : (1) la « poudre sèche » (*dry powder*) significative (plus d'un trillion de dollars) détenue par les fonds de capital-investissement en attente d'être déployée après deux années d'activité modérée, (2) la pression des investisseurs exigeant de la liquidité avant de réinvestir dans de nouveaux millésimes et (3) le rebond continu du marché des fusions et acquisitions suite à la baisse anticipée des taux d'intérêt par les banques centrales, notamment en Europe.

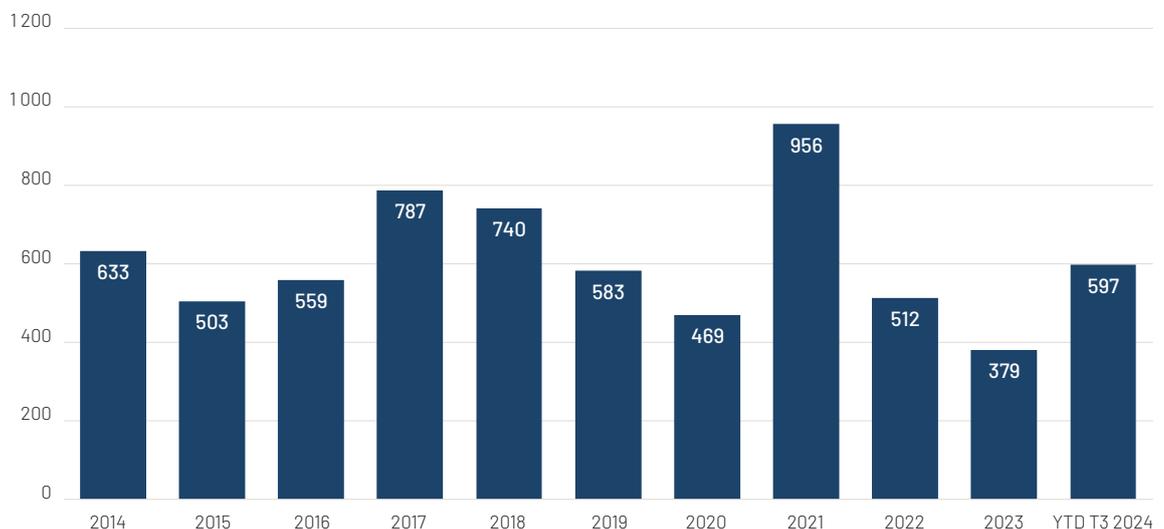
En ce qui concerne le capital-risque, le scénario est relativement différent avec une activité transactionnelle restée globalement en ligne avec les niveaux observés en 2023 après deux années de déclin régulier depuis le pic de l'industrie en 2021. L'ajustement des prix du marché, commencé en 2022, est toujours en cours tandis que le plus grand défi auquel sont confrontés les fonds de capital-risque reste le manque de sorties. Nous pensons que les investisseurs doivent rester prudents et extrêmement sélectifs dans ce segment même si nous estimons que le marché est désormais plus sain en termes de points d'entrée de valorisation. Ce qui devrait offrir des opportunités intéressantes pour les investisseurs attentifs.

DETTE PRIVÉE : UN MARCHÉ QUI SE NORMALISE

Les fonds de dette privée ont clairement bénéficié de la hausse des taux d'intérêt depuis 2022, tant en termes de performance que de collecte.

Avec l'effet combiné du (i) retour des banques sur le marché des prêts à effet de levier et (ii) les premières baisses des taux d'intérêt par les banques centrales, nous avons constaté une diminution des rendements en 2024, ce qui a significativement stimulé les volumes de refinancement. Avec d'autres baisses de taux en perspective, nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive en 2025, réduisant ainsi les rendements attendus des fonds de dette privée. Toutefois, avec la normalisation de l'inflation, les rendements réels resteront attractifs en termes absolus.

GRAPHIQUE 14 : NOUVELLES ÉMISSIONS DE PRÊTS BANCAIRES LBO (ÉTATS-UNIS ET EUROPE), EN MILLIARDS DE DOLLARS



Sources : Rapport LCD Global Leveraged Finance (T3 2024), Indosuez Wealth Management.

6 - Leveraged Buyout (LBO) ou reprise avec effet de levier.



Vers une
**ANNÉE
RECORD**
pour le marché
secondaire
EN 2024

Bien que nous ayons été prudents en 2022 et 2023 sur les stratégies de dette senior, en raison de l'afflux abondant de capitaux levés et de la rareté des opportunités, le marché se normalise désormais avec la baisse des taux d'intérêt et le rebond des volumes de fusions et acquisitions, soutenant ainsi le marché des prêts LBO.

Enfin, nous pensons que les stratégies de dette privée senior sous format semi-liquide sont particulièrement pertinentes, offrant une combinaison équilibrée et attractive de protection, de liquidité et de performance.

INFRASTRUCTURE : UN SEGMENT RÉSILIENT

A l'instar des autres stratégies de Private Markets, l'activité transactionnelle a diminué d'environ 20 % en 2023 pour les actifs d'infrastructure, tant en valeur qu'en nombre de transactions. En examinant les trois premiers trimestres de 2024, nous observons les premiers signes d'un rebond du niveau d'activité, en particulier en termes de nombre de transactions, ce qui suggère (i) une préférence des investisseurs pour les transactions plus petites qui sont moins dépendantes du financement et/ou (ii) une baisse de valorisation des actifs. La collecte de capitaux par les fonds d'infrastructure est restée relativement solide en 2024, un constat qui appelle néanmoins à une certaine prudence car une grande partie des flux de capitaux a été captée par des méga-fonds.

La correction de valeur constatée dans le secteur des énergies renouvelables depuis le pic de 2021 rend selon nous le point d'entrée pour ces actifs plus attractif aujourd'hui. Du côté des infrastructures digitales, la percée phénoménale de l'intelligence artificielle (IA) devrait s'accélérer encore en 2025, entraînant avec elle un besoin accru en capacité des datacenters.

Nous restons positifs quant aux perspectives de l'infrastructure pour les années à venir car cette classe d'actifs devrait continuer à capitaliser sur les mégatendances de la transition énergétique, de la transformation numérique et des besoins en mobilité. De plus, la rareté des budgets publics permet aux investisseurs privés de se positionner sur ce que nous considérons comme une opportunité d'investissement générationnelle. Enfin, nous sommes convaincus que toutes les technologies liées à l'électrification devraient occuper en 2025 une place centrale dans l'esprit des investisseurs en infrastructure.

LES TRANSACTIONS SECONDAIRES, UN GAGNANT ÉVIDENT DANS CET ENVIRONNEMENT

Le marché secondaire s'est montré particulièrement dynamique en 2024 avec un volume total de transactions qui pourrait atteindre environ 140 milliards de dollars cette année, ce qui représenterait une augmentation d'environ 25 % par rapport à 2023 et un record pour l'industrie. Cette forte activité résulte à la fois (i) des investisseurs (aussi appelés *Limited Partners* ou LP) cherchant à obtenir de la liquidité pour compenser le manque de distributions et vendant ainsi des participations dans les fonds les plus matures de leur portefeuille et (ii) des gérants de fonds (aussi appelés *General Partners* ou GP) cherchant à générer de la liquidité sur leurs actifs les plus performants grâce à des fonds de continuation.

Le marché secondaire a considérablement évolué au cours des deux dernières décennies, passant d'un segment de niche à un marché plus large, plus liquide et plus sophistiqué. Nous pensons que le marché secondaire continuera à évoluer et se déployer dans les années à venir grâce à (i) la très forte croissance observée au cours des 10 dernières années en termes d'actifs sous gestion dans les fonds de Private Markets, ce qui devrait naturellement augmenter le nombre d'opportunités pour les acteurs du marché secondaire et (ii) le besoin croissant des investisseurs en matière de liquidité dans un univers d'investissement traditionnellement illiquide. Nous estimons que ce marché atteindra un volume de plus de 150 milliards de dollars dans les années à venir, soit environ cinq fois la taille du marché il y a 10 ans.



06



Présence
internationale



NOTRE HISTOIRE

Indosuez Wealth Management est la marque mondiale de Gestion de fortune du groupe Crédit Agricole, 9ème banque au monde par le bilan (The Banker 2023).

Depuis plus de 150 ans, Indosuez Wealth Management accompagne des grands clients privés, familles, entrepreneurs et investisseurs professionnels pour la gestion de leur patrimoine privé comme professionnel. La banque propose une approche sur-mesure permettant à chacun de ses clients de préserver et développer son patrimoine au plus près de ses aspirations. Ses équipes proposent un continuum de services et d'offres intégrant Conseil, Financement, Solutions d'investissement, *Fund servicing*, Solutions technologiques et bancaires.

En 2024, Indosuez Wealth management a finalisé l'acquisition de la banque belge Degroof Petercam. Ce rapprochement permet à Indosuez d'enrichir sa proposition de valeur avec une offre parmi les plus complètes du marché.

Indosuez Wealth Management rassemble près de 4 500 collaborateurs dans 16 territoires à travers le monde : en Europe (Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Monaco et Suisse), en Asie-Pacifique (Hong Kong RAS, Nouvelle-Calédonie et Singapour), au Moyen-Orient (Abu Dhabi, Dubaï) et au Canada (bureau de représentation).

Avec plus de 200 milliards euros d'actifs clients, le groupe Indosuez figure parmi les leaders européens de la gestion de fortune.

INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

Indosuez Wealth Management s'appuie sur un patrimoine exceptionnellement riche, fondé sur des relations à long terme, une expertise financière et notre réseau financier international :

ASIE PACIFIQUE

HONG KONG RAS

Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway
Hong Kong
T. +852 37 63 68 68

NOUMÉA

Le Commodore - Promenade Roger Laroque,
Anse Vata
98800 Nouméa - Nouvelle-Calédonie
T. +687 27 88 38

SINGAPOUR

168 Robinson Road #23-03 Capital Tower
068912 Singapour
T. +65 64 23 03 25

EUROPE

BRUXELLES

Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpsesteenweg
1000 Bruxelles - Belgique
T. +32 2 566 92 00

Rue de l'Industrie 44
1040 Bruxelles - Belgique
T. +32 2 287 91 11

GENÈVE

Quai Général-Guisan 4
1204 Genève - Suisse
T. +41 58 321 90 00

LISBONNE

Avenida da Liberdade, n.º190, 2ºB
1250 - 147 Lisbonne - Portugal
T. +351 211 255 360

LUXEMBOURG

39, Allée Scheffer
L-2520 Luxembourg
T. +352 24 67 1

12, rue Eugène Ruppert
L-2453 Luxembourg
T. +352 45 35 45 1

MADRID

Paseo de la Castellana 1
28046 Madrid - Espagne
T. +34 91 310 99 10

MILAN

Piazza Cavour 2
20121 Milan - Italie
T. +39 02 722 061

MONACO

11, Boulevard Albert 1^{er}
98000 Monaco
T. +377 93 10 20 00

PARIS

17, Rue du Docteur Lancereaux
75008 Paris - France
T. +33 1 40 75 62 62

MOYEN-ORIENT

ABU DHABI

Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower,
5th Floor office 504
PO Box 44836 Abu Dhabi
T. +971 2 631 24 00

DIFC

Al Fattan Currency House, Tower 2
Level 23 Unit 4 DIFC
PO Box 507232 Dubaï
T. +971 4 350 60 00



07 | Glossaire



AEUMC : Accord États-Unis – Mexique – Canada, accord de libre-échange signé le 30 septembre 2018 par les responsables politiques des trois pays et qui remplace l'ALENA (créé en 1994).

AIE : Agence internationale de l'énergie.

ASEAN : Association des nations de l'Asie du Sud-Est.

BCE : La Banque centrale européenne, qui régit l'euro et la politique monétaire des États membres de la zone euro.

CBO (Congressional Budget Office) : Bureau du budget du Congrès des États-Unis.

Chips Power : Se réfère aux caractéristiques de puissance et de performance des puces semi-conductrices, souvent utilisées dans les dispositifs informatiques et électroniques.

Déflation : La déflation est l'opposé de l'inflation. À l'inverse de cette dernière, elle se caractérise en effet par une baisse durable et auto-entretenue du niveau général des prix.

Duration : Elle évalue la sensibilité d'une obligation ou d'un fonds obligataire aux variations des taux d'intérêt. Cette valeur est exprimée en années. Plus la durée d'une obligation est longue, plus son cours est sensible aux variations des taux d'intérêt.

ESG : Environnement, Social et Gouvernance : Un cadre utilisé pour évaluer les pratiques et la performance d'une entreprise dans trois domaines clés : l'impact environnemental, la responsabilité sociale et la gouvernance d'entreprise. Les critères environnementaux évaluent la manière dont une entreprise gère son impact sur la planète, les critères sociaux considèrent comment elle traite les personnes, y compris les employés, les clients et les communautés, et les critères de gouvernance évaluent la qualité et la transparence de sa direction et de ses contrôles internes.

Fed : Réserve fédérale américaine, c.-à-d. la banque centrale des États-Unis.

FMI : Fonds Monétaire International.

FOMC (Federal Open Market Committee) : Il est l'organe de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine.

Fonds de capital-risque : Les fonds de capital-risque sont des pools de capitaux fournis par des investisseurs à des startups et des petites et moyennes entreprises (PME) ayant un fort potentiel de croissance mais pouvant être trop risquées pour les méthodes de financement traditionnelles. Ces fonds sont gérés par des sociétés de capital-risque ou des professionnels qui investissent dans des entreprises à fort potentiel en échange de capitaux propres, ou d'une participation partielle dans l'entreprise. L'objectif principal des fonds de capital-risque est de générer des rendements substantiels pour leurs investisseurs grâce à la croissance réussie et à la sortie éventuelle (comme une introduction en bourse ou une acquisition) des entreprises investies.

General Partners : Sont des gestionnaires d'investissement professionnels responsables de la gestion de fonds de capital-investissement, de capital-risque ou d'autres types de fonds d'investissement privés.

GES : Gaz à effet de serre.

Greenflation : Désigne une hausse des prix des matières premières et de l'énergie causée par la transition verte.

High Yield ou Haut rendement : Catégorie d'obligations, également appelées obligations spéculatives (junk bonds, en anglais), dont la notation est inférieure à « investment grade » (c'est-à-dire toutes les notations inférieures à BBB- selon l'échelle de l'agence de rating Standard & Poor's). En règle générale, plus la notation est faible, plus le rendement est élevé, car le risque sur leur remboursement est plus élevé.

IA générative : Un type d'intelligence artificielle qui se concentre sur la création de nouveaux contenus, tels que du texte, des images, de la musique ou d'autres médias, en apprenant les motifs et les structures à partir de données existantes. Elle utilise des modèles comme les réseaux antagonistes génératifs (RAG) et les transformateurs pour produire des résultats originaux qui imitent la créativité et l'innovation humaines.

IDE : Investissement direct étranger (IDE) est une catégorie d'investissement transfrontalier dans laquelle un investisseur résident d'une économie établit un intérêt durable et un degré significatif d'influence sur une entreprise résidente d'une autre économie.

Intelligence Artificielle : Technologie qui permet aux machines d'accomplir des tâches nécessitant généralement l'intelligence humaine, telles que l'apprentissage, la résolution de problèmes et la prise de décision.

ISR : Investissement socialement responsable.

La loi de Moore : L'observation selon laquelle le nombre de transistors sur une microprocesseur double approximativement tous les deux ans, entraînant une augmentation constante de la puissance de calcul et une diminution du coût relatif des appareils électroniques. Ce principe a conduit à l'avancement rapide et à la miniaturisation de la technologie au cours des dernières décennies.

La stratégie "China Plus One" : La stratégie "China Plus One" est une approche commerciale où les entreprises diversifient leurs chaînes d'approvisionnement en ajoutant des opérations de fabrication ou de sourcing dans des pays autres que la Chine. Cette stratégie vise à réduire la dépendance à la Chine et à atténuer les risques associés aux tensions géopolitiques, aux guerres commerciales, aux coûts de la main-d'œuvre et aux perturbations des chaînes d'approvisionnement. En ayant des bases de production supplémentaires dans d'autres pays, les entreprises peuvent renforcer leur résilience, augmenter leur flexibilité et mieux gérer les incertitudes potentielles sur le marché mondial. Les pays alternatifs courants incluent le Vietnam, l'Inde, la Thaïlande et le Mexique.

Limited Partners ou société en commandite : Les investisseurs dans un partenariat, généralement dans des fonds de capital-investissement ou de capital-risque, qui apportent des capitaux mais ont une responsabilité limitée et une implication réduite dans la gestion du fonds. Leur risque financier est limité au montant de leur investissement, et ils reçoivent généralement des rendements basés sur la performance du fonds.

Marchés secondaires : Les marchés secondaires, également connus sous le nom de marchés financiers secondaires, sont des plateformes où les investisseurs achètent et vendent des titres qu'ils possèdent déjà. Contrairement aux marchés primaires, où les titres sont émis et vendus pour la première fois (comme lors d'une introduction en bourse, ou IPO), les marchés secondaires facilitent le trading de titres existants. Des exemples de marchés secondaires incluent des bourses de valeurs comme le New York Stock Exchange (NYSE) et le NASDAQ, où les actions, obligations et autres instruments financiers sont échangés entre investisseurs. La liquidité fournie par les marchés secondaires est cruciale car elle permet aux investisseurs d'acheter et de vendre facilement leurs titres, favorisant ainsi l'investissement et contribuant à la stabilité et à l'efficacité globales du système financier.

Nearshoring (régionalisation) : Décrit par l'OCDE comme la décision de relocaliser des activités précédemment délocalisées.

No landing scénario : Une situation économique où la croissance se poursuit de manière régulière sans ralentir ni entrer en récession.

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

PIB (produit intérieur brut) : Mesure le niveau de production de biens et de services d'un pays au cours d'une année par les agents résidant à l'intérieur du territoire national.

Points de base (pb) : 1 point de base = 0,01 %.

Point mort d'inflation (ou « inflation breakeven » en anglais) : Niveau d'inflation qui équilibre les rendements des obligations nominales et des obligations indexées sur l'inflation (de maturité et de qualité identiques). En d'autres termes, c'est le niveau d'inflation pour lequel un investisseur est indifférent entre la détention d'une obligation nominale ou d'une obligation indexée sur l'inflation. Il représente ainsi les anticipations d'inflation sur une zone géographique pour une certaine maturité.

Quantitative easing QE (Assouplissement quantitatif) : Instrument de politique monétaire par l'intermédiaire duquel la banque centrale acquiert des actifs, par exemple des obligations, afin d'injecter des liquidités dans l'économie.

Quantitative tightening QT (Resserrement quantitatif) : Outil de politique monétaire restrictive appliqué par les banques centrales pour diminuer le montant de liquidité ou la masse monétaire dans l'économie.

R-star : Le taux d'intérêt naturel où l'économie est en plein emploi et l'inflation est stable, sans stimuler ni ralentir la croissance économique.

Soft landing : Un ralentissement économique contrôlé qui évite une récession et maintient l'inflation sous contrôle.

Spread (pour Spread de crédit) : Correspond à l'écart entre deux actifs, généralement entre les taux d'intérêt, par exemple entre le taux d'une obligation d'entreprise et celui d'une obligation d'État.

Stagflation : Se réfère à une économie qui connaît simultanément une augmentation de l'inflation et une stagnation de la production économique.

Taux directeur : Un taux d'intérêt que l'autorité monétaire d'un pays (c'est-à-dire la banque centrale) fixe afin d'influencer l'évolution des principales variables monétaires de l'économie (par exemple, les prix à la consommation, les taux de change ou l'expansion du crédit, entre autres).

TCJA (Tax Cuts and Job Acts) : La réforme fiscale TCJA (Tax Cuts and Jobs Act) de 2017 est une législation américaine visant à réduire les impôts des entreprises et des particuliers pour encourager la croissance économique.



08



Avertissement



AVERTISSEMENT

Ce document intitulé « Global Outlook » (la « Brochure ») est publié exclusivement à titre de communication marketing.

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

Les informations publiées dans la Brochure 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 Brochure n'est pas pensée pour, ou destinée à des personnes d'un pays en particulier.

La Brochure 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 en 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'exhaustivité 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 futurs.

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 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 ou entités apparentées, à savoir CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, leurs filiales, succursales et bureaux de représentation respectifs, quel que soit leur lieu d'implantation, exercent leurs activités sous la marque unique Indosuez Wealth Management. Chacune des filiales, leurs propres filiales, succursales et bureaux de représentation, ainsi que chacune des autres entités de Indosuez Wealth Management sont désignés 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 Brochure, 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 Brochure, 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 Brochure 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.

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

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

- **en France** : la présente Brochure est distribuée par CA Indosuez, société anonyme au capital de 853 571 130 euros, maison mère du groupe Indosuez et établissement bancaire de plein exercice agréé pour la fourniture de services d'investissement et l'activité de courtage en assurance, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Paris, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635 (numéro individuel d'identification d'assujettissement TVA : FR 075 72 17 16 35) ;
- **au Luxembourg** : la Brochure 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) ;
 - Banque Degroof Petercam Luxembourg S.A., dont le siège social est situé 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg, autorisée par et soumise au contrôle prudentiel de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »), 283 route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, site Internet www.cssf.lu, tél. (+352) 26251-1, et de la Banque Centrale Européenne dans le cadre de leurs compétences respectives.

- **en Espagne** : la Brochure 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 0403 212 172. 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 Brochure 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).
- la Banque Degroof Petercam SA, située Rue de l'Industrie 44 B-1040 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre des Entreprises sous le numéro 0403 212 172, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA BE 0403 212 172 (RPM Bruxelles) ;

- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, 20121 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 Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;

- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1er - 98 000 Monaco, enregistré au Registre de l'Industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341, agrément : EC/2012-08 ;

- **au Portugal** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), Sucursal em Portugal basée à Avenida da Liberdade, 190, 2.º B - 1250-147 Lisboa, Portugal, inscrite à la Banque du Portugal sous le numéro 282, code fiscal 980814227 ;

- **en Suisse** : la Brochure 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 Brochure 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 Brochure ;

- **dans la Région administrative spéciale de Hong Kong** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure 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 Brochure 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) ;

- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, 068912 Singapour. A Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux investisseurs qualifiés, investisseurs institutionnels ou investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour 2001. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;

- **au DIFC** : la Brochure 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 Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal 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 Brochure 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 Brochure. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

La Brochure ne peut être photocopie, 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.

Crédits photos: Adobe Stock.

Achevé de rédiger le 13.11.2024.

