

MONTHLY HOUSE VIEW

Février 2023

La récession qui n'existait pas ?

• Table des matières

01•	Éditorial Y AURA-T-IL UN « NO LANDING » EN 2023 ?	P3
02•	Focus LA RÉCESSION QUI N'EXISTAIT PAS ?	P4
03•	Macroéconomie LA REVANCHE DU CONSOMMATEUR CHINOIS	P6
04•	Obligations 2023 : UN NOUVEAU DÉPART POUR L'INVESTISSEMENT OBLIGATAIRE	P8
05•	Actions RETOUR DE L'OPTIMISME SUR LES MARCHÉS ?	P10
06•	Devises LE DOLLAR CONTRE LE RESTE DU MONDE	P12
07•	Allocation d'actifs SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION	P14
08•	Market Monitor APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	P16
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Au pic du pessimisme, en juillet 2022, le mot « récession » a été cité plus de 50 000 fois dans des articles sur Bloomberg². Nous avons connu ces 12 à 14 derniers mois des révisions macroéconomiques constamment négatives et le consensus a revu systématiquement les chiffres de croissance de 2022 et 2023 à la baisse ainsi que l'inflation à la hausse. Au bout d'un moment, le *momentum* se calme et s'inverse. La vraie question est de savoir si nous sommes arrivés à ce point d'inflexion.

En 2023, le consensus prévoit un *soft landing*³ de l'économie mondiale avec un ralentissement sans récession. Est-ce réellement crédible ? Finalement, le risque n'est-il pas d'avoir un *no landing* ? Il est possible que la croissance réaccélère beaucoup plus vite que prévu et ceci grâce notamment à l'impulsion de la Chine et une consommation américaine moins fragile dans un contexte de désinflation. En effet, l'Europe flirte avec la récession, mais le premier trimestre pourrait bien nous surprendre, positivement aidé par ces facteurs et par un hiver moins rigoureux qu'attendu.

Cela règle-t-il pour autant tous nos problèmes et notamment ceux liés à la hausse des taux et de l'inflation ?

En partie seulement, car dans l'environnement actuel, le temps de transmission de la hausse des taux sur l'économie réelle est vraisemblablement rallongé par rapport à ce que nous avons connu historiquement et la magnitude de son impact sera probablement plus modérée :

- En effet, une majorité de ménages américains et de la zone euro sont endettés à taux fixe sur le long terme et ne sont donc pas impactés par cette hausse des taux d'emprunt immobilier. Alors que les taux d'emprunt immobilier à 30 ans aux États-Unis sont remontés de 3,5 % pré-COVID à 6,5 % aujourd'hui, seulement 10 % des ménages sont emprunteurs à taux variable (vs 35 % avant la crise de 2008).
- De plus, le niveau d'endettement des ménages est plus faible qu'avant pandémie (à 66 % du PIB contre 85 % 2008).
- Le marché du travail reste également un soutien. Avec 3,5 % de chômeurs aux États-Unis, nous sommes revenus sur des niveaux qui prévalaient quand le premier homme a posé le pied sur la lune !

- Enfin, les entreprises émettrices d'obligations aux États-Unis et en Europe auront moins de pression liée au remboursement de leurs dettes arrivées à l'échéance cette année.

Concernant l'inflation, la situation devrait s'améliorer. Notre scénario est celui d'un scénario en racine carrée dans le sens où l'inflation peut baisser beaucoup plus rapidement que prévu à court terme concernant les facteurs les plus volatiles (énergie, etc.) pour des raisons liées aux effets de base⁴, à un hiver plus clément en Europe, pour des raisons d'offre qui augmente (réouverture de la Chine) et de demande qui décélère un peu dans les pays développés. Par contre, à terme, notre vision est celle d'une inflation qui se stabiliserait à un niveau beaucoup plus haut que ce qu'envisagent les banques centrales. Alors que beaucoup de banques centrales des pays émergents (hors Chine) vont sûrement commencer à baisser leurs taux directeurs cette année, les banques centrales européenne et américaine vont probablement également adoucir leur discours restrictif concernant les taux.

L'élément clé reste la Chine, qui, malgré des sujets de désendettement long terme, est en train de se rouvrir avec un fort potentiel pour la consommation interne à court terme. Par exemple, le touriste chinois est le premier consommateur au niveau mondial : c'est deux fois la consommation du touriste américain en 2019. Nous sommes actuellement très loin du potentiel d'avant-crise. D'après des sondages, les Chinois vont prendre beaucoup plus de semaines de vacances qu'habituellement à partir des vacances du Nouvel An chinois et pourraient se mettre à consommer fortement comme les américains ou les européens l'ont fait lorsqu'ils sont sortis de la période de confinement. La Chine va ensuite normaliser sa capacité de production et cela devrait tirer l'économie mondiale.

Alors que nous allons entrer dans l'année chinoise du lapin d'eau, symbole de la prospérité, la paix, l'adaptation, la richesse, sans oublier la chance, toutes les équipes se joignent à moi pour vous souhaiter une excellente année 2023 et une bonne lecture.

1 - *No landing* : pas d'atterrissage.

2 - Plateforme de données financières à destination des professionnels de la finance.

3 - *Soft landing* : atterrissage en douceur.

4 - L'inflation est mesurée sur un an et, suite à la très forte accélération des prix l'an dernier, le niveau d'inflation qui sert de référence est actuellement particulièrement élevé.

Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Officer



L'inflation reste
supérieure à
4 FOIS LE
NIVEAU
CIBLE
DE LA BCE

Depuis des mois, nous alertons sur l'excès de pessimisme qui entoure la zone euro. Jusqu'à présent, l'Europe traverse sans encombre son premier hiver sans gaz russe... Mais il est vrai que d'autres hivers suivront, et les répercussions de cette crise sont encore à venir. À court terme, il est toutefois permis d'être plus optimiste sur la région.

UN QUATRIÈME TRIMESTRE PLUS RÉSILIENT QU'ANTICIPÉ

Les indicateurs d'activité européens ont eu tendance à surprendre à la hausse ces derniers mois (graphique 1). La zone euro s'est montrée plus résistante qu'anticipé, la production industrielle ayant progressé de 2 % en glissement annuel en novembre, alors que le consensus tablait sur 0,5 %. Du côté de la consommation, les ventes de détail ont moins reculé que prévu après le bond enregistré en 2021 (-2,8 % en glissement annuel en novembre, contre -3,3 % attendus). Une partie de cette résilience est due à la chance, la douceur de l'hiver limitant les importations de gaz et la

pression sur les prix (graphique 2), mais aussi aux dispositifs d'aides visant à faire face à la crise de l'énergie. Dans ce contexte, le déficit commercial exceptionnel de la zone euro se résorbe progressivement. Le redressement des services après la COVID-19 a également constitué un facteur de soutien en 2022.

L'Allemagne s'est particulièrement distinguée en déjouant des prévisions pessimistes. Malgré une inflation historique, les ventes de détail ont résisté et progressé de 0,3 % sur l'ensemble de l'année. Selon l'Office fédéral de la statistique, l'Allemagne a ainsi évité la récession au quatrième trimestre 2022.

GRAPHIQUE 1 : INDICE CITI DES SURPRISES ÉCONOMIQUES



GRAPHIQUE 2 : ENVOLÉE ET REFLUX DES PRIX DU GAZ EN EUROPE, TTF NÉERLANDAIS, EUR/MWH



Malgré les difficultés touchant les secteurs à forte intensité énergétique, la production industrielle est restée stable, en partie parce que l'atténuation des problèmes de la chaîne logistique a permis aux entreprises de vider leurs carnets de commandes.

2023 : LE PIRE EST-IL DERRIÈRE NOUS ?

La situation en Europe reste difficile et fragmentée, mais en termes de scénarios de croissance, le pire semble être derrière nous – du moins à ce stade. La réouverture de la Chine devrait relancer la demande d'exportations européennes en 2023. L'inflation a désormais dépassé son pic, mais c'est uniquement grâce au récent recul des prix de l'énergie, car l'inflation de base (hors prix volatils de l'énergie et des denrées alimentaires) continue d'augmenter (à 5,2 % en glissement annuel), les tarifs de l'énergie se diffusant progressivement dans l'ensemble des biens et services. Un taux de chômage historiquement faible et des pénuries structurelles de main-d'œuvre soutiendront la croissance des salaires en 2023 et permettront, parallèlement au recul de l'inflation, de restaurer une partie du pouvoir d'achat perdu en 2022. La politique budgétaire restera accommodante, notamment en Allemagne et en France.

Les bilans des consommateurs restent relativement solides, puisque le taux d'épargne personnelle a retrouvé sa moyenne historique (13,2 % contre 2,3 % aux États-Unis). Enfin, la reconstitution des stocks pourrait également soutenir l'activité en début d'année 2023, tandis que la Chine s'ouvre et que les directeurs d'achat marqués par la pandémie continuent de faire des provisions. D'autre part, si les coûts de financement augmentent, les taux réels (corrigés de l'inflation) resteront négatifs dans la zone euro en 2023, ce qui soulagera les entreprises européennes. Jusqu'à présent, les taux hypothécaires moyens ont augmenté pour atteindre un peu moins de 3 % en novembre 2022 dans la région (contre environ 6 % aux États-Unis en janvier 2023).

On observe toutefois la persistance de certains vents contraires :

- **La faiblesse actuelle des prix du gaz pourrait ne pas durer**, même si les niveaux de stockage se situent toujours à des sommets historiques (82 % des capacités, contre 50 % il y a un an et une norme saisonnière de 70 % sur 5 ans), mais l'Europe devra se passer du gaz russe l'hiver prochain, d'autant plus que la volonté de soutenir l'Ukraine dans la guerre se renforce. La concurrence avec l'Asie pour les importations

de gaz naturel liquéfié (GNL) américain pèsera également sur les prix, tandis que les conditions météorologiques pourraient se détériorer et stimuler la demande.

- **La Banque centrale européenne (BCE) poursuivra son resserrement, avec prudence.** En 2022, la BCE a sensiblement augmenté ses taux de référence (+250 pb à 2,5 % pour le taux de refinancement), mais moins que la Réserve Fédérale (Fed) (+400 pb à 4,25 %). Cependant, l'Europe affronte un choc sur l'approvisionnement en énergie et l'impact de la BCE pourrait s'avérer limité, par rapport à la Fed qui fait face à un choc d'inflation post-pandémie induit par la demande. D'après les anticipations des marchés, la BCE pourrait atteindre à la mi-2023 un taux final de 3,3 % (contre 5 % aux États-Unis).

- **Enfin, si nous considérons la viabilité budgétaire comme une menace gérable en 2023**, nous estimons que le retour à la discipline budgétaire sera un thème récurrent cette année, tout comme la mutualisation des dettes. À court terme, les problèmes de viabilité de la dette italienne doivent être relativisés, car la croissance nominale (soutenue par l'inflation) avoisinera les 6 % en 2023, un niveau bien supérieur au taux d'intérêt moyen implicite appliqué à l'ensemble du stock de la dette (2,45 % en 2022, contre 2,38 % en 2020). Néanmoins, une certaine pression du marché pourrait émerger au deuxième trimestre 2023, lorsque d'importantes émissions arriveront sur le marché et que la BCE mettra fin à ses programmes d'achat.

2023 : LES ACTIONS EUROPÉENNES EN POSITION D'OUTSIDER

Conséquence directe de ce rebond du sentiment économique, l'euro a repris des couleurs et les actions européennes ont connu leur meilleur début d'année depuis des décennies (l'EURO STOXX progresse de 7 %, le DAX allemand de 8,7 %), surpassant leurs homologues internationales, notamment américaines (+4,2 % pour le S&P 500) et affichant un recul de seulement 7 % par rapport à début janvier 2022. Les banques européennes qui ont passé d'importantes provisions sont particulièrement attrayantes, car elles devraient bénéficier d'une hausse des revenus d'intérêts grâce au relèvement des taux directeurs de la BCE (même si ces revenus sont historiquement moins sensibles aux hausses de taux qu'aux États-Unis) et les prêts non performants devraient rester limités dans un contexte de faible taux de chômage.

Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Officer



1/3
des revenus
chinois
ÉPARGNÉS
en 2022

La réouverture de la deuxième économie mondiale suscite de nombreuses interrogations concernant son impact potentiel sur le reste du monde. La plupart des banques centrales des économies développées devraient se réjouir de la réouverture de la Chine, car les tensions liées à l'offre devraient s'apaiser, même si les prix des matières premières risquent d'enregistrer un rebond – a priori limité, car les consommateurs chinois ne compenseront pas entièrement la faiblesse de la consommation américaine en 2023.

LE MONDE ATTEND LA REPRISE DE LA CONSOMMATION EN CHINE

Malgré l'enthousiasme débordant du marché, il est encore trop tôt pour constater une amélioration significative de la situation économique chinoise depuis la réouverture accélérée entamée début décembre. Les données ne sont pas encore disponibles et le parcours mouvementé vers une réouverture complète devrait se terminer au cours du premier trimestre 2023. Certains signes précoces sont toutefois visibles, les infections atteignant déjà un pic dans la plupart des villes tandis que la mobilité se redresse dans de nombreuses régions du pays. À ce stade, les enquêtes sur la consommation dressent un tableau plutôt sombre du moral des consommateurs chinois (au plus bas depuis avril 2022). Néanmoins, on observe que le taux de chômage recule (de 5,7 % à 5,5 % pour le secteur urbain, un chiffre comparable au niveau pré-pandémie) et le gouvernement semble assouplir sa position en matière de politiques et de réglementation. L'inflation reste inexistante (1,8 % en glissement annuel, un chiffre inchangé sur le mois).

Les chiffres du NBS⁵ montrent que le revenu nominal disponible par habitant a augmenté de 5,3 % depuis 2019, tandis que le volume de l'épargne a gonflé de plus de 250 %. Selon les rapports de Bloomberg, les consommateurs chinois ont épargné un tiers de leurs revenus en 2022 (contre 17 % avant la crise) et se sont désendettés (le crédit aux ménages a baissé de 5 % en glissement annuel). La situation financière des ménages chinois s'avère donc plus solide qu'avant la crise. Dans ce contexte, le retour de la confiance – notamment dans le secteur immobilier – et la poursuite du reflux du taux de chômage seront essentiels pour débloquer l'excédent d'épargne accumulé en 2022.

Nous avons revu à la hausse nos prévisions pour la Chine (tableau 1), tout en restant prudents car nous pensons que les ménages chinois recommenceront à se déplacer progressivement pendant le Nouvel An lunaire, tandis que la production devrait décoller plus rapidement.

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2022-2024, %

● Révisions à la baisse depuis le mois dernier ● Révisions à la hausse

	CROISSANCE DU PIB			INFLATION		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Monde	3,4	2,2	2,8	8,2	6,2	4,0
États-Unis	2,0	0,9	0,6	8,1	4,3	2,3
Zone euro	3,3	-0,5	0,8	8,5	7,3	3,2
Japon	1,3	0,5	1,2	2,4	0,5	0,4
Chine	3,0	4,4	4,9	2,0	2,2	2,1
Brésil	3,1	0,5	1,7	9,3	4,5	4,3
Inde	7,0	5,4	6,0	6,7	5,4	5,9

Sources : Amundi (prévisions de janvier 2023), Indosuez Wealth Management.

5 - Bureau national des statistiques.



LES EXPOR-
TATIONS
CHINOISES
vers les membres
de l'ASEAN
EN HAUSSE
DE 7,5 % EN
GLISSEMENT
ANNUEL

NOUVEAU RELÂCHEMENT DES TENSIONS DANS LA CHAÎNE LOGISTIQUE

Les prix du fret sont en voie de normalisation depuis le troisième trimestre 2022. La réouverture de la Chine devrait fluidifier les chaînes logistiques (notamment pour l'automobile et les biens de consommation), même si la pandémie a durablement modifié les habitudes de stockage. L'amélioration des conditions de l'offre est visible dans les enquêtes auprès des directeurs d'achat américains et allemands, qui reflètent une amélioration des délais et des prix des matériaux, ce qui devrait réduire les pressions inflationnistes à court terme comme l'a récemment souligné l'OCDE. Les exportations chinoises ne se sont pas encore redressées (-8,7 % en novembre), mais les indices des prix à la production (IPP) sont en territoire négatif pour le troisième mois consécutif et le retour des marchandises chinoises aura un effet déflationniste au niveau mondial.

Jusqu'à présent, l'impact de la réouverture de la Chine sur les prix des matières premières a été modéré. Les prix du pétrole devraient néanmoins rebondir, après avoir chuté sous les 80 dollars le baril. Si la Chine est l'un des moteurs de la demande, les problèmes liés à l'offre – absence de réserves stratégiques américaines en 2023, complications liées à la Russie et tensions internes à l'OPEP – seront déterminants. En revanche, la demande de gaz (GNL) de la Chine pourrait avoir un impact plus important en 2023, en raison de son entrée en concurrence avec les besoins croissants de l'Europe.

Globalement, nous jugeons la réouverture de la Chine plus déflationniste qu'inflationniste, notamment pour les prix *core* (hors alimentation et énergie), qui sont la principale préoccupation des banques centrales.

UN ANTIDOTE AUX RISQUES DE RÉCESSION MONDIALE ?

Les exportations de la Chine vers les États-Unis et la zone euro ont récemment chuté (respectivement -19,5 % et -17,5 % en glissement annuel) car la demande de ces régions a faibli, alors qu'elles ont progressé envers ses partenaires de l'ASEAN (+7,5 %) et l'Australie (+8 %). Des pays ayant des liens commerciaux étroits avec la Chine et qui ont souffert en 2022 – Corée du Sud, Japon, Taïwan et Chili – devraient se redresser en 2023, notamment grâce à la relance du tourisme régional. La croissance mondiale pourrait en effet être tirée par les marchés émergents en 2023, alors que la réouverture complète de la Chine n'est pas encore totalement prise en compte dans notre scénario. Un certain nombre de marchés émergents mettront en place une politique monétaire moins stricte à partir de 2023, sachant que les pays d'Amérique latine ont engagé un resserrement monétaire précoce en 2022 et doivent absorber l'impact d'une demande mondiale peu dynamique. À cet égard, les consommateurs chinois ne compenseront probablement pas entièrement la faiblesse de la consommation américaine en 2023, même si une baisse de l'inflation plus rapide que celle des salaires devrait renforcer le pouvoir d'achat. L'inflation aux États-Unis devrait en effet chuter à 3 % au quatrième trimestre 2023 (contre un peu moins de 5 % dans la zone euro), les tensions sur l'offre liées à la pandémie s'atténuant sur les marchés des biens et des locations immobilières, tandis que les prix des services continuent de progresser en raison de tensions persistantes sur le marché du travail.

Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Avec la contribution
de l'équipe Obligations



LES TAUX
DE LA FED
devraient atteindre
5 % AU T2
2023

Les marchés obligataires ont subi des pertes inédites en 2022. Cette situation s'explique d'abord par l'abandon de la politique monétaire accommodante des banques centrales, puis par les retraits de fonds des investisseurs. Des poches d'opportunités sont toutefois apparues en 2022, et la transition vers 2023 nécessitera sélectivité et agilité.

BANQUES CENTRALES

La Fed devrait relever ses taux à un rythme désormais plus lent, pour les porter à 5 % d'ici le deuxième trimestre 2023, avant de les maintenir durablement à un niveau élevé. Le marché obligataire conteste cette perspective et la courbe des taux continue de s'aplatir.

Les pressions vers un aplatissement de la courbe des taux américains s'exercent désormais sur les échéances courtes, puisque le bon du Trésor à 6 mois affiche désormais le rendement le plus élevé, ce qui signifie que le marché anticipe désormais des baisses de taux dès la fin 2023.

Les baisses implicitement anticipées par la courbe des taux américains semblent toutefois exagérées. Pour qu'elles se matérialisent, cela supposerait une récession accompagnée d'un taux d'inflation inférieur à celui prévu en fin d'année. Or, le marché de l'emploi reste tendu, l'inflation de base se situe toujours à des niveaux inconfortables et les données dures n'ont pas confirmé le pessimisme reflété par les indicateurs de sentiment. Alors que l'inflation recule progressivement, la prochaine hausse des taux pourrait être limitée à 25 pb, mais ce ne sera certainement pas la dernière.

Les courbes des *swaps* d'inflation et des points morts d'inflation, qui se sont effondrées en même temps que les marchés de l'énergie, permettent d'envisager un retour rapide de l'inflation vers l'objectif des banques centrales, un niveau auquel elle pourrait se maintenir durablement.

En conséquence, les taux d'intérêt réels ont cessé d'augmenter depuis le symposium de Jackson Hole et se situent désormais dans une fourchette comprise entre 1,2 % et 2 % sur l'échéance à 5 ans.

Ce niveau pourrait s'avérer restrictif pour la croissance américaine, alors que l'économie ralentit déjà. Ce contexte est susceptible d'expliquer l'absence de pression haussière sur les rendements nominaux.

Avec la réouverture de la Chine, nous pourrions cependant assister à un regain de tensions sur les marchés de l'énergie (notamment les prix du gaz) propulsant les points morts d'inflation à la hausse. En outre, les prix du pétrole devraient également se redresser en 2023.

La courbe des taux en euro présente le même comportement que la courbe des taux en dollar, mais avec un décalage temporel.

La BCE a entamé son cycle de resserrement plus tard, et même si la réduction de son bilan devrait être plus brutale qu'aux États-Unis, le resserrement quantitatif (QT) n'a pas encore commencé et les taux ne dépassent toujours pas le niveau de 3 % annoncé par les membres de la BCE. On peut dès lors anticiper une inversion accrue de la courbe des taux en euro.

Les segments 2-10 ans et 2-5 ans s'inversent rapidement et l'attitude de la BCE maintient une pression haussière sur les échéances courtes, malgré le ton plus conciliant adopté depuis la mi-janvier par certains membres du conseil des gouverneurs. La BCE reste donc en retard, mais une nouvelle baisse des rendements américains pourrait se répercuter sur les autres marchés développés.

Grâce à un hiver clément jusqu'ici, le gaz se négocie aux prix de janvier 2022 sur les marchés européens. Associée aux efforts budgétaires, cette situation a fait baisser l'inflation globale et aplani le chemin vers une récession dont personne ne sait si elle adviendra réellement (voir la section Focus, page 4). L'environnement actuel laisse une certaine marge de manœuvre à la BCE pour se montrer plus agressive.

À ce stade, la BCE a procédé à un resserrement historique de sa politique monétaire, en relevant ses taux à plusieurs reprises – notamment via des hausses « jumbo » (75 pb) – et en réduisant son bilan (graphique 3), ce qui se reflète dans les *spreads* des États périphériques et de manière plus générale dans les *spreads* de crédit.

Cependant, si le *spread* entre le BTP italien et le Bund est élevé, il reste contenu grâce à la baisse des prix de l'énergie, au soutien budgétaire de l'Union européenne et au dispositif protecteur mis en place par la BCE (Instrument de protection de la transmission, IPT).

CRÉDIT

En ce qui concerne le crédit sur les marchés développés, nous privilégions toujours les titres *investment grade* (IG) à court terme afin de tirer parti des opportunités de portage. Les échéances longues comportent un risque de durée excessif par rapport au rendement offert. En Europe comme aux États-Unis, les marchés primaires suscitent

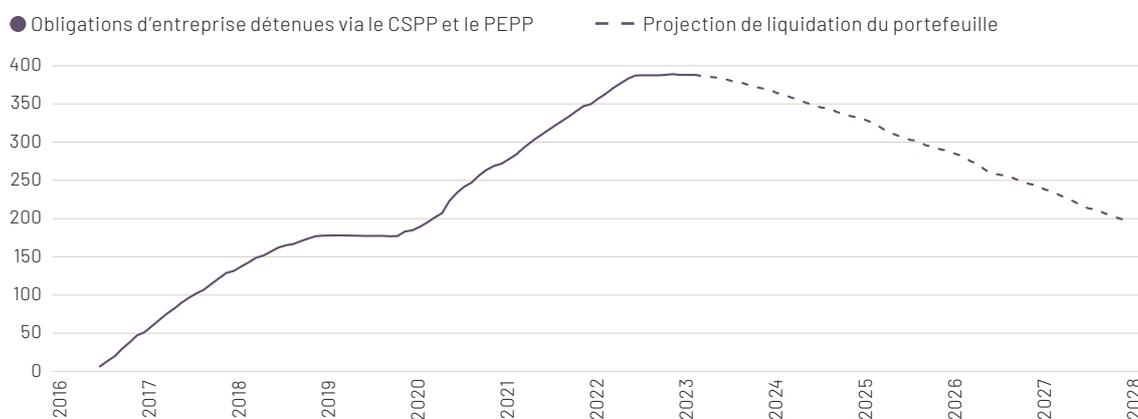
l'intérêt des investisseurs sur tous les segments, des obligations sécurisées à la dette très subordonnée. Sur le segment du haut rendement, qui attire les investisseurs avec les coupons les plus élevés de la dernière décennie, les transactions sont plus rares.

Les *spreads* périphériques, qui reflètent l'évolution des marchés d'actifs risqués, ont tendance à être corrélés aux *spreads* de crédit des obligations d'entreprise.

MARCHÉS ÉMERGENTS

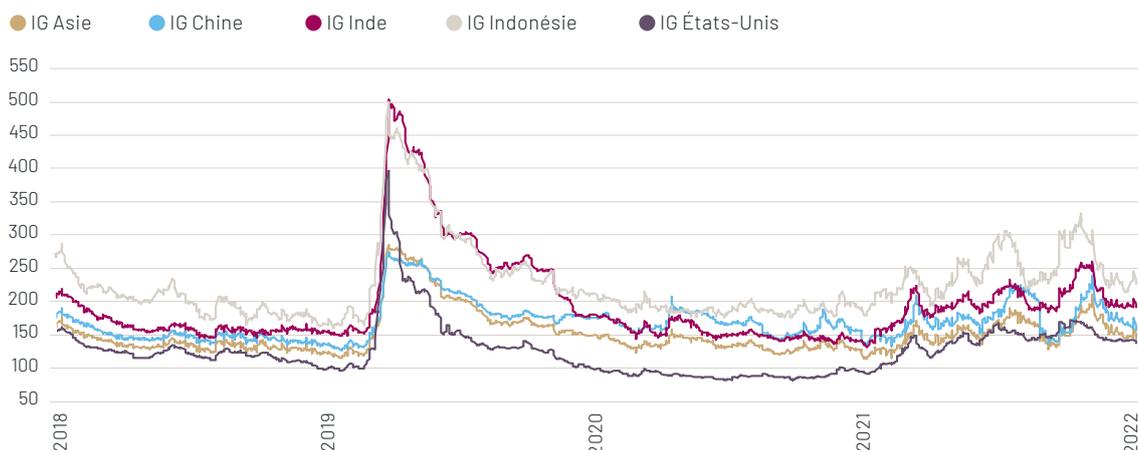
Sur les marchés émergents, les fondamentaux du segment IG asiatique sont restés stables tout au long de l'année 2022 (graphique 4). En outre, le marché est soutenu par une offre nette limitée et le retour des flux de fonds en Asie. Nous restons toutefois prudents sur les fondamentaux du segment *high yield* (HY) asiatique, en attendant des signes clairs de transmission des politiques pour le secteur immobilier chinois.

GRAPHIQUE 3 : LE VOLUME DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISE DÉTENUES PAR LA BCE RAMENÉ À 200 MILLIARDS D'EUROS D'ICI LA FIN 2027, MILLIARDS EUROS



Sources : Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 4 : LE RALLYE DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN A STIMULÉ LA DEMANDE DES INVESTISSEURS POUR LE CRÉDIT ASIATIQUE, POINTS DE BASE



Sources : Indices ICE BofA Asian Dollar, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio
Manager

Avec la contribution
de l'équipe Actions

Enfin de bonnes nouvelles en ce début d'année 2023 ! Parallèlement à la réouverture de l'économie chinoise et au recul de l'inflation aux États-Unis, la crise énergétique a jusqu'ici été évitée en Europe et les économies se sont globalement révélées plus résistantes qu'attendu. Cet environnement en apparence plus favorable a permis une hausse des marchés boursiers mondiaux. Les marchés actions resteront toutefois volatils tant que la Fed n'aura pas infléchi sa politique monétaire, ce qui limite les perspectives d'une hausse durable.



S&P 500:

65 % des entreprises sont négatives dans leurs prévisions de BPA, 35 % sont positives

SAISON DE PUBLICATION DES RÉSULTATS

À l'approche de la saison de publication des résultats du quatrième trimestre 2022, nous restons attentifs à d'éventuelles révisions à la baisse des BPA (bénéfices par action). Cependant, le ratio de préannonces n'est pas si désastreux qu'on aurait pu le craindre : parmi les 20 % d'entreprises du S&P 500 ayant communiqué au cours des trois derniers mois, 65 % ont publié des prévisions de BPA négatives et 35 % des prévisions positives (ce qui est inférieur à la moyenne sur 25 ans, mais conforme à la moyenne sur 10 ans).

ÉTATS-UNIS

En ce début d'année, nous assistons à un choc majeur sur le facteur *momentum*. En effet, les entreprises dont les révisions de bénéfices sont les plus faibles surperforment les entreprises dont les révisions sont les plus solides. Toutefois, ce renversement semble être lié au fait que les investisseurs couvrent des positions courtes, plutôt qu'à l'évolution des fondamentaux.

Le sentiment des investisseurs témoigne d'une certaine euphorie à court terme, notamment si l'on observe le niveau de l'indice de volatilité (VIX).

Il convient de rester vigilant, car nous sommes désormais passés sous le seuil de 20, ce qui indique soit une euphorie excessive, soit un prochain changement du régime de volatilité.

Sur le plan macroéconomique, les inquiétudes concernant l'inflation, la récession et une politique monétaire trop restrictive restent des risques majeurs pour les actions et incitent à la prudence. On observe également que le marché américain reste plus cher que les autres marchés, notamment en raison des valorisations élevées des méga-capitalisations (valorisation > 200 milliards de dollars), capables à elles seules - en raison de leur poids - de faire grimper (ou chuter) la performance d'un indice.

EUROPE

La zone euro semble s'éloigner de la récession : la météo clémente a permis d'éviter une crise énergétique, les prix du gaz ont fortement chuté et la guerre en Ukraine n'a pas connu de nouvelle escalade pour le moment. La réouverture de la Chine devrait également profiter à la région, de même qu'un euro encore faible favorisant la compétitivité des entreprises européennes.

Portées par l'amélioration des chiffres macroéconomiques, les commentaires positifs des entreprises et un possible changement de politique monétaire, les valeurs cycliques, technologiques et plus généralement les valeurs les plus sanctionnées l'année dernière ont déjà repris des couleurs. À nos yeux, les marchés boursiers européens demeurent néanmoins plus attrayants que leurs homologues américains, même si l'ampleur et la vitesse du rallye actuel nous dissuadent d'accroître l'exposition à la zone euro à court terme.

MARCHÉS ÉMERGENTS

L'indice MSCI China a bondi de plus de 50 % depuis son point bas du 31 octobre 2022⁶ (+11,2 % depuis le début de l'année). Compte tenu de valorisations décotées, de prévisions de BPA ayant probablement atteint un plancher à la fin 2022, de flux d'investissement potentiellement massifs vers la Chine et de l'amélioration du sentiment des acteurs internationaux, les actions chinoises (actions H et A) restent cependant intéressantes en 2023. Leur forte reprise est principalement due au « pivot Xi Jinping » - 30 mesures d'assouplissement de la politique DZC (Dynamic zero-COVID), complétées par des aides ciblant le secteur immobilier. En outre, le discours officiel du Parti a laissé entendre que la « rectification réglementaire » concernant le secteur de l'Internet pourrait être terminée. Cette annonce devrait vaincre les réticences des investisseurs internationaux vis-à-vis de ce secteur.

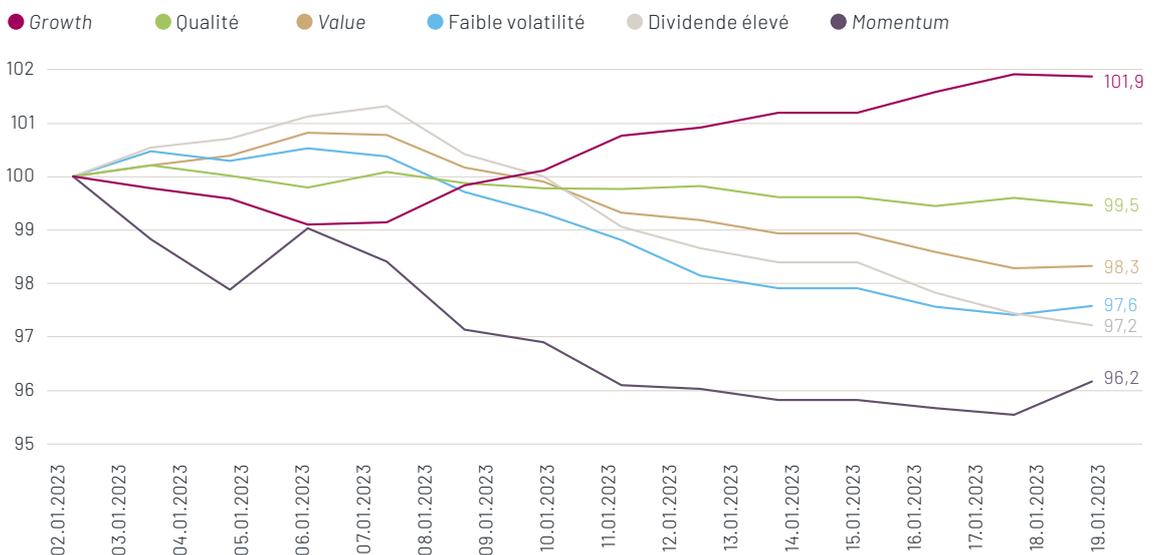
Pour 2023, la réouverture effective du pays et la libération de la demande refoulée (les « dépenses de revanche ») laissent présager un rebond massif des marchés boursiers chinois.

STYLES D'INVESTISSEMENT

Nous avons commencé la nouvelle année avec un message de prudence. En effet, les incertitudes concernant une éventuelle récession ou l'impact de la politique monétaire de la Fed n'ont pas toutes été levées. Pour ces raisons, nous restons concentrés sur les valeurs du style Qualité (en particulier les entreprises offrant un rendement attrayant et durable aux actionnaires). Cependant, d'autres opportunités sont susceptibles d'émerger tout au long de l'année, notamment dans les styles Cycliques et *Growth*. La réouverture complète de la Chine constitue en outre un catalyseur pour de nombreux titres *Value* européens fortement exposés à l'économie et à la consommation chinoises. Par ailleurs, la poursuite de la baisse des prix de l'énergie et la normalisation de la chaîne logistique sont toujours favorables aux valeurs industrielles au niveau mondial.

Enfin, nous sommes désormais un peu plus optimistes sur le style *Growth*. Compte tenu de la mauvaise performance du style l'année dernière et du niveau des valorisations, les valeurs de croissance possèdent en effet un potentiel de rebond en 2023 (graphique 5), dans un contexte où les rendements obligataires américains sont probablement proches de leur sommet.

GRAPHIQUE 5 : PERFORMANCES DES STYLES D'INVESTISSEMENT EN ACTIONS PAR RAPPORT AU MSCI US, 100=01.01.2023



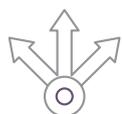
Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

6 - Source : Bloomberg (au 17 janvier 2023, en USD).

Muriel ABOUD
SCHIRMANN
Head of Active Advisory

Hugo
DE VASCONCELOS
Active Advisor

Stéphane MAGNAN
Active Advisor



La grande
DIVERGENCE :
ce que
DIT LA FED
et ce que
PENSENT
LES INVES-
TISSEURS

Le début de l'année 2023 est caractérisé par une grande incertitude – le marché semble convaincu que « l'inflation va corriger », alors que des risques importants subsistent dans de nombreux domaines.

USD

Poursuite de la baisse ?

Le billet vert a été un véritable casse-tête pour la plupart des investisseurs attentifs aux directives de la Fed. Depuis le pic atteint en septembre 2022, l'indice dollar (DXY)⁷ (graphique 6) a perdu plus de 10 %, une tendance alimentée par des données montrant que l'inflation diminue mois après mois. D'une part, le marché extrapole à partir des chiffres macroéconomiques américains les plus récents (ralentissement de l'inflation, indicateurs d'activité hésitants) pour anticiper le « pivot » tant attendu et un recul des taux d'intérêt d'ici la fin de l'année. D'autre part, la Fed ne veut pas répéter les mêmes erreurs que dans les années 1970, lorsque l'inflation est restée élevée parce que la politique de la banque centrale n'était pas assez restrictive. La Fed a ainsi déclaré qu'elle maintiendrait des taux élevés « jusqu'à ce que le travail soit fait ».

Les investisseurs doivent-ils suivre la Fed ou le marché ? Par rapport aux deux voies envisageables, nous estimons que les probabilités sont parfaitement équilibrées, ce qui nous incite à rester neutres sur le dollar.

EUR

Un départ en fanfare

Le début d'année a été très volatil pour l'euro, soutenu par plusieurs facteurs déjà mentionnés dans cette publication (un hiver doux poussant les prix de l'énergie à la baisse, un indice de surprise à son plus haut niveau depuis le premier semestre 2021 en zone euro, une hausse de l'inflation core contraignant la BCE à devenir plus agressive en décembre et, enfin, la réouverture de l'économie chinoise, qui renforce l'espoir d'un atterrissage en douceur). Au niveau actuel, la devise intègre de nombreux facteurs positifs et nous n'envisageons pas une poursuite de la hausse récente à court terme.

GRAPHIQUE 6 : L'INDICE DOLLAR SE SITUE 10 % EN DESSOUS DE SON PIC DE 2022, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

7 - Mesure de la valeur du dollar américain par rapport à un panier de devises.



GBP

Retour à des niveaux plus élevés

La livre a connu un regain de vigueur en ce début d'année 2023, grâce à l'amélioration du sentiment qui a également favorisé la résilience des marchés actions. Certains événements idiosyncratiques – avancées dans les négociations sur le Brexit en Irlande du Nord, pic de l'inflation au Royaume-Uni et hiver doux (entraînant une baisse des prix de l'énergie) – ont contribué à stabiliser la devise britannique. La livre demeure toutefois, parmi les devises du G10, celle qui aura le plus de difficultés à se redresser durablement, car elle cumule les problèmes communs aux autres devises et d'autres propres à son économie. Bien qu'elle soit relativement faible dans une perspective historique, nous estimons que tout rebond sera limité par l'amélioration des fondamentaux des autres économies.

JPY

Les montagnes russes

Le yen japonais s'est avéré extrêmement volatil, car la modification surprise de la politique de contrôle de la courbe des taux (YCC) par la Banque du Japon en décembre a déclenché une spéculation intense sur l'adoption éventuelle de nouvelles mesures lors de sa réunion de janvier.

Or aucune nouvelle mesure n'a été adoptée, ce qui a entraîné le yen dans des montagnes russes d'une amplitude proche de 10 %. Pour autant, le voyage n'est sans doute pas terminé. Le mouvement de décembre, la montée de l'inflation et l'imminence du passage de témoin au poste de gouverneur de la Banque du Japon, programmé en avril, inciteront le marché à anticiper un « pivot ». Que la Banque du Japon le veuille ou non, il lui faudra du temps pour convaincre les marchés si elle choisit de maintenir une politique accommodante. Nous restons donc neutres sur le yen, car les risques sont importants dans les deux sens.

AUD

Réouverture de la Chine

Le dollar australien devrait bénéficier de la réouverture de la Chine, qui aura un impact important sur les exportations de l'Australie. En effet, la Chine est son principal partenaire commercial et la première destination pour plusieurs exportations à haute valeur ajoutée comme le minerai de fer. Dans ce contexte, la balance commerciale de l'Australie atteint des niveaux records. Nous maintenons notre opinion positive sur la devise.

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT
ET CONVICTIONS D'ALLOCATION

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : pas d'atterrissage brutal aux États-Unis, risques de récession repoussés à fin 2023/début 2024. En Europe, l'activité économique s'avère plus résiliente grâce à la réouverture de la Chine et à un hiver plutôt doux, même si des vents contraires persistent. Globalement, la croissance mondiale ralentira en 2023 malgré le dynamisme des marchés émergents.
- **Inflation** : le processus de désinflation au niveau mondial a commencé, grâce à l'apaisement des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, la chute des prix de l'énergie (mais attention à la réouverture de la Chine) et les effets de base annuels. À moyen terme, l'inflation *core* persistera en raison des prix des services et des salaires.
- **Politique budgétaire** : toujours favorable en Europe, mais moins d'annonces à venir dans ce domaine après les efforts importants consentis en 2022. Aux États-Unis, le gouvernement est divisé et tentera de limiter les dépenses supplémentaires. Globalement, nous considérons la viabilité budgétaire comme une menace gérable en 2023, mais estimons que le retour à la discipline budgétaire sera un thème récurrent cette année.
- **Banques centrales** : toujours concentrées sur la lutte contre l'inflation. Des perspectives de croissance moins inquiétantes laissent aux banques centrales la possibilité de continuer à relever les taux, mais à un rythme moins rapide. Nous maintenons notre scénario d'un plateau de taux d'intérêt élevés pour une période prolongée.
- **Résultats d'entreprises** : poursuite probable des révisions à la baisse, car le ralentissement macroéconomique mondial se confirme, à un rythme toutefois plus lent que précédemment. La rentabilité sera un élément à surveiller de près, car les risques sur les marges bénéficiaires sont encore orientées à la baisse pour les publications du quatrième trimestre 2022.
- **Environnement de risque** : la volatilité des différentes classes d'actifs s'est contractée, ce qui dénote une complaisance des marchés à court terme. Les risques externes à surveiller sont le risque géopolitique (Ukraine, Taïwan) et le risque financier (fragmentation financière de la zone euro). À plus long terme, le principal risque demeure l'augmentation des niveaux d'endettement du système financier mondial.

ALLOCATION D'ACTIFS

ACTIONS

- Nous conservons un positionnement globalement prudent sur les actions, surtout après le rallye de début d'année, car la combinaison de la hausse des taux et de l'envolée des coûts induite par l'inflation devrait encore peser sur les marges des entreprises et limiter leur capacité à lever des capitaux.
- L'activité économique se montrant plus résiliente, nous avons réduit notre sous-pondération des actions début janvier et avons graduellement arbitré les valeurs défensives par les titres de secteurs décotés au sein de notre portefeuille. Nous demeurons prudents et sélectifs sur les valeurs de croissance, car nous pensons que la politique monétaire restera restrictive pendant plusieurs trimestres encore.
- Notre sous-pondération des actions européennes a été réduite, car la région affiche des niveaux de valorisation attrayants et devrait continuer à bénéficier de la réouverture de la Chine, tandis que les risques liés à la crise énergétique s'éloignent. Nous estimons cependant que le risque lié à la politique monétaire de la zone (hausse des taux d'intérêts) est encore trop élevé pour surpondérer la région. Nous maintenons notre position sur les actions chinoises, toujours soutenues par une dynamique positive. Il convient néanmoins de privilégier la prudence à long terme en raison du processus de désendettement en cours, mais aussi d'un contexte politique et réglementaire moins favorable.

OBLIGATIONS

- Nous restons prudents sur le risque de duration, car un éventuel durcissement monétaire lié à la résilience de l'économie et à l'accélération de l'inflation au Japon pourrait se traduire par une hausse de la volatilité à court terme. La patience s'impose et nous renforcerons nos positions en obligations d'État en cas de consolidation. Dans l'intervalle, nous continuons à profiter du portage attrayant des bons du Trésor américain à court terme.
- Les taux en euro sont sensibles au discours agressif de la BCE, tandis que l'offre nette pourrait être une source d'inquiétude cette année – en particulier pour certains pays où les émissions devraient être importantes –, alors que la BCE commencera son resserrement quantitatif au deuxième trimestre 2023.
- Nous maintenons notre opinion positive sur la dette d'entreprise de haute qualité, les rendements actuels offrant une bonne protection contre un risque de défaut modéré, mais restons prudents sur le haut rendement.

- Nous restons positifs sur la dette émergente en devise locale, qui constitue une source de diversification intéressante pour 2023. La classe d'actifs pourrait en effet bénéficier, cette année, de la faiblesse du dollar et d'une position plus accommodante de certaines banques centrales émergentes.

MARCHÉ DES CHANGES

- Les paris directionnels sur la paire EUR/USD semblent risqués, car l'amélioration du sentiment en zone euro est largement intégrée dans les cours, tandis que les positions short sur le dollar ont considérablement augmenté. Par conséquent, nous préférons adopter une position neutre en attendant que la visibilité s'améliore.
- Le franc suisse reste une devise intéressante, car les fondamentaux suisses sont plus convaincants que ceux de la zone euro et la devise approche des niveaux auxquels la Banque Nationale Suisse avait commencé à intervenir l'été dernier. À l'inverse, nous maintenons une opinion négative sur la livre, alors que les fondamentaux britanniques restent médiocres et qu'un biais accommodant de la Banque d'Angleterre ne peut être exclu.
- Nous continuons à considérer les devises liées aux matières premières comme de bons supports de diversification, notamment le dollar australien, susceptible de bénéficier de la réouverture de la Chine. Redevenu attrayant après la réunion de la Banque du Japon à la mi-décembre, le yen constitue toujours une bonne couverture macroéconomique au sein des portefeuilles.

INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS

- Les fonds alternatifs Global Macro⁸ et les CTA⁹ devraient rester performants, alors qu'un contexte volatil continuera de prédominer en 2023. Les stratégies Long/Short¹⁰ Equity devraient prospérer grâce à un risque de dispersion accru au sein de l'univers des actions qui ouvre de nouvelles opportunités, tandis que l'environnement de taux plus élevés profite à la jambe courte de ce type de stratégies.

8 - Global Macro - Stratégie d'investissement discrétionnaire ou systématique sur les grands marchés, fondée sur des vues macroéconomiques. Les investissements habituels de ces stratégies incluent les obligations, les devises, les indices boursiers, la dette souveraine et les matières premières. La plupart des fonds utilisent des produits dérivés (et donc un effet de levier), notamment des options.

9 - CTA (Commodity Trading Advisors) - Stratégie d'investissement discrétionnaire ou systématique (notamment le suivi de tendance) fondée sur les « futures » (contrats à terme) et ciblant un univers d'investissement multi-actifs (actions, obligations, devises et matières premières).

10 - Long/Short Equity - Stratégie qui consiste à détenir (positions longues) des actions qui devraient surperformer, tout en vendant à découvert (positions short) des actions qui devraient sous-performer. On dit que la stratégie a un « biais long » lorsque la somme des positions longues est supérieure à la somme des positions short, et qu'elle est neutre si le portefeuille est équilibré. La neutralité du portefeuille (le cas général) implique que ce type de stratégie est peu corrélé aux stratégies traditionnelles.

CONVICTIIONS CLÉS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
OBLIGATIONS		
EMPRUNTS D'ÉTAT		
Core 10 ans EUR (Bund)	=/-	=
Périphériques EUR	-	=/-
2 ans US	=/+	=/+
10 ans US	=/-	=
30 ans US	=	=/+
EUR points morts d'inflation	=	=
US points morts d'inflation	=	=
CRÉDIT		
Investment grade EUR	=/+	+
High yield EUR/BB- et >	=/-	=
High yield EUR/B+ et <	=/-	=/-
Oblig. financières EUR	=	=
Investment grade USD	=/+	+
High yield USD/BB- et >	=/-	=
High yield USD/B+ et <	=/-	=/-
DETTE ÉMERGENTE		
Dette souveraine en monnaie forte	=/-	=/+
Dette souveraine en monnaie locale	=/+	=/+
Crédit Am. Latine USD	=	=
Crédit asiatique USD	=	=
Oblig. chinoises CNY	=	=
ACTIONS		
ZONES GÉOGRAPHIQUES		
Europe	=/-	=/+
États-Unis	=	=
Japon	=/-	=/-
Amérique Latine	=/-	=
Asie ex-Chine	=/+	=/+
Chine	=/+	=/-
STYLES		
Growth	=/-	+
Value	=/+	=
Qualité	=/+	=
Rendement	+	=/+
Cycliques	=/-	=/+
Défensives	=/+	=/-
DEVISES		
États-Unis (USD)	=	=/-
Zone euro (EUR)	=	=
Royaume-Uni (GBP)	=/-	=
Suisse (CHF)	=/+	=/+
Japon (JPY)	=	=
Brésil (BRL)	=/+	=
Chine (CNY)	=	=
Or (XAU)	=/-	=
Devises de matières premières (NOK, NZD, CAD)	=/+	=/+

Source : Indosuez Wealth Management.

08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 19 JANVIER 2023



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	3,39 %	-28,71	-48,33
France 10 ans	2,48 %	-41,20	-62,40
Allemagne 10 ans	2,06 %	-29,90	-50,70
Espagne 10 ans	2,99 %	-43,50	-66,00
Suisse 10 ans	1,09 %	-41,50	-52,90
Japon 10 ans	0,42 %	3,00	0,80

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	35,8	3,32 %	3,14 %
Emprunts d'État en EUR	197,67	1,83 %	2,60 %
Entreprises haut rendement en EUR	198,85	2,82 %	2,75 %
Entreprises haut rendement en USD	307,99	2,55 %	3,80 %
Emprunts d'État américains	300,99	1,40 %	1,90 %
Entreprises émergentes	44,12	3,01 %	3,18 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9921	0,55 %	0,26 %
GBP/USD	1,2391	2,93 %	2,55 %
USD/CHF	0,9161	-1,61 %	-0,91 %
EUR/USD	1,0833	2,24 %	1,20 %
USD/JPY	128,43	-2,96 %	-2,05 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	20,52	-1,45	-1,15

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	3 898,85	2,00 %	1,55 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 747,29	3,72 %	3,97 %
STOXX Europe 600	450,45	5,43 %	6,02 %
Topix	1 915,62	0,39 %	1,26 %
MSCI World	2 685,32	3,47 %	3,17 %
Shanghai SE Composite	4 156,01	8,34 %	7,35 %
MSCI Emerging Markets	1 027,91	6,62 %	7,48 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 266,46	5,65 %	6,49 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	197,09	3,49 %	2,66 %
MSCI Asia Ex Japan	667,77	6,92 %	7,84 %
CAC 40 (France)	6 951,87	6,66 %	7,39 %
DAX (Allemagne)	14 920,36	7,23 %	7,16 %
MIB (Italie)	25 596,28	7,49 %	7,97 %
IBEX (Espagne)	8 793,10	6,30 %	6,85 %
SMI (Suisse)	11 258,97	4,50 %	4,94 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	4 101,00	2,94 %	0,15 %
Or (USD/Oz)	1 932,24	7,79 %	5,93 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	80,33	3,66 %	0,09 %
Argent (USD/Oz)	23,87	1,68 %	-0,71 %
Cuivre (USD/Tonne)	9 305,50	11,97 %	11,15 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	3,28	-34,49 %	-26,82 %

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

RENDEMENT MENSUEL DES INDICES, HORS DIVIDENDES

- FTSE 100
- Topix
- MSCI World
- MSCI EMEA
- MSCI Emerging Markets
- STOXX Europe 600
- S&P 500
- Shanghai SE Composite
- MSCI Latam
- MSCI Asia Ex Japan

OCTOBRE 2022	NOVEMBRE 2022	DÉCEMBRE 2022	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (19 JANVIER 2023)
9,59 %	18,69 %	0,48 %	8,34 %	7,84 %
7,99 %	14,64 %	-0,39 %	6,92 %	7,48 %
7,11 %	9,81 %	-1,60 %	6,62 %	7,35 %
6,28 %	6,80 %	-1,64 %	5,65 %	6,49 %
5,09 %	6,75 %	-3,12 %	5,43 %	6,02 %
4,17 %	6,74 %	-3,44 %	3,72 %	3,97 %
2,91 %	5,38 %	-4,34 %	3,49 %	3,17 %
-3,15 %	4,55 %	-4,70 %	3,47 %	2,66 %
-6,13 %	2,91 %	-4,73 %	2,00 %	1,55 %
-7,78 %	-0,82 %	-5,90 %	0,39 %	1,26 %

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE





AIE : Agence internationale de l'énergie.

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

Blockchain : Technologie de stockage et de transmission d'informations, prenant la forme d'une base de données qui a la particularité d'être partagée simultanément avec tous ses utilisateurs et qui ne dépend généralement d'aucun organe central.

BLS : Bureau américain des statistiques de l'emploi (Bureau of Labor Statistics).

BNEF : Bloomberg New Energy Finance.

BPA : Bénéfice par action.

Brent : Un type de pétrole brut doux, souvent utilisé comme référence du cours du pétrole brut en Europe.

Cycliques : Les (valeurs) Cycliques désignent des entreprises soumises aux fluctuations de l'économie. Ces entreprises enregistrent des bénéfices plus élevés lorsque l'économie est en expansion.

Défensives : Les (valeurs) Défensives désignent des entreprises relativement à l'abri des fluctuations du contexte économique.

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-entretenu 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.

EBIT (Earnings Before Interests and Taxes) : Terme anglo-saxon désignant les bénéfices générés avant la prise en compte des intérêts financiers et des impôts. Ce *ratio*, qui correspond à la notion de résultat d'exploitation, est calculé en soustrayant les dépenses hors exploitation aux bénéfices.

EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation) : Ce ratio est calculé en rajoutant les intérêts financiers, les impôts, la dépréciation et les charges d'amortissement aux bénéfices. Il est utilisé pour mesurer la rentabilité du cycle d'exploitation de l'entreprise avant les dépenses hors exploitation et les charges hors caisse.

Économie d'échelle : Baisse du coût unitaire d'un produit qu'obtient une entreprise en accroissant la quantité de sa production.

ESG : Système de notation extra-financière des entreprises sur les piliers Environnement, Social et Gouvernance qui permet d'évaluer la soutenabilité et l'impact éthique d'un investissement dans une société.

Fed : Réserve fédérale américaine, c.-à-d. la banque centrale des États-Unis. FMI : le Fonds monétaire international.

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

Futures : Mot anglais désignant des contrats à terme permettant de négocier le prix futur d'un actif sous-jacent.

GIEC : Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat.

Gig economy : Système basé sur des emplois flexibles, temporaires ou indépendants.

Growth : Le style *Growth* désigne des entreprises dont le chiffre d'affaires et les bénéfices devraient croître à un rythme plus rapide que la moyenne du marché. Les actions *Growth* se caractérisent généralement par des valorisations supérieures à celle du marché dans son ensemble.

IDA : Indice des directeurs d'achat, PMI (Purchasing Manager Index) en anglais.

Indice de surprises économiques : Mesure le niveau de variation des données macroéconomiques publiées par rapport aux anticipations des prévisionnistes.

IPC (indice des prix à la consommation) : Cet indice estime le niveau général des prix auquel est confronté un ménage type sur la base d'un panier de consommation moyen de biens et de services. Il est l'instrument de mesure de l'inflation le plus couramment utilisé.

IPT (Instrument de protection de la transmission) : Cet instrument complétant la boîte à outils de l'Eurosystème peut être activé par la BCE pour contrer les évolutions injustifiées et désordonnées du marché si celles-ci constituent une menace sérieuse pour la transmission harmonieuse de la politique monétaire au sein de la zone euro. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé cet instrument le 21 juillet 2022.

IRENA : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

ISM : Institute for Supply Management, Institut pour la gestion de l'approvisionnement en français.

ISR : Investissement socialement responsable.

Japanification de l'économie : Fait référence à la stagnation à laquelle l'économie japonaise a été confrontée au cours des trois dernières décennies, et est généralement appliquée en référence à la crainte des économistes de voir d'autres pays développés suivre la même voie.

Métavers : Un métavers (de l'anglais *metaverse*, contraction de *meta* univers, c'est-à-dire *méta-univers*) est un monde virtuel fictif. Le terme est régulièrement utilisé pour décrire une future version d'Internet où des espaces virtuels, persistants et partagés sont accessibles via interaction 3D.

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

Oligopole : Une situation d'oligopole se rencontre lorsqu'il y a, sur un marché, un nombre faible d'offres (vendeurs) disposant d'un certain pouvoir de marché et un nombre important de demandeurs (clients).

OPEP : Organisation des pays producteurs de pétrole composée de 14 membres.

OPEP+ : Organisation constituée des pays de l'OPEP et de 10 autres pays producteurs, dont la Russie, le Mexique et le Kazakhstan.

OMC : Organisation mondiale du commerce.

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

Point 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.

Policy mix : Stratégie économique qu'un État adopte en fonction de la conjoncture et de ses objectifs, consistant principalement à combiner politique monétaire et politique budgétaire.

Pricing power : Expression anglo-saxonne désignant la capacité d'une entreprise ou d'une marque à augmenter ses prix, sans que cela n'affecte la demande pour ses produits.

Qualité : Le style *Qualité* désigne des entreprises affichant des bénéfices plus élevés et plus réguliers associés à un faible endettement, ainsi que d'autres indicateurs de stabilité des bénéfices et de bonne gouvernance. Les actions de *Qualité* se caractérisent par un rendement élevé des capitaux propres, un ratio dette/capitaux propres raisonnable et une moindre variabilité des bénéfices.

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.

SEC (Securities and Exchange Commission) : Organisme fédéral américain indépendant en charge du bon fonctionnement des marchés financiers.

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 : La *stagflation* désigne une situation dans laquelle une inflation élevée coexiste avec une stagnation de la production économique.

Stagnation séculaire : La stagnation séculaire fait référence à une période prolongée de faible croissance ou de non-croissance économique.

Taux swap d'inflation 5 ans dans 5 ans : Mesure du marché de ce que seront les anticipations d'inflation à cinq ans dans cinq ans. Il donne une fenêtre sur la façon dont les anticipations d'inflation peuvent changer à l'avenir.

Uberisation : Ce terme est inspiré du nom de l'entreprise américaine Uber qui développe et exploite des plateformes numériques de mise en relation des chauffeurs avec les usagers. Il désigne un nouveau modèle de commerce qui tire parti des nouvelles technologies numériques et qui s'inscrit dans le cadre de l'économie collaborative en mettant en relation directe des clients et des prestataires, avec un coût de revient réduit et des prix plus faibles.

Value : Le style *Value* désigne des entreprises qui se négocient avec une décote par rapport à leurs fondamentaux. Les actions *Value* se caractérisent par un rendement du dividende élevé et de faibles ratios cours/valeur comptable et cours/bénéfices.

VIX : Indice de volatilité implicite de l'indice S&P 500. Il mesure les anticipations des opérateurs sur la volatilité à 30 jours sur la base des options contractées sur l'indice.

WTI (West Texas Intermediate) : À l'image du Brent, le WTI constitue une référence du pétrole brut. Le WTI est produit en Amérique et est un mélange de plusieurs pétroles bruts doux.

AVERTISSEMENT

Ce document intitulé « Monthly House View » (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'exactitude et l'exhaustivité des informations contenues dans ce document. Toutes les informations, ainsi que tous les prix, valorisations de marché et calculs indiqués dans le présent document sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Les prix et les performances passés ne préjugent pas nécessairement des prix et des performances 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.

Veillez 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 584 325 015 euros, établissement de crédit et société de courtage d'assurances immatriculée au Registre des intermédiaires en assurance sous le numéro 07 004 759 et au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, et dont les autorités de contrôle sont l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers ;
- **au Luxembourg** : la 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) ;

- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de España (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;
- **en Belgique** : la 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) ;
- **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 n° 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 1^{er} - 98 000 Monaco, enregistré au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341, agrément : EC/2012-08 ;
- **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. À 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 ;
- **aux 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 - JAE, 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- Al Muhairy Center, Office Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Emirats 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 photocopiée, reproduite ou distribuée, en partie ou en totalité, sous quelque forme que ce soit, sans l'accord préalable de votre Banque.

© 2023, CA Indosuez (Switzerland) SA/Tous droits réservés.

Crédits photos: Getty Images.

Achévé de rédiger le 20.01.2023.

