

# MONTHLY HOUSE VIEW

Mars 2024

L'économie américaine va-t-elle finalement atterrir ?

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE VA-T-ELLE FINALEMENT ATERRIR ?	
02•	Focus	P4
	POURQUOI L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE EST-ELLE SI ROBUSTE ?	
03•	Macroéconomie	P6
	JUSQU'ICI TOUT VA BIEN	
04•	Obligations	P8
	L'INFLATION CONTINUE DE SURPRENDRE	
05•	Actions	P10
	DE NOUVEAUX RECORDS ATTEINTS PAR LES MARCHÉS ACTIONS AMÉRICAINS	
06•	Devises	P12
	DIFFICILE DE DÉTRÔNER LE DOLLAR	
07•	Allocation d'actifs	P14
	SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION	
08•	Market Monitor	P16
	APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



# L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE VA-T-ELLE FINALEMENT ATTERRIR ?



Delphine  
DI PIZIO TIGER  
Global Head  
of Asset Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Le S&P 500, indice actions américain phare, a dépassé la barre des 5 000 points le 9 février, soit une performance de plus de 5 % depuis le début de l'année. Les résultats d'entreprises sont meilleurs que prévu et l'économie montre des signes incroyables de force et de résilience. Alors que le marché attendait un ralentissement des créations d'emplois en dessous de 200 000 en janvier, le chiffre est finalement sorti à plus de 350 000. L'emploi ne faiblit pas. Cela semble contre-intuitif, surtout quand la presse fait un focus permanent sur les emplois supprimés en raison de la révolution de l'Intelligence Artificielle (IA). Et pourtant, les États-Unis arrivent à créer de l'emploi même après le licenciement de déjà plus de 30 000 postes (source : Layoffs.fyi) liés à l'IA depuis le début de l'année. En effet, quasiment tous les secteurs ont embauché sauf l'extraction minière et l'extraction de gaz. On notera par exemple que les fabricants de produits chimiques ont embauché près de 7 000 personnes en janvier, ce qui est la plus forte progression depuis 1990.

La croissance réelle (mesurée hors inflation) des États-Unis s'établit à 3,3 % sur un rythme annuel le dernier trimestre 2023 et l'inflation redescend à 2,6 %<sup>1</sup> en décembre, proche des objectifs de la banque centrale c'est-à-dire 2 %. Même si cette baisse de l'inflation est un peu en trompe l'œil car elle est due notamment à des éléments volatils comme l'alimentation et l'énergie qui, lorsqu'on les enlève, porte le chiffre à 3 %. Cela a néanmoins conduit les marchés à anticiper de fortes baisses de taux de la part de la Réserve fédérale (Fed) cette année, ce qui apporte de l'eau au moulin de la croissance américaine et au soutien des marchés.

Si la croissance américaine a été aussi soutenue post-COVID c'est qu'en partie elle s'est faite à crédit. Alors que la dette privée et publique des États-Unis a quasiment doublé en 10 ans et frôle les 100 000 milliards de dollars, les entreprises font face désormais à un effet ciseau défavorable ; hausse des coûts avec la fin de l'argent gratuit (leur dette représente plus de 20 000 milliards de dollars) et une dynamique de hausse de profit qui ralentit.

De plus, la vigueur de l'activité manufacturière, dopée par les mesures de relocalisation d'activités stratégiques (IRA<sup>2</sup> et CHIPS Act for America<sup>3</sup>) s'essouffle et voit des leaders de marché comme TSMC ou Intel décaler jusqu'à deux ans l'ouverture d'usines sur le sol américain. En effet, les subventions promises par le gouvernement tardent à se matérialiser.

Côté demande, le consommateur américain est extraordinairement résilient, porté par la croissance réelle (mesurée hors inflation) de son salaire, même si l'épargne supplémentaire accumulée post-COVID est en majorité déjà dépensée. C'est la consommation chinoise qui pose question dans un environnement économique déprimé où la liquidation du géant de l'immobilier Evergrande ordonnée fin janvier ajoute de la pression négative.

Il y a forcément des forces contraires qui agissent sur la croissance américaine et la possible réélection de Donald Trump pourrait également en faire partie. La bonne nouvelle est qu'en étant dès maintenant provocateur en évoquant la mise en place de droits sur les produits chinois d'au moins 60 % ou en encourageant la Russie à attaquer les pays membres de l'OTAN qui ne seraient pas à leur objectif de dépense militaire, il incite les européens à réagir et à rester unis.

Le moteur qui malgré tout continuera d'être résilient est l'IA. Selon un dernier sondage du BCG, 89 % des patrons considèrent que l'IA est une top Tech priorité pour 2024. Les dépenses d'investissement attendues par le marché cette année atteignent un record absolu pour les géants de la technologie américaine; soit près de 300 milliards de dollars pour les « 7 Fantastiques<sup>4</sup> ».

Je vous souhaite une très agréable lecture de ce numéro qui revient dans le détail sur la vigueur de l'économie américaine.

1 - Personal Consumption Expenditures (Dépenses de consommation personnelle).

2 - IRA : loi sur la réduction de l'inflation.

3 - CHIPS Act for America : loi fédérale américaine qui prévoit des fonds et des incitations pour accroître la production nationale de semi-conducteurs et la recherche dans ce domaine.

4 - Les « 7 Fantastiques » : Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta, Tesla et Nvidia.



# POURQUOI L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE EST-ELLE SI ROBUSTE ?



Nicolas MOUGEOT  
Head of Investment Strategy  
& Sustainability

L'année dernière, l'économie américaine a dépassé les prévisions les plus optimistes et devrait rester solide cette année. Le principal contributeur étant sans aucun doute le consommateur américain, qui reste en bonne santé malgré une hausse des taux de 500 points de base (pb) orchestrée par la Fed.



Épargne excédentaire :  
500 MILLIARDS DE DOLLARS

La Fed semble prête à procéder à un atterrissage en douceur, en maîtrisant l'inflation tout en évitant une récession économique. Cela va à l'encontre des théories économiques suggérant que, pour abaisser l'inflation, les banques centrales relèvent les taux pour augmenter les coûts d'emprunt, réduisant ainsi l'activité économique. Malgré cela, alors que l'inflation diminue, l'économie américaine a progressé de 2,5 % en 2023 et pourrait croître de 3,3 % (en variation trimestrielle annualisée au premier trimestre 2024, selon l'indicateur Nowcast du PIB de la Réserve fédérale de New York. Comment expliquer cette force alors que la Fed implémente son resserrement monétaire depuis mars 2022, augmentant ses taux cibles de plus de 5 % ? Une évolution défiant les idées économiques traditionnelles. La clé de cette économie américaine robuste réside dans la résilience de la consommation américaine, soutenue par plusieurs facteurs favorables.

## IL S'AGIT DE L'ÉPARGNE EXCÉDENTAIRE

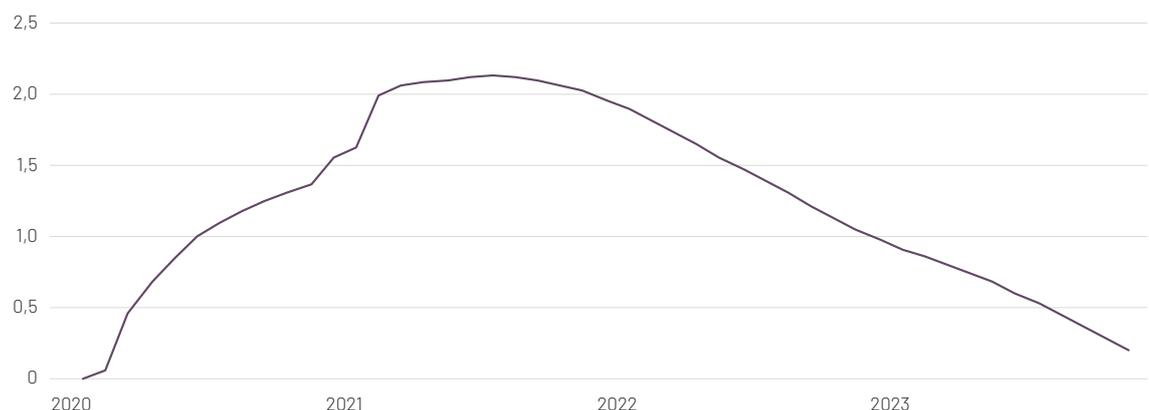
Tout d'abord, les consommateurs américains ont accumulé une épargne excédentaire importante

pendant la période de la COVID-19, dépensant moins et bénéficiant de politiques budgétaires accommodantes telles que l'annulation des prêts aux étudiants et les aides financières aux ménages. Comme le montre le graphique 1, les économistes de la Réserve fédérale de San Francisco ont estimé cet excédent d'épargne à plus de 2 100 milliards de dollars en août 2021, celui-ci ayant diminué depuis. Nous estimons qu'il pourrait encore y avoir environ 500 milliards de dollars d'économies excédentaires, qui devraient progressivement disparaître d'ici la fin de l'année.

## LA CROISSANCE DES SALAIRES

Deuxièmement, le marché de l'emploi américain reste robuste, avec un taux de chômage de 3,7 %, proche de son plus bas niveau depuis 50 ans. Cette résilience permet aux travailleurs américains d'exiger des hausses de salaires. Les salaires nominaux annuels ont augmenté de 4,5 % au cours des 12 derniers mois, dépassant la hausse de 3,4 % de l'IPC global. Cette augmentation de 1,1 % des salaires réels permet aux travailleurs américains de continuer à épargner.

GRAPHIQUE 1 : EXCÉDENT CUMULÉ D'ÉPARGNE AUX ÉTATS-UNIS, MILLE MILLIARDS DE DOLLARS



Sources : Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board of San Francisco, Indosuez Wealth Management.



Ces deux derniers facteurs sont essentiels pour la croissance économique américaine car en matière de consommation, ce sont les *baby-boomers* et la Génération X qui comptent le plus. Le graphique 2 montre que les Américains âgés de 45 à 55 ans sont les plus dépensiers et les plus riches, suivis par les groupes d'âge de 34-44 et 55-64 ans.

### LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE ET LA GÉNÉRATION X

Un troisième facteur est la transformation du marché hypothécaire. Avant la crise de la dette hypothécaire de 2008, les taux hypothécaires variables représentaient environ 30 % du marché hypothécaire américain. En 2021, moins de 3 % des demandes de prêts hypothécaires concernaient des prêts hypothécaires à taux variable, 85 % des prêts hypothécaires en 2022 étant fixés pour 30 ans. Selon le Bureau of Economic Analysis, le taux d'intérêt effectif sur l'encours de la dette hypothécaire américaine n'est que de 3,8 % au même niveau que ceux observés avant la pandémie de COVID-19 et bien inférieur au taux de 7 % sur les nouveaux prêts hypothécaires. Par conséquent, les consommateurs américains ayant des prêts hypothécaires sont moins sensibles aux fluctuations des taux qu'il y a 15 ans et n'ont peut-être pas modifié leurs habitudes de consommation malgré la hausse de 500 pb des taux par la Fed.

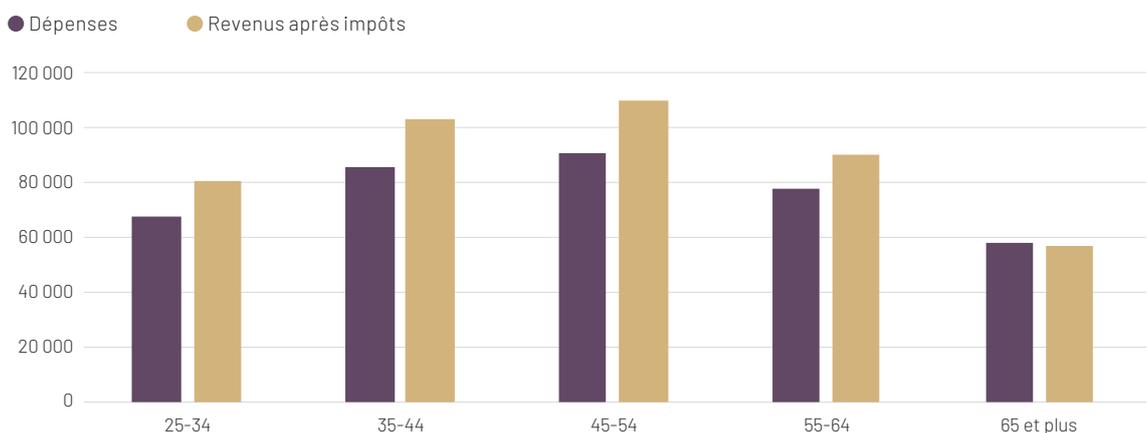
### MAIS AUSSI LES BABY-BOOMERS

Enfin, des taux plus élevés pourraient inciter certains citoyens américains à consommer davantage. Bien que cela puisse sembler contre-intuitif à première vue, le prix Nobel Robert Merton et Arun Muralidhar ont soutenu en 2015 :

« Une approche alternative et plus sophistiquée pour expliquer pourquoi le QE (assouplissement quantitatif) ne peut pas stimuler la consommation globale est, peut-être, parce que le mix démographique des États-Unis (et de la plupart des pays développés) s'est déplacé vers les personnes âgées. Contrairement à 30 ou 40 ans auparavant, l'énorme génération de *baby-boomers*, et même les retraités, sont beaucoup plus riches (y compris le capital humain) que par le passé, et ils sont plus riches que les générations actuelles plus tôt dans leur cycle de vie. Étant donné que la cohorte plus âgée attribuerait sûrement une plus grande importance au financement de la retraite, l'effet du statut financé est plus prononcé. Lorsque les taux longs baissent, les *baby-boomers* commencent à épargner davantage au lieu de consommer, poussant les prix des actifs à la hausse (en particulier pour les actifs risqués, mais pas les actifs immobiliers qu'ils possèdent déjà). L'effet de richesse n'entraîne donc pas une augmentation de la consommation et a potentiellement le résultat inverse ». Par conséquent, à mesure que les taux à long terme ont augmenté, les *baby-boomers* devraient se préoccuper moins de la situation de financement de leur retraite, épargner moins et consommer davantage.

À quoi devons-nous nous attendre ? Dans l'ensemble, l'excès d'épargne pourrait disparaître cette année, mais les trois derniers arguments pourraient bien tenir. Si cela se vérifie, le consommateur américain resterait en bonne santé et l'économie américaine pourrait rester robuste, ce qui, espérons-le, nous surprendra à la hausse.

GRAPHIQUE 2 : DÉPENSES ET REVENUS MOYENS AMÉRICAINS APRÈS IMPÔTS, PAR TRANCHE D'ÂGE, DOLLARS



Sources : US Bureau of Labor Statistics, Indosuez Wealth Management.



85 %  
de l'hypothèque  
fixée pour 30 ans



Lucas MERIC  
Investment Strategist

Le marché semble avoir trouvé davantage de confort dans une inflation revenue autour des 3 %. Cela dit, la croissance américaine continue de surperformer, dans un contexte où la rigidité de l'inflation des services et la solidité du marché de l'emploi mettent en exergue les risques subsistant dans une ré-accélération de l'économie américaine. Cette robustesse ne devrait cependant pas entraver la poursuite du mouvement de désinflation.

#### L'ATERRISSAGE PEUT ATTENDRE...

Comme nous l'écrivions dans notre [Global Outlook 2024](#), nous anticipons un atterrissage en douceur sans récession de l'économie américaine en 2024. Cependant, celle-ci a surpassé toutes les attentes au second semestre 2023 avec une croissance annualisée de 4,1 %, alors même que l'inflation sous-jacente PCE trônait à 1,9 % sur six mois annualisés en décembre 2023. Moteur principal de cette croissance tonitruante, la consommation a accéléré de près de 3 % (annualisés) au deuxième semestre 2023 et pour cause ; le consommateur américain a bénéficié depuis 2019 d'une grande amélioration de son pouvoir d'achat et de son patrimoine net sous l'impulsion d'effets de richesses importants sur les marchés financiers et immobilier. Dans le même temps, le marché de l'emploi demeure extrêmement résilient et les conditions financières n'ont jamais été aussi souples depuis la mi-2022. Ce dynamisme du consommateur nous amène à adopter une vue encore plus positive sur la croissance américaine et revoir nos anticipations de croissance à 2,3 % en moyenne annuelle (+90 pb) en 2024. Une anticipation solide qui reflète également un acquis de croissance important en 2024 : une croissance nulle du PIB américain lors des quatre prochains trimestres verrait quand même la moyenne annuelle trôner à 1,3 % en 2024.

#### ...MAIS L'OMBRE DE LA RÉ-ACCÉLÉRATION PLANE

L'économie américaine devrait ainsi continuer à être robuste dans les trimestres à venir, une dynamique qui interroge forcément sur l'émergence d'un possible risque de ré-accélération à l'heure où le marché de l'emploi demeure encore historiquement tendu et les dernières données de créations d'emploi, de salaires et d'inflation ont fortement surpris les attentes à la hausse. Notamment, là où la majeure partie des composantes de l'inflation a fortement décéléré depuis le pic d'inflation en 2022 grâce à la résorption des grands déséquilibres post-pandémie, l'inflation des services trônait encore à 5,4 % en glissement annuel en janvier 2024. Plus particulièrement, l'inflation des services excluant la composante logement (qui demeure retardée et ne reflète pas encore la baisse des loyers observée depuis plusieurs mois aux États-Unis) demeure relativement rigide à 3,6 % (en glissement annuel). Dans un contexte de croissance robuste et de marché de l'emploi résilient, les risques haussiers sur l'inflation des salaires subsistent et pourraient freiner la poursuite de la désinflation dans le secteur des services où la masse salariale représente entre 30 % et 50 % des revenus des entreprises. Dans ce cas, le dernier pas vers la cible de 2 % pourrait s'avérer plus laborieux et pousser la Fed à adopter une attitude plus restrictive, malgré un pivot enclenché fin 2023 et ce alors que les marchés ont depuis le début de l'année semblé donner peu de crédibilité à un scénario sans baisses de taux en 2024.



Nous RÉVISONNONS  
la croissance  
américaine  
pour 2024 :  
2,3 % (+90 PB)



## UNE POURSUITE DE LA DÉSINFLATION TOUJOURS EN LIGNE DE MIRE

Cependant, malgré ces signaux de risque, nous continuons de penser que l'inflation devrait poursuivre sa décélération au cours de l'année tout en restant supérieure à la cible de la Fed, avec une inflation en moyenne annuelle de 2,6 % en 2024 et 2,4 % en 2025. Une désinflation que la Fed devrait accompagner à partir du deuxième trimestre 2024 afin de ne pas accroître le caractère restrictif de sa politique monétaire en raison de taux corrigés de l'inflation mécaniquement plus élevés, justifiant ainsi d'un scénario de 100 points de base (pb) de baisses de taux en 2024.

Notamment, nous nous attendons à ce que l'inflation des services supporte une partie importante de la désinflation en 2024. En effet, dans un premier temps, la composante logement de l'inflation des services (dont le poids représente un tiers de l'inflation totale) tend à suivre avec un décalage d'un an les prix des loyers qui avaient grimpé de près de 16 % (en glissement annuel) en 2022 avant de décélérer autour de 3,5 % (en glissement annuel) depuis. Une dynamique reflétée avec retard qui devrait apporter la première jambe de désinflation.

Dans un second temps, les créations d'emplois ont fortement surpris à la hausse en janvier, sous l'effet notamment d'effets saisonniers, mais la tendance reste claire : depuis plusieurs mois, les créations d'emplois ont surtout été portées par des secteurs non-cycliques (gouvernement et santé) et les entreprises continuent de réduire le nombre d'heures travaillées (une dynamique qui tend à précéder les coupes d'effectifs).

Ainsi, nous nous attendons à ce que la tendance de décélération du marché de l'emploi continue en 2024, d'autant que celui-ci apparaît comme beaucoup moins tendu par rapport à 2022 lorsqu'il subsistait encore près de deux postes ouverts par personne sans emploi, ce chiffre se porte aujourd'hui à 1,5. Un marché moins tendu qui se reflète notamment dans la forte baisse du taux de démissions dans le secteur privé et la normalisation des écarts d'augmentations de salaire entre les personnes changeant d'emploi et celles restant au sein du même poste. Un rééquilibrage du marché qui devrait permettre d'atténuer la pression sur les salaires qui demeurent par ailleurs également une fonction de l'inflation réalisée et anticipée qui ont fortement décéléré lors des derniers trimestres, ce qui devrait également atténuer les pressions haussières.

Ainsi, nous nous attendons à ce que la dynamique de salaires poursuive la tendance de ralentissement observée dans la mesure de salaires privilégiée par la Fed (Employment Cost Index) qui s'est établie à 4,3 % (en glissement annuel) et 3,6 % (en variation trimestrielle annualisée) au quatrième trimestre 2023, juste au-dessus des 3,5 % considérés par Jerome Powell comme un niveau d'équilibre pour maintenir l'inflation américaine dans la cible des 2 %. D'autant qu'avec la productivité soutenue qui caractérise l'économie américaine, les coûts unitaires du travail restent relativement contenus (ceux-ci ont même stagné au second semestre 2023), permettant ainsi aux entreprises de maintenir leurs profits sans nécessairement répercuter la hausse des salaires dans les prix, limitant ainsi les pressions inflationnistes.

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2023-2025, %

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

	PIB			INFLATION		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
États-Unis	2,5 %	2,3 %	1,7 %	4,1 %	2,6 %	2,4 %
Zone euro	0,5 %	0,6 %	1,2 %	5,4 %	2,5 %	2,4 %
Chine	5,2 %	4,5 %	4,2 %	0,2 %	1,3 %	1,6 %
Japon	1,9 %	1,1 %	1,5 %	3,3 %	2,0 %	1,5 %
Inde	6,5 %	6,0 %	6,0 %	5,7 %	5,9 %	6,0 %
Brésil	3,0 %	1,3 %	2,0 %	4,6 %	4,0 %	3,5 %
<b>Monde</b>	3,0 %	2,8 %	2,7 %	-	-	-

Source : Indosuez Wealth Management.

Thomas GIQUEL  
Head of Fixed IncomeAvec la contribution  
de l'équipe Obligations

Passés le nouvel an chinois et les élections présidentielles en Indonésie, la nouvelle année fiscale japonaise sera le dernier évènement calendaire avant les élections européennes en juin. Le temps pour les marchés de se concentrer sur leur matière première : l'économie et l'anticipation des tendances à venir.

### ÉTATS-UNIS : L'ÉCONOMIE EN TOUCH-AND-GO<sup>5</sup>

Dans la continuité des [Monthly House View de janvier](#) et [février](#) de cette année, les marchés de taux continuent de dégonfler leurs anticipations de baisses de taux de la Réserve fédérale (Fed) américaine.

Vous l'avez lu plus haut dans le focus de ce mois : l'économie américaine ne montre aucun signe tangible de ralentissement. Pourtant, à regarder l'évolution des taux d'intérêt sur une période de quelques mois, on a le sentiment que le monde a changé. En octobre, le marché anticipait des taux courts américains à 5 % fin 2024, et un taux de défaut implicite de 6 % sur le *high yield* (haut rendement) américain. Aujourd'hui, les taux à la fin de l'année sont proches de 4,5 %, et les primes de risque se sont normalisées.

L'inflation semble se stabiliser sur un niveau aux alentours de 3 %, les indicateurs avancés indiquent une ré-accélération de l'économie et le marché de l'emploi n'a pas connu de creux.

Du côté de la gestion de portefeuilles, nous continuons d'anticiper quatre baisses de taux pour cette année. À la différence des cycles de baisses de taux réalisées dans des périodes de récession, le cycle à venir pourrait être un plateau, ou des baisses de sécurité (graphique 3), de moindre ampleur que par le passé.

Le resserrement des primes de risque et la baisse des taux longs dans le marché ont réalisé une partie du travail de la Fed. Nous avons commencé l'année en étant prudents sur les taux longs pour des raisons de valorisations, nous restons prudents, désormais pour des raisons liées au déficit budgétaire et au bruit autour des élections présidentielles américaines. Une reconstitution de la prime de terme, en l'absence de récession, est un scénario probable. La volatilité des taux longs restera durablement plus élevée que lors de la décennie 2010 (graphique 4, page 9).



188 MDS USD  
& 354 MDS EUR :  
les émissions  
*investment grade*  
pulvérisent  
les records

GRAPHIQUE 3 : TAUX FED FUNDS : BAISSÉS DE TAUX EN PÉRIODE DE RÉCESSION VERSUS BAISSÉS DE SÉCURITÉ, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

5 - Terme utilisé dans l'aviation.



## L'EUROPE : L'ÉLÉMENT FAIBLE DE LA CROISSANCE MONDIALE

L'inflation a rogné le pouvoir d'achat des consommateurs européens en raison de la rigidité des salaires à la hausse. Les conditions financières dans la zone sont serrées, les enquêtes de la Banque centrale européenne (BCE) pointent dans le sens d'une faible demande de crédit. Sur le plan budgétaire, l'Allemagne a dégagé un excédent primaire en 2023. Le retour des règles de stabilité pour l'ensemble des pays, mises entre parenthèses pendant l'épidémie de COVID-19, empêche de redonner un élan en 2024 ou 2025.

Au moment d'écrire ces lignes, les marchés anticipent une première baisse de taux lors de la réunion du 6 juin. Et 125 pb de baisse d'ici à la fin d'année, en prenant en compte des pas de 25 pb uniquement. Des attentes légèrement plus agressives que les 100 pb de baisses que nous attendons en 2024.

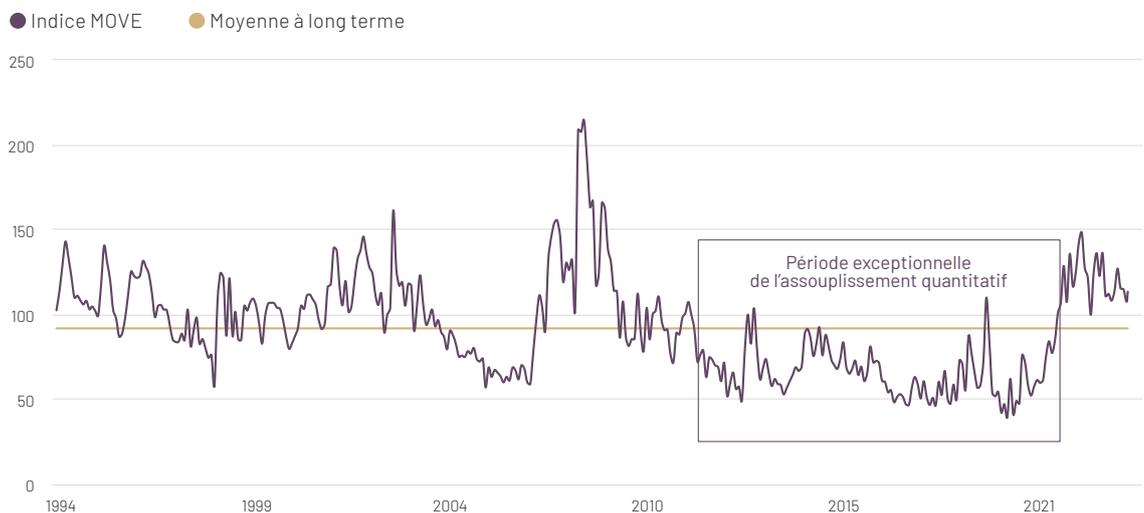
En termes de positionnement de portefeuilles, les gérants obligataires favorisent toujours les maturités courtes à intermédiaires. Elles ont l'avantage de procurer du portage avec une volatilité limitée. À contrario, les segments longs de la courbe (10 ans et plus) restent pour le moment plus volatils, et sous l'influence du marché américain, sur lequel nous sommes, vous l'aurez compris, prudents.

## MARCHÉS DE CRÉDIT

Les marchés de capitaux étaient largement ouverts au mois de janvier pour assurer le financement de l'ensemble des entreprises, des deux côtés de l'Atlantique. *Investment grade*, haut rendement, toutes maturités : les investisseurs ont répondu présents pour absorber l'offre depuis le début de l'année. Les souscriptions dans les fonds ont afflué, les investisseurs de long terme (fonds de pension, assureurs) ont investi leur besoin de duration. Dans ce contexte, les gérants regagnent en confiance sur ce marché, car la dispersion reste présente, créant des opportunités. Suite à un très fort resserrement des primes de risques depuis octobre, la sélectivité reprend tout son sens. Notamment sur le marché du haut rendement européen. Les « risques extrêmes » (*tail risks*) ont disparu des marchés. Depuis le début d'année, le secteur de l'immobilier surperforme en zone euro, porté par les anticipations de baisses de taux. À l'opposé, les craintes de diffusion du risque de baisse de l'immobilier commercial américain influencent les banques européennes, notamment allemandes, impliquées sur ce marché.

Pour terminer cette revue mensuelle, nos gérants en Asie révisent à la baisse leurs vues sur leur marché domestique en raison de la valorisation. En regard, les aspects techniques soutiennent le marché : à la différence des États-Unis et de l'Europe, le marché primaire est très peu actif, obligeant les investisseurs à conserver leurs positions.

GRAPHIQUE 4 : VOLATILITÉ DU MARCHÉ OBLIGATAIRE AMÉRICAIN



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



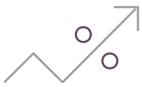
## DE NOUVEAUX RECORDS ATTEINTS PAR LES MARCHÉS ACTIONS AMÉRICAINS



Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio Manager

Avec la contribution  
de l'équipe Actions

Les espoirs d'une coupe de taux de la Fed en mars s'éloignent, mais cela ne freine pas les marchés américains qui affichent de nouveaux records historiques. Ces derniers sont notamment soutenus notamment par des craintes de récession qui s'essouffent et une saison de publications des résultats des entreprises pour le quatrième trimestre 2023 plutôt résiliente.



**75 %**  
des entreprises  
américaines  
ont publié des BPA  
supérieurs  
aux estimations

### DES PUBLICATIONS DE RÉSULTATS HÉTÉROGÈNES SELON LES ZONES ET LES SECTEURS

Aux États-Unis, la saison a été globalement favorable : 75 % des entreprises ont publié des bénéfices-par-action (BPA) supérieurs aux estimations (au-dessus de la moyenne sur 10 ans). Les sociétés ont démontré leur capacité à préserver leurs marges dans un environnement de désinflation, et certaines ont relancé des programmes d'investissement massif, notamment parmi les sociétés technologiques (en tête de liste les « 7 Fantastiques »).

En Europe, la saison de publications apparaît plus mitigée. Le secteur bancaire a subi des prises de profits en raison d'un ralentissement des bénéfices dans un contexte de taux plus bas. À contrario, certaines sociétés ont surpris positivement, comme les « GRANOLAS<sup>6</sup> », qui affichent une croissance des résultats supérieure au marché, des marges élevées et stables, et prévoient également d'augmenter leurs investissements grâce à leur génération de *cash*.

### EUROPE

Après un début d'année poussif, les marchés européens reprennent des couleurs tirés par le secteur technologique et de la consommation discrétionnaire. D'un point de vue géographique, le marché de la zone euro affiche une performance nettement supérieure depuis le début d'année face aux

autres pays Européens, porté notamment par de bonnes publications de résultats d'entreprises françaises (notamment dans le luxe) et italiennes (automobile).

Les valorisations sont légèrement en hausse mais restent toujours en deçà de leur moyenne de long terme pour les indices de la zone euro, et affichent surtout une forte décote par rapport aux États-Unis même si l'on ajuste des secteurs.

### ÉTATS-UNIS

La surperformance des marchés américains s'est poursuivie en ce début d'année 2024, permettant aux indices d'établir de nouveaux plus hauts historiques (le S&P 500 a récemment dépassé les 5 000 points bien au-delà de ses précédents records de janvier 2022).

Le marché est à nouveau animé par les mêmes thèmes que l'année passée, les valeurs de croissance et technologiques continuent de tirer le marché vers le haut. Et la saison de publications a conforté les investisseurs dans ce sens : le secteur technologique affiche la croissance des bénéfices la plus élevée et les commentaires des entreprises mentionnent des intentions de dépenses dans la technologie très importantes, tout particulièrement dans la Cybersécurité, l'Intelligence Artificielle (IA) et le Cloud.

6 - GSK, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP and Sanofi.



Certes les niveaux de valorisation des actions américaines sont relativement élevés en relatif aux autres zones géographiques mais ils sont soutenus par de solides perspectives de bénéfices, notamment sur le segment technologique, moteur de la hausse (graphique 5). Rappelons que les entreprises américaines profitent de leur domination technologique mais investissent massivement pour la maintenir.

## ASIE

Bien que le sentiment reste négatif à l'égard de la Chine, la perception est différente pour le reste de l'Asie. Des messages encourageants de la part d'acteurs majeurs de la chaîne d'approvisionnement de semi-conducteurs/serveurs à Taïwan. En Corée du Sud, une réforme de la gouvernance d'entreprise «value-up», similaire à celle mise en place au Japon pourrait être un fort catalyseur pour les valeurs domestiques Coréennes. Enfin, la dynamique boursière et bénéficiaire en Inde reste forte malgré des valorisations élevées dans certains secteurs.

Nous restons prudents à court/moyen terme sur la Chine, certaines entreprises de croissance présentent actuellement des propositions de valeur attractives. Dernièrement, la dynamique des mesures de soutien a été forte.

L'« équipe nationale chinoise » a acheté massivement des actions nationales via des ETF locaux au cours des dernières semaines. Cela a envoyé un signal plutôt positif dans un marché des actions globalement tendu. Cependant, certains défis restent à relever.

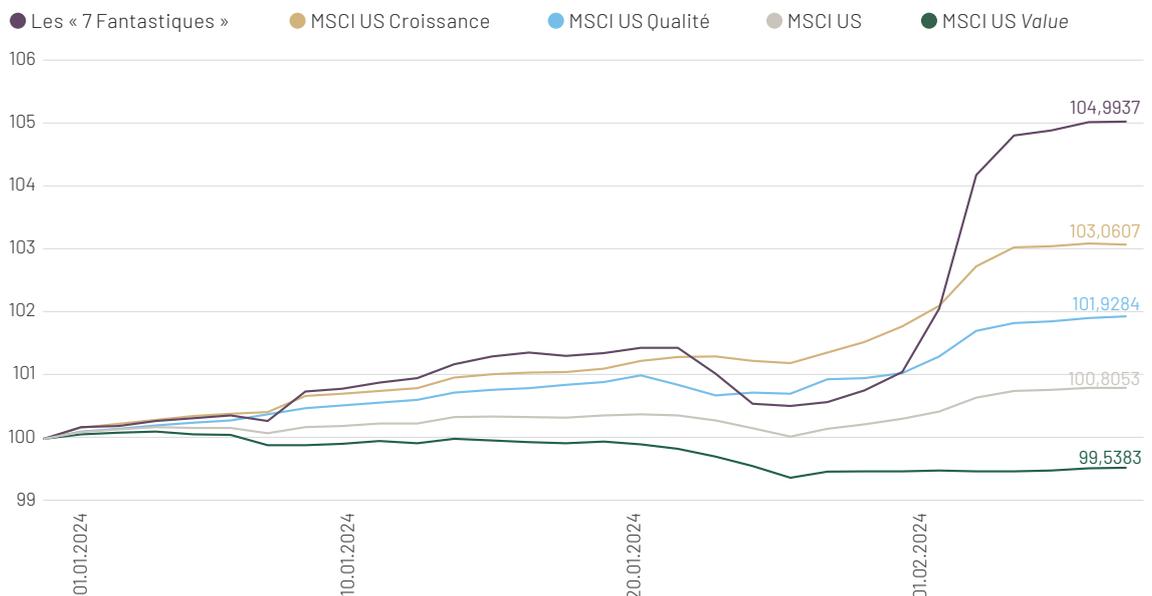
## STYLE D'INVESTISSEMENT

Les valeurs Qualité/Croissance continuent de surperformer le reste du marché, tant aux États-Unis qu'en Europe. Dans l'expectative d'une baisse des taux de la part des banques centrales, attendue au deuxième trimestre de 2024, nous maintenons une exposition aux entreprises avec des business modèles résilients, qui ont démontré une capacité à délivrer des résultats et marges consistantes dans un environnement de taux élevés et inflationniste.

De même, nous conservons une exposition aux valeurs de croissance exposées à l'IA qui continuent d'être portées par une croissance des bénéfices supérieure au reste du marché.

Enfin, si le pivot de la Fed se confirme dans un scénario de « Goldilocks », il pourrait être opportun de revenir sur les petites et moyennes capitalisations qui bénéficient d'une forte décote de valorisation et sur les secteurs cycliques (industrie, ressources de base, etc.) plus tard dans l'année, après l'inflexion des PMI.

GRAPHIQUE 5 : RÉVISIONS DE BÉNÉFICES AUX ÉTATS-UNIS PAR STYLES D'INVESTISSEMENT DEPUIS LE DÉBUT D'ANNÉE



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Maxime GARCIA  
Investment Strategist

Le dollar devrait conserver sa place de roi ce mois-ci alors que l'euro continuera de souffrir d'un différentiel de croissance négatif avec les États-Unis. La Banque nationale suisse (BNS) milite pour voir sa devise baisser et pourrait bientôt passer à l'action. Le yen restera dépendant de la Fed. Sur l'or, nous conservons notre intérêt mais nous attendons une correction avant de revenir sur l'actif.

## USD

**Momentum positif**

L'USD se hisse en tête du classement des devises du G10, affichant une performance de +3,6 % depuis le début de l'année, soutenu d'un côté par la dynamique de la macroéconomie américaine, et de l'autre par le réajustement des anticipations concernant les futures baisses de taux de la Fed. Pour voir l'USD faillir quelque peu il faudrait d'abord observer un ralentissement de l'économie outre-Atlantique ou une première baisse de taux de la Fed, soit deux éléments que nous n'attendons pas pour le mois prochain. Ainsi, nous conservons notre vue haussière sur le dollar qui devrait continuer à profiter de la surperformance de l'économie américaine et qui reste un actif intéressant à détenir pour se protéger contre le risque d'une nouvelle accélération de l'inflation. À plus long terme, nous pensons toujours que le dollar perdra du terrain, notamment lors de l'amorçage du cycle de baisses de taux de la Fed, qui devrait soutenir le sentiment pro-risque et ainsi rayonner sur les devises plus cycliques.

## EUR

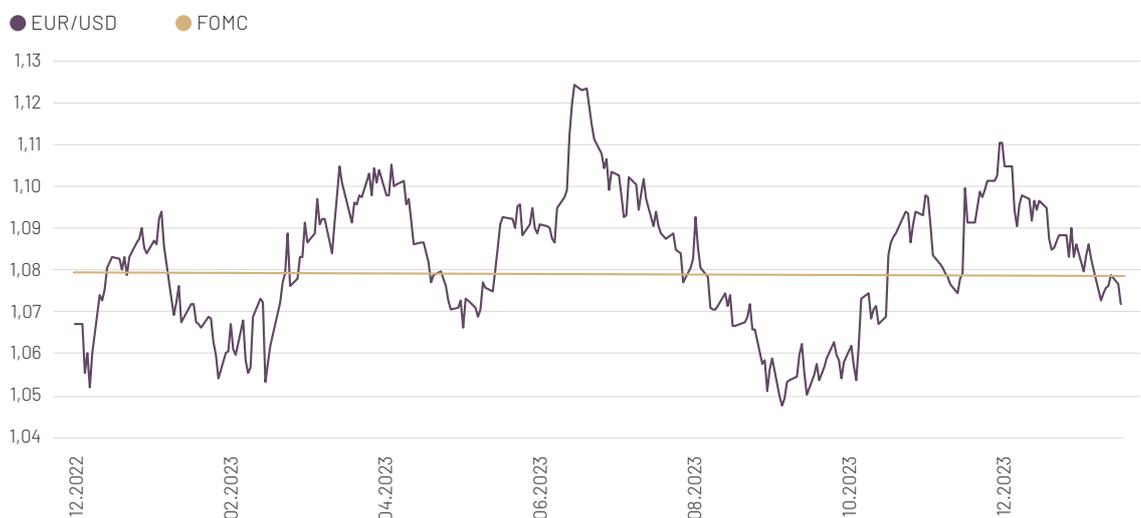
**Souffre de la comparaison avec son voisin américain**

L'euro cède du terrain face au dollar, perdant 3 % depuis le début de l'année et nous pensons que cette tendance pourrait se poursuivre à court terme. Premièrement, l'EUR/USD se tient juste en dessous du niveau observé avant le FOMC (Comité fédéral du marché ouvert) de décembre (graphique 6), et le différentiel de taux directeurs anticipé par le marché pour le mois de juin, entre la BCE et la Fed, est le même aujourd'hui qu'à cette date, à quelques points de base prêt. Pourtant, le consensus sur la croissance en zone euro s'écarte de manière défavorable de celui des États-Unis depuis décembre, et nous pensons que cela devrait se refléter prochainement dans le cours EUR/USD. De plus, l'Union économique et monétaire (UEM) se trouve au premier rang des zones susceptibles d'éprouver des difficultés face à l'émergence et la poursuite des tensions au Proche et Moyen-Orient.



**VUE HAUSSIÈRE**  
sur le **DOLLAR**  
porté par  
la surperformance  
de l'économie  
américaine

GRAPHIQUE 6: EUR/USD



Sources : Datastream, Indosuez Wealth Management.



Ainsi, nous conservons notre vue légèrement baissière à court terme, avec une cible proche des 1,065. À plus long-terme le début du cycle de baisse des taux des banques centrales des pays développés pourrait favoriser l'euro.

CHF

### Pression baissière

Après une année de surperformance en 2023, le franc suisse perd de son éclat. Le ralentissement de l'inflation se poursuit, à 1,3 % en glissement annuel pour le mois de janvier, en dessous de la cible de la banque centrale et des attentes des économistes. Ce mouvement alimente notamment les anticipations des investisseurs sur des baisses de taux à venir du côté de la BNS, ce qui amplifie le différentiel de taux déjà négatif avec l'euro et le dollar et pèse sur le CHF. De plus, les déclarations de la banque centrale sur les implications indésirables d'un CHF trop fort se multiplient, la dernière en date du président de la BNS stipulant que cela représente un frein à la croissance. Ainsi, bien que nous n'ayons pas encore de confirmation sur une intervention de la BNS afin de déprécier sa monnaie, il est fort probable que cela se produise très prochainement. Cela nous emmène donc à conserver notre vue haussière à court terme sur l'USD/CHF (qui devrait évoluer entre 0,88 et 0,90 au cours du mois), d'autant que le niveau auquel se traite la paire reste faible, et ce malgré la sous-performance du franc suisse dernièrement, laissant donc de la place pour un potentiel haus-

JPY

### Continue de flirter avec les plus bas

Le JPY s'est affaibli en janvier, pris en étau entre les réajustements sur les taux américains et l'avertissement de la Banque du Japon, déclarant que les taux n'auraient pas forcément vocation à augmenter rapidement après la fin de la politique de taux d'intérêt négatif, conformément à notre scénario.

À court terme nous restons neutres, le risque d'une nouvelle accélération de l'inflation pourrait en effet enfoncer le clou de la sous-performance du yen face au dollar, mais nous gardons à l'esprit qu'un USD/JPY au-dessus de 150 pourrait rehausser la probabilité d'une intervention de la banque centrale Japonaise. À plus long terme, le JPY continuera d'être principalement influencé par les développements américains. En ce sens, la baisse de taux de la Fed attendue pour le deuxième trimestre devrait alléger la pression qui pèse sur la devise nippone. Nous attendons donc un USD/JPY autour de 152 avant de vendre la paire en vue d'un mouvement vers 142.

OR

### En attente d'un meilleur point d'entrée

Les vents contraires se sont accumulés pour l'or : un dollar fort, des attentes de taux repoussées dans le temps, et des flux sortants sur les ETFs. Pour autant, le métal jaune reste proche des 2 000 dollars/onces et semble hermétique aux éléments qui pourraient rogner sa performance. En effet, l'achat massif des banques centrales dans une logique de diversification des réserves de change, et la ténacité du risque géopolitique dans une année électorale agissent comme des soutiens de poids. Au niveau actuel, nous préférons attendre un meilleur point d'entrée, autour de 1 930-1 950 avant d'acheter l'or en vue d'une cible à 2 050-2 100.



## 07 • Allocation d'actifs

# SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION



Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager

### SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : nous relevons nos hypothèses de croissance pour l'économie américaine pour 2024 et 2025 à respectivement +2,3 % et +1,7 %. Cette révision s'explique d'une part par un acquis de croissance revu à la hausse pour 2024 et de l'autre par la robustesse observée de la consommation et du marché de l'emploi américain. Nous maintenons en revanche notre scénario inchangé pour la zone euro avec une croissance modeste mais soutenue par une amélioration du pouvoir d'achat des ménages. Les pays émergents continuent d'être le moteur de la croissance mondiale.
- **Inflation** : nous continuons de penser que le processus de désinflation se poursuivra dans les mois qui suivent bien que nous devrions rentrer dans une phase moins linéaire et plus volatile d'évolution des prix. Les risques à la hausse demeurent notamment au sein des services, comme nous le rappellent les chiffres publiés pour l'inflation américaine de janvier. Nous surveillons également les potentielles répercussions des tensions actuelles en Mer Rouge sur le prix des biens mais à ce stade l'impact sur l'inflation reste selon nous limité.
- **Banques centrales** : comme nous l'anticipions, les marchés de taux se sont ajustés ces dernières semaines et reviennent proche de notre scénario de 100 pb de baisse de taux pour la Fed et la BCE en 2024 avec une première baisse attendue dans le courant du deuxième trimestre.
- **Résultats d'entreprises** : la saison des résultats confirme nos attentes d'une meilleure capacité des entreprises américaines (en particulier celles du secteur de la technologie) à délivrer les prévisions de bénéfices pour 2024. À l'inverse, leurs homologues européennes enregistrent des révisions à la baisse.
- **Environnement de risque** : la probabilité d'un scénario de récession nous semble désormais relativement faible et pensons à l'inverse que le principal risque de marché provient d'une réaccélération de l'inflation.

Parmi les autres facteurs externes que nous surveillons : la soutenabilité des dettes publiques et la situation (géo)politique sur l'ensemble du globe.

### CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

#### Actions

- Les dernières données macroéconomiques publiées viennent confirmer notre scénario d'un atterrissage en douceur de l'économie mondiale, en particulier grâce à la résilience de l'activité économique américaine. Ces développements, associés à une bonne santé financière des entreprises, notamment des grandes capitalisations, nous conduisent à maintenir une vue stratégiquement positive sur les marchés actions à moyen terme. Les indicateurs techniques et de positionnement des investisseurs nous incitent néanmoins à temporiser tout renforcement de nos expositions à ce stade.
- Sans surprise nous privilégions une exposition aux actions de la cote américaine au sein de nos allocations, ces dernières bénéficiant à la fois d'un environnement macroéconomique plus robuste mais aussi d'une révision à la hausse des prévisions bénéficiaires pour 2024. Ces valeurs sont également les plus à même de bénéficier de la diffusion de l'intelligence artificielle.
- En relatif, les actions européennes nous semblent moins attractives. Nous préférons attendre un retournement de la dynamique bénéficiaire et une meilleure visibilité sur la croissance économique avant de renforcer nos expositions.
- Enfin, nous maintenons une vision constructive sur les actifs émergents. Toutefois, une vision diversifiée doit prévaloir, étant donné les risques idiosyncratiques à la sphère émergente. Une exposition plus large permettra également de tirer profits de certaines histoires spécifiques, à l'image de la Corée du Sud, qui bénéficie du retournement du cycle des semi-conducteurs.



Révision  
à la hausse de la  
**CROISSANCE  
AMÉRICAINÉ**



## Obligations

- Notre scénario a continué à se concrétiser avec une poursuite du mouvement de réévaluation à la hausse des taux, faisant suite à des chiffres d'inflation américaine plus élevés qu'anticipés par le marché. Nous sommes désormais plus confortables avec les niveaux de taux observés mais estimons qu'il est encore trop tôt pour remonter significativement notre sensibilité au risque obligataire tant que le chemin de la désinflation reste encore incertain. Pour ces raisons nous renouvelons notre recommandation positive sur les obligations souveraines de maturités courtes (jusqu'à 5 ans) en opposition aux échéances les plus longues, plus volatiles et moins rémunératrices.
- Sur le segment du crédit, nous réitérons notre préférence en faveur des dettes d'entreprises de qualité à courtes maturités qui offrent selon nous le meilleur ratio rendement/risque. Nous continuons de rester à l'écart des obligations à haut rendement, préférant consommer du risque au sein des poches actions.
- Dans une optique de diversification, nous conservons une vision stratégiquement positive sur les dettes émergentes en devises locales.

## Marché des changes

- Le mois dernier nous avons relevé tactiquement notre recommandation sur le dollar, alors que le marché nous semblait intégrer trop agressivement les futures baisses de taux de la Fed. Si le billet vert a largement bénéficié de la réévaluation des taux américains ces dernières semaines, nous pensons que le mouvement pourrait se poursuivre à court terme. À moyen terme, différents facteurs structurels devraient néanmoins peser sur la devise.
- Nous maintenons inchangée notre recommandation sur le franc suisse qui ne bénéficie plus du soutien de la BNS, alors même que le processus de désinflation nous semble bien enclenché localement.
- La devise japonaise a récemment été pénalisée par la remontée des taux aux États-Unis et s'approche désormais des précédents seuils d'intervention de la Banque du Japon. Le cas échéant, le yen pourrait bénéficier de l'interventionnisme de sa banque centrale. L'évolution de la parité à moyen terme reste néanmoins principalement contrainte aux futurs développements de la politique monétaire de la Fed.

## CONVICTIONS CLÉS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
<b>OBLIGATIONS</b>		
<b>EMPRUNTS D'ÉTAT</b>		
2 ans EUR	=	=
10 ans EUR	=/-	=
Périphériques EUR	=	=/-
2 ans US	=/+	+
10 ans US	=/-	=
EUR points morts d'inflation	=/+	=/+
US points morts d'inflation	=/+	=
<b>CRÉDIT</b>		
Investment grade EUR	=/+	+
High yield EUR	=/-	=
Obligations financières EUR	=	=/+
Investment grade USD	=	=/+
High yield USD	-	=/-
<b>DETTE ÉMERGENTE</b>		
Monnaies fortes	=	=/+
Monnaies locales	=	=/+
<b>ACTIONS</b>		
<b>ZONES GÉOGRAPHIQUES</b>		
Europe	=/-	=/-
États-Unis	=/+	=/+
Japon	=	=
Amérique Latine	=	=
Asie ex-Chine	=/+	=/+
Chine	=	=/-
<b>STYLES</b>		
Growth	=/+	=/+
Value	=	=
Qualité	=/+	=
Cycliques	=	=
Défensives	=/-	=/-
<b>DEVICES</b>		
États-Unis (USD)	=/+	=/-
Zone euro (EUR)	=/-	=/+
Royaume-Uni (GBP)	=/-	=
Suisse (CHF)	=/-	=
Japon (JPY)	=	=/+
Chine (CNY)	=	=
Or (XAU)	=/-	=/+

Source : Indosuez Wealth Management.



# 08 • Market Monitor (devises locales)

## APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 22 FÉVRIER 2024



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	4,32 %	20,23	44,16
France 10 ans	2,91 %	13,40	35,60
Allemagne 10 ans	2,44 %	15,00	41,80
Espagne 10 ans	3,34 %	14,80	36,10
Suisse 10 ans	0,88 %	0,00	17,50
Japon 10 ans	0,71 %	-2,50	10,60

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	35,89	-0,47 %	-2,26 %
Emprunts d'État en EUR	201,30	-0,68 %	-1,39 %
Entreprises haut rendement en EUR	218,09	0,35 %	0,81 %
Entreprises haut rendement en USD	334,73	0,19 %	-0,07 %
Emprunts d'État américains	304,42	-0,81 %	-1,17 %
Entreprises émergentes	44,16	0,14 %	0,07 %

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9527	1,30 %	2,56 %
GBP/USD	1,2660	-0,38 %	-0,56 %
USD/CHF	0,8802	1,51 %	4,61 %
EUR/USD	1,0823	-0,21 %	-1,96 %
USD/JPY	150,53	1,94 %	6,73 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	14,54	1,09	2,09

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	5 087,03	3,94 %	6,65 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 684,49	2,06 %	-0,63 %
STOXX Europe 600	495,10	3,46 %	3,36 %
Topix	2 660,71	5,09 %	12,44 %
MSCI World	3 329,86	3,66 %	5,07 %
Shanghai SE Composite	3 486,68	4,30 %	1,62 %
MSCI Emerging Markets	1 029,44	4,16 %	0,56 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 570,02	1,70 %	-3,48 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	203,44	1,82 %	1,33 %
MSCI Asia Ex Japan	644,96	4,66 %	0,53 %
CAC 40 (France)	7 911,60	5,99 %	4,88 %
DAX (Allemagne)	17 370,45	2,74 %	3,69 %
MIB (Italie)	32 356,26	7,29 %	6,60 %
IBEX (Espagne)	10 138,90	2,24 %	0,36 %
SMI (Suisse)	11 386,17	1,58 %	2,23 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 843,00	-0,36 %	-4,88 %
Or (USD/Oz)	2 024,39	0,18 %	-1,87 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	78,61	1,62 %	9,71 %
Argent (USD/Oz)	22,78	-0,62 %	-5,41 %
Cuivre (USD/Tonne)	8 584,50	0,19 %	0,30 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	1,73	-32,63 %	-31,11 %

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

NOVEMBRE 2023	DÉCEMBRE 2023	JANVIER 2024	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (22 FÉVRIER 2024)
12,99 %	7,74 %	7,81 %	5,09 %	12,44 %
9,21 %	4,81 %	1,59 %	4,66 %	6,65 %
8,92 %	4,71 %	1,39 %	4,30 %	5,07 %
7,86 %	4,42 %	1,14 %	4,16 %	3,36 %
6,86 %	3,77 %	-1,02 %	3,94 %	1,62 %
6,45 %	3,75 %	-1,33 %	3,66 %	1,33 %
6,32 %	3,71 %	-4,68 %	3,46 %	0,56 %
5,38 %	3,35 %	-4,85 %	2,06 %	0,53 %
1,80 %	-0,36 %	-5,49 %	1,82 %	-0,63 %
-2,14 %	-1,86 %	-6,29 %	1,70 %	-3,48 %

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.

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

**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* désignent 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.

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 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 Espana ([www.bde.es](http://www.bde.es)) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, [www.cnmv.es](http://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<sup>er</sup> - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'Industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S0034, 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. Pellì 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 ;
- **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 1<sup>st</sup> Street- Nayel & Bin Harmal Tower, 5<sup>th</sup> 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 photocopiée, reproduite ou distribuée, en partie ou en totalité, sous quelque forme que ce soit, sans l'accord préalable de votre Banque.

© 2024, CA Indosuez (Switzerland) SA/Tous droits réservés.

Crédits photos: Getty Images.

Achevé de rédiger le 22.02.2024.





