

# MONTHLY HOUSE VIEW

Mai 2023

Chine : redémarrage de la fusée « Longue Marche »

• Table des matières

01•	Éditorial DÉBUT DE DESCENTE	P3
02•	Focus CHINE : REDÉMARRAGE DE LA FUSÉE « LONGUE MARCHÉ »	P4
03•	Macroéconomie OÙ ET QUAND L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE VA-T-ELLE ATTEINDRE ?	P6
04•	Obligations L'ENGOUEMENT POUR LE TAUX NATUREL	P8
05•	Actions UN PAS DE PLUS VERS L'EUPHORIE ?	P10
06•	Devises LE DOLLAR NE DÉFIE PLUS LA GRAVITÉ	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



Alexandre  
DRABOWICZ  
Chief Investment Officer

Chère lectrice, Cher lecteur,

Lors d'un récent vol vers Madrid pour rendre visite à nos équipes, les mots du commandant de bord – « Nous amorçons notre descente » – ont évoqué pour moi la chute de l'inflation américaine, passée de 9 % en glissement annuel (GA) à 5 % en seulement neuf mois. Nul doute que les chiffres récents offrent un certain réconfort au commandant de bord Jerome Powell : pour la première fois depuis janvier 2021, l'énergie a contribué négativement à l'inflation globale. Les pessimistes ont tendance à se focaliser sur la composante persistante de l'inflation – les services –, mais un examen approfondi de la sous-composante « logement » permet également de déceler des signes d'essoufflement. En réalité, le commandant tente de faire atterrir plusieurs « avions » à la fois : l'inflation, l'économie et la stabilité financière. Il est peu probable que l'inflation revienne à son niveau cible de 2 % dans un avenir proche, mais la baisse actuelle est encourageante. Quant à l'économie, un ralentissement se profile au second semestre 2023, mais il ne s'agira probablement pas d'un atterrissage brutal. Le grand point d'interrogation reste le resserrement des conditions de prêt : les petites entreprises américaines, qui emploient 35 % de la main-d'œuvre, obtiennent 70 % de leurs prêts auprès des banques régionales. La Réserve fédérale (Fed) se prépare donc à clôturer son cycle de resserrement et la hausse des taux de mai devrait être la dernière pour cette année. Pour reprendre les propos d'Austan Goolsbee (Fed de Chicago), ce contexte exige « prudence et patience ».

Sur les marchés financiers, les investisseurs anticipent toujours une baisse des taux de 50 points de base (pb) cette année, mais nous privilégions l'hypothèse d'une pause. La volatilité des taux d'intérêt, qui a dépassé le niveau observé durant la Grande crise financière de 2008, menace aussi bien la construction de portefeuille que les bilans des banques. C'est pourquoi nous privilégions, au sein de nos portefeuilles obligataires, les actifs à faible durée et le crédit de haute qualité, en vue d'engranger des rendements attrayants tout en éliminant le risque de durée. La liquidité reste importante : les fonds monétaires aux États-Unis abritent 5 200 milliards USD, soit une augmentation de 500 milliards USD cette année, alors que les investisseurs en quête de rendement délaissent les dépôts bancaires.

Dans le même temps, les actions ont fait preuve d'une résistance remarquable. Imaginons que vous ayez eu la chance de vous isoler sur une île sans Wi-Fi pendant un mois, pour apprendre à votre retour que trois banques américaines avaient fait faillite et que Credit Suisse avait été absorbé par UBS en un week-end, sans que cela empêche la

Banque centrale européenne (BCE) et la Fed de continuer à relever leurs taux directeurs... une fois digéré le choc suscité par ces nouvelles, vous auriez anticipé un effondrement des marchés actions. Mauvaise réponse. Comment expliquer que la chute des bénéficiaires, dans le sillage de ces événements, n'est pas aussi brutale que prévu ? Pour dire les choses simplement, les valeurs nominales comptent plus que les valeurs réelles dans le monde des actions. Grâce à une dynamique économique positive, les entreprises ont été en mesure d'accroître leur chiffre d'affaires. Cela a été compensé par une certaine contraction des marges, mais nous sommes très loin de l'effondrement des bénéfices attendu. C'est ce qui explique la performance des marchés boursiers. Mais d'autres facteurs ont joué. Le sentiment des investisseurs reste prudent et la détention d'actions – notamment au sein des portefeuilles institutionnels – reflète un positionnement défensif.

Les investisseurs sont globalement sous-exposés aux marchés actions (notamment sur les actions européennes) : les investisseurs américains ont tenté de rattraper leur retard en achetant des Fonds indiciels (ETF) européens cotés aux États-Unis chaque semaine sauf une depuis le début de l'année. La réouverture de la Chine a largement profité aux entreprises européennes, comme en témoignent les bons résultats des marques de luxe. Nous faisons toutefois un constat frustrant : les actions chinoises ne décollent pas malgré la vigueur de la réouverture. Mais nous restons convaincus qu'il est judicieux de se tourner vers l'Asie. Nous faisons le point ce mois-ci sur l'état de l'économie chinoise, pour laquelle nous avons relevé nos prévisions de croissance – tout en estimant que les risques demeurent orientés à la hausse. Évitant les actions chinoises, de nombreux investisseurs ont misé sur la réouverture du pays en achetant des actions européennes ; cependant, la Chine est trop importante pour être ignorée, surtout pour les investisseurs américains. Si le facteur d'inclusion<sup>1</sup> des actions A chinoises dans le MSCI Emerging Markets était révisé de 20 % (son niveau actuel) à 100 %, leur poids dans l'indice passerait de 5 % à 22 %. Les investisseurs internationaux sont voués à investir davantage en Chine et la dynamique du marché des actions A bénéficiera d'une participation institutionnelle accrue (aussi bien étrangère que domestique).

Sur une note plus personnelle, comme il s'agit de mon premier éditorial en tant que CIO d'Indosuez Wealth Management, je voudrais souligner que je suis enchanté de rejoindre le Groupe et impatient de travailler dans une organisation ayant un très haut niveau de professionnalisme, d'intégrité et de souci du client. Bonne lecture.

1 - Les investisseurs peuvent accéder au marché des actions chinoises par le biais de plusieurs catégories de titres, la plus importante étant celle des actions A, négociées sur les marchés boursiers de Chine continentale. Depuis 2018, MSCI a commencé à inclure partiellement les grandes capitalisations de ce segment dans l'indice MSCI Emerging Markets.

# CHINE : REDÉMARRAGE DE LA FUSÉE « LONGUE MARCHÉ »



Gautier VENERATI, CFA  
Senior Equity  
Portfolio Manager



Lucas MERIC  
Investment  
Strategist

Moteur important du rebond du marché chinois entre novembre et janvier, le thème de la réouverture chinoise semble aujourd'hui s'essouffler. Les indicateurs macroéconomiques montrent un net rebond de l'économie chinoise au premier trimestre 2023, mais les marchés chinois ont déçu les investisseurs – une divergence qui devrait se résorber dans les mois à venir.

## LA RÉOUVERTURE EST DÉSORMAIS VISIBLE DANS LES CHIFFRES MACROÉCONOMIQUES

Début 2023, les marchés tentaient d'estimer l'impact de la réouverture sur l'économie chinoise. Tiré par la consommation intérieure, le PIB chinois a augmenté de 4,5 % en glissement annuel (GA) au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 (2,9 % au 4<sup>e</sup> trimestre 2022), tandis que les ventes de détail ont progressé de 10,6 % (GA) en mars. Ces chiffres confirment le potentiel de rétablissement de la consommation, alors que le sentiment des consommateurs chinois reste pour l'instant modéré, malgré le rebond enregistré en mars. Comme indiqué dans notre numéro de mars 2023, la réouverture est principalement tirée par les services, le PMI des services ayant atteint 58,2 en mars (son niveau le plus élevé depuis 2012), tandis que le PMI manufacturier s'avère moins solide (tout en étant en territoire d'expansion) à 51,9. La production industrielle a augmenté de 3,9 % (GA) en mars, ce qui est inférieur au consensus et à sa moyenne de long terme. L'immobilier montre des premiers signes de stabilisation : les ventes de biens ont progressé

en valeur et en volume, respectivement de 8,8 % et 0,2 % (GA) en mars, bien que l'investissement immobilier ait encore reculé de 7,2 % (GA).

## ACCÉLÉRATION EN VUE

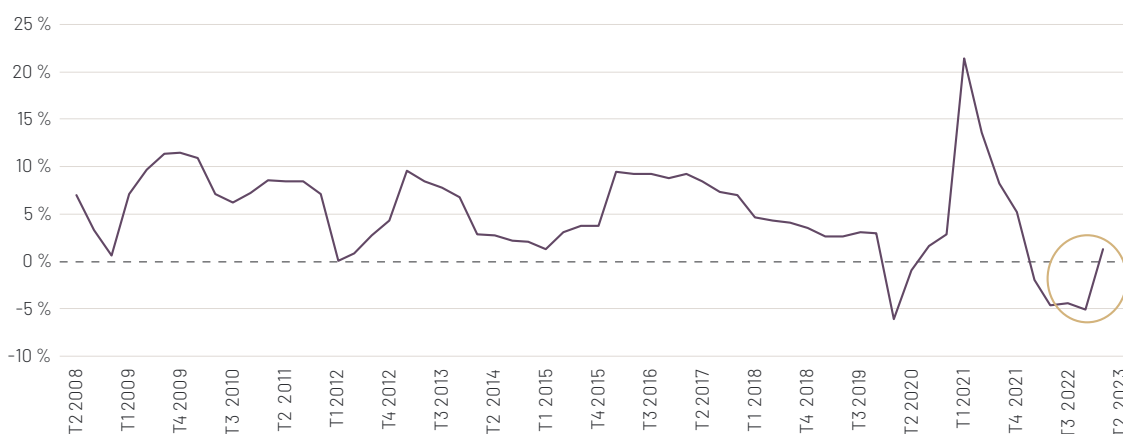
Les chiffres encourageants du premier trimestre 2023 confortent notre scénario d'une solide croissance du PIB de 5,6 % en 2023 – supérieure à l'objectif de 5 % fixé par le Congrès national du peuple (CNP) début mars –, grâce au rebond de la consommation et des services domestiques. Dans les mois à venir, la vigueur du redressement dépendra de l'amélioration du sentiment des consommateurs chinois, qui sortent de trois années de mesures drastiques contre la COVID-19 sans avoir bénéficié d'aides publiques exceptionnelles similaires à celles adoptées en Occident. À cet égard, l'amélioration du marché du travail (le taux de chômage est tombé à 5,3 % en mars), la faiblesse actuelle des revenus réels, en hausse de seulement 3,8 % (GA) en mars (malgré une faible inflation), et la normalisation du secteur immobilier devraient soutenir la reprise de la confiance (graphique 1).



## LA REPRISE

chinoise devrait être tirée par la demande intérieure refoulée

GRAPHIQUE 1 : REBOND EN VUE POUR LE MARCHÉ IMMOBILIER CHINOIS ?  
CROISSANCE DE LA VALEUR AJOUTÉE, IMMOBILIER, GA, %



Sources : Datastream, Indosuez Wealth Management.

Alors que les principales économies sont aux prises avec une inflation élevée, la Chine semble être à l'abri des hausses de prix et des problèmes de la chaîne logistique, avec une inflation annuelle limitée à 0,7 % (GA) en mars. Cela justifie amplement des politiques monétaire et budgétaire accommodantes pour soutenir l'objectif de croissance, alors que le crédit au secteur privé a fortement augmenté en mars (9,6 % en GA). Dans le cas de la Chine, les risques qui pèsent sur notre scénario sont plutôt orientés à la hausse. Le ralentissement de l'économie mondiale et les enjeux géopolitiques liés à Taïwan et à la relation sino-américaine constituent des risques baisiers, mais pour le moment les exportations (en hausse de 14,1 % en GA en mars) restent robustes.

### NOUS MAINTENONS NOTRE FORTE CONVICTON SUR LES ACTIONS CHINOISES

Après avoir suscité un rebond de 50 % des actions chinoises entre novembre et fin janvier, le thème de la réouverture s'est traduit par de solides indicateurs macroéconomiques, comme en témoigne l'augmentation des surprises économiques en Chine depuis janvier. Les marchés chinois ont néanmoins sous-performé les principaux indices boursiers internationaux ces dernières semaines (-6 % par rapport au MSCI World depuis le 1<sup>er</sup> février). Selon nous, cette divergence entre une macroéconomie robuste et la performance mitigée des marchés chinois repose sur trois raisons principales :

- Malgré le rebond des indicateurs, les investisseurs internationaux ne sont pas encore convaincus par la reprise de l'économie chinoise, notamment en raison d'une confiance des consommateurs toujours fragile.
- L'instabilité géopolitique qui prédomine en 2023 (épisode du ballon chinois en février et tensions autour de Taïwan) pèse sur les actifs chinois.
- Le sentiment des investisseurs est actuellement principalement guidé par l'évolution des taux d'intérêt américains et l'attente d'un hypothétique « pivot » de la Fed.

Cependant, notre conviction sur les actions chinoises reste intacte. Les analyses *bottom-up* révèlent la forte surperformance, depuis le début de l'année, des *blue chips* de secteurs tels que la consommation, les services de communication, l'informatique, l'énergie et les matériaux, ce qui confirme notre hypothèse d'un rétablissement tiré par la demande intérieure.

Alors que la Chine représentera un tiers de la croissance mondiale en 2023 et 2024, le redressement de la confiance et le rebond du secteur immobilier devraient soutenir les marchés chinois. En outre, la Chine est l'une des rares grandes puissances où la politique économique reste favorable à la croissance, alors que la plupart des économies avancées commencent à ressentir les effets des politiques monétaires extrêmement agressives menées en 2022. En ce qui concerne les marchés actions, la Chine offre une diversification internationale à un moment où l'environnement de marché encourage la réduction des risques, en particulier sur les marchés américains et européens :

- La croissance des bénéfices des actions chinoises devrait atteindre 17,8 % en 2023 et 14,9 % en 2024 (contre respectivement 1,1 % et 11,3 % pour le MSCI World) ; nous pensons que les estimations de bénéfices ont atteint leur point bas en novembre 2022, ce qui nous amène à anticiper une deuxième vague de révisions positives après celle de la fin 2022.
- Les actions chinoises restent attrayantes en termes de valorisation par rapport au ratio moyen cours/bénéfices sur 10 ans (la décote atteint 18 % pour les actions H et 30 % pour les actions A).
- Le sentiment des investisseurs internationaux s'améliore ; les flux nets vers les fonds ciblant les marchés émergents et l'Asie hors Japon sont positifs depuis le début de l'année, avec des entrées de respectivement 37 milliards USD et 18 milliards USD (contre des sorties de 4 milliards USD et des entrées de 7 milliards USD en 2022). À plus long terme, une éventuelle augmentation du facteur d'inclusion des actions A chinoises dans l'indice MSCI Emerging Markets pourrait attirer des flux durables à long terme sur les marchés boursiers chinois.

Enfin, si les tensions sino-américaines font les gros titres de l'actualité, la forte interconnexion économique entre les deux géants (déficit commercial des États-Unis avec la Chine, domination chinoise dans de nombreuses chaînes de valeur et de production, notamment dans les énergies renouvelables, part croissante de la technologie locale dans les exportations chinoises au cours des 15 dernières années) rend la Chine incontournable à ce stade.

## 03 • Macroéconomie

# OÙ ET QUAND L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE VA-T-ELLE ATTERRIR ?



Bénédicte KUKLA  
Senior Investment  
Strategist

Bien que le degré de resserrement des conditions de crédit dans les prochains mois reste incertain, nous envisageons un atterrissage partiel de l'économie américaine au second semestre 2023, alors que la correction du marché de l'emploi ne fait que commencer. Le ralentissement de l'économie américaine aura un impact limité sur l'Europe, grâce notamment à la réouverture de l'économie chinoise.

### ÉTATS-UNIS : CONTRACTION MODÉRÉE ET TEMPORAIRE DE LA CROISSANCE AU SECOND SEMESTRE

Les récentes turbulences du secteur bancaire américain sont très éloignées de la crise financière de 2008. De fait, les données concrètes suggèrent déjà une normalisation des dépôts et un retour des conditions financières aux niveaux qui prévalaient avant mars. La confiance des consommateurs a faibli (63,5 contre 62 en mars - université du Michigan), mais ne semble pas significativement affectée par le choc. Néanmoins, les données de l'enquête sur les petites entreprises (NFIB<sup>2</sup>) indiquent que le financement est actuellement leur principal problème. L'incertitude qui en découle alimente les craintes d'une pénurie de crédit et explique la divergence des prévisions de croissance pour l'économie américaine en 2023. Pour notre part, nous tablons sur le scénario suivant : une croissance meilleure que prévu au premier semestre (comme le suggère la récente prévision GDPNow de la Réserve fédérale d'Atlanta, 2,5 % TACVS<sup>3</sup> au T1 2023), puis une contraction temporaire au second semestre, avec une dégradation plus importante au T4 qu'au T3 (ce qui impliquera un report négatif sur la croissance

annuelle moyenne du PIB en 2024). Cet accès de faiblesse décalé dans le temps résulte d'un recul progressif de la consommation au cours des prochains mois, le marché de l'emploi devenant moins porteur et le crédit n'étant plus un facteur de soutien pour les ménages, alors que les banques deviennent plus sélectives sur les dossiers de prêt dans un contexte de pessimisme croissant à l'égard de l'économie américaine. Nous pourrions toutefois nous tromper sur le calendrier : les services sont résilients (l'indice ISM non manufacturier atteignait 51,2<sup>4</sup> en mars), les offres d'emplois restent élevées (9,9 millions actuellement, 7 millions avant la pandémie) et le poids de la dette est faible au regard des normes historiques, de sorte que la contraction du PIB pourrait être repoussée à début 2024. Malgré l'environnement incertain, nous ne cédon pas au pessimisme ambiant sur l'imminence d'une récession aux États-Unis, mais tablons plutôt sur une contraction temporaire. En outre, la reprise pourrait être plus solide que prévu en 2024, notamment avec la fin de la purge des investissements dans le secteur du logement, qui a (en moyenne) retranché environ un demi-point de pourcentage à la croissance trimestrielle du PIB depuis le deuxième trimestre 2021.



Offres d'emploi  
aux États-Unis :  
**9,9 MILLIONS**  
CONTRE  
**7 MILLIONS**  
avant la pandémie

2 - Fédération Nationale des Entreprises Indépendantes.

3 - Taux annuel corrigé des variations saisonnières.

4 - Rappel : les PMI et les indices ISM supérieurs à 50 points indiquent une expansion de l'activité, tandis qu'un score inférieur à 50 indique une contraction.



En Espagne,  
L'INDICE PMI  
des services  
ATTEINT  
59 POINTS  
en mars

Ce contexte de modération de la demande intérieure montre des signes positifs de désinflation cyclique – contrairement à la situation en zone euro, l'inflation aux États-Unis a été initialement déclenchée par une demande excédentaire post-pandémie. Les prix de l'énergie sont désormais en baisse aux États-Unis (-6 % en GA). Les tensions sur l'offre se sont atténuées, comme en témoigne la stabilisation des prix des biens (1,5 % en GA en mars, contre 12 % début 2022). Les prix des services restent toutefois élevés (7,1 % en GA) et constituent la principale source d'inquiétude pour la Fed. De manière encourageante, la composante « logement » – englobée dans les prix des services – a commencé à fléchir en rythme mensuel en mars, bien qu'elle continue d'augmenter en termes annuels (8,2 % en GA). Compte tenu de son poids dans l'indice d'inflation (plus de 30 % de l'inflation totale et 45 % de l'inflation sous-jacente), cette composante pourrait entraîner un recul de l'inflation sous-jacente plus rapide qu'anticipé. Cela n'aura pas forcément un impact significatif sur la trajectoire des taux de la Fed, l'institution étant moins inquiète de la composante « logement », mais pourrait favoriser le redressement du revenu des ménages en 2024. Dans l'ensemble, l'inflation devrait refluer dans les prochains mois grâce aux effets de base sur les prix de l'énergie et des denrées alimentaires, l'inflation sous-jacente dépassant l'inflation globale à partir du deuxième trimestre 2023.

## RISQUES ORIENTÉS À LA HAUSSE EN ZONE EURO

L'accélération de la croissance chinoise (Focus, page 4) et la modération de la croissance américaine en fin d'année nous incitent à conserver notre scénario de croissance du PIB pour la zone euro en 2023 (tableau 1). Nous ne prévoyons pas de récession en zone euro, où les risques sont orientés à la hausse, notamment en ce qui concerne le rétablissement de l'industrie après l'important choc énergétique de 2022 (la production allemande a enregistré un rebond de +5,8 % depuis décembre 2022). En Espagne, le PIB devrait se rétablir grâce à l'activité des services (le PMI des services de la zone euro s'est maintenu à 55 points en mars, tandis qu'il a progressé à 59 en Espagne). Sur le front de l'inflation, l'augmentation des coûts du travail est comparable à celle observée aux États-Unis (environ 6 % en GA) et se rapproche actuellement du taux d'inflation, ce qui est positif pour le pouvoir d'achat. Cependant, les salaires en Europe sont moins sensibles à l'évolution du marché de l'emploi et pourraient avoir un impact plus durable sur l'inflation. Dans ce contexte, la BCE devrait poursuivre son resserrement monétaire, mais l'impact sur la croissance du PIB se fera sentir plus tard qu'aux États-Unis.

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2023-2024, %

● Révisions à la baisse depuis le mois dernier

● Révisions à la hausse

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

Source : Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

Avec la contribution  
de l'équipe Obligations

Le Fonds monétaire international (FMI) a rejoint en avril la cohorte des recherches théoriques sur le taux d'intérêt « naturel »<sup>5</sup>. Ces efforts ressemblent à la quête du Saint Graal de la prospérité économique, dans un monde sans chocs, caractérisé par l'existence de prévisions exactes. Que ce monde serait ennuyeux ! En réalité, les marchés obligataires rappellent actuellement aux investisseurs à quel point ils peuvent s'avérer volatils, plus encore que les marchés actions. Et parfois au détriment des investisseurs en quête de sécurité.

### BANQUES CENTRALES

Que s'est-il passé depuis les turbulences du mois de mars ? Les institutions étrangères ayant besoin de dollars ont activé les lignes de *swap* existantes avec la Fed, ce qui a mis fin aux tensions. De leur côté, les banques américaines qui avaient besoin de liquidités ont utilisé les facilités de la Fed et ont déjà commencé à les rembourser. Sur le front économique, les enquêtes déçoivent, tandis que certains indicateurs macroéconomiques sont encore relativement optimistes. En conséquence, les rendements ont augmenté lentement mais sûrement, notamment sur les échéances courtes, les membres du FOMC semblant à ce stade privilégier une hausse des taux de 25 pb pour la réunion de mai. Notre scénario central estime que les taux resteront élevés plus longtemps.

En zone euro, la dynamique de l'inflation sous-jacente est encore trop éloignée de la zone de confort de la BCE pour être ignorée.

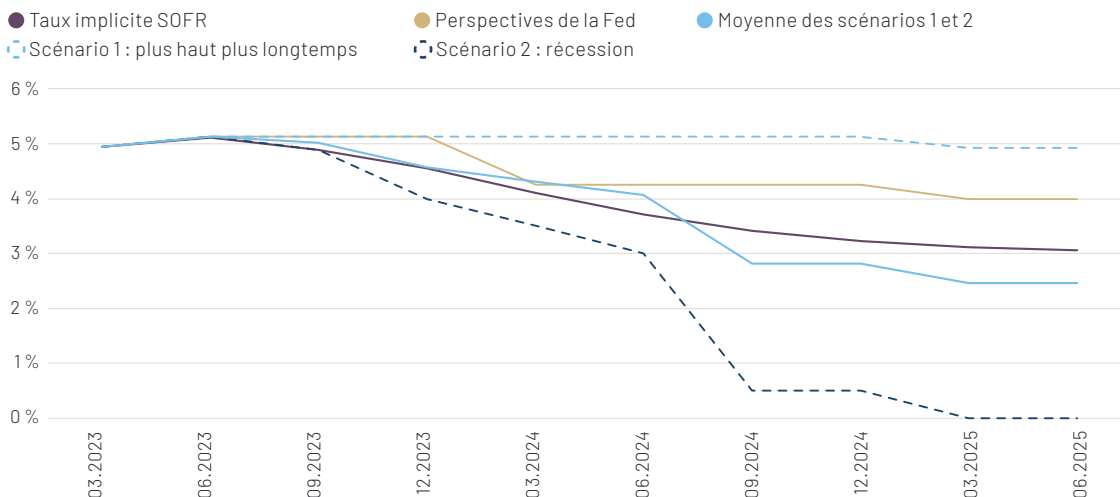
Des hausses de taux, accompagnées d'un resserrement quantitatif en douceur, se profilent donc d'ici l'été. Il reste à savoir si la BCE prépare une réduction plus agressive de son bilan, ce qui n'est pas encore officiellement annoncé.

En ce qui concerne les courbes de taux, les primes de terme sont redevenues négatives aux États-Unis, ce qui nous conforte dans le choix de maintenir une faible sensibilité au sein de nos portefeuilles. Les contrats à terme sur Fed Funds tablent actuellement sur des baisses de taux dès la fin 2023, ce qui est compatible avec une récession sévère dans l'immédiat et une trajectoire nettement baissière de l'inflation (graphique 2). Ce scénario est très éloigné de notre scénario macroéconomique central, qui anticipe une récession légère étalée sur deux trimestres à partir du troisième trimestre 2023. Par conséquent, nous maintenons notre sous-pondération ou nos positions *short* sur cette partie de la courbe.



### LE GRAND RETOUR du prix de l'argent

GRAPHIQUE 2 : COMMENT ÉVALUER LES TAUX À 2 ANS ? LES PRIX DE MARCHÉ SEMBLENT TOUJOURS AGRESSIFS, % (HYPOTHÈSES DE TAUX SELON DIFFÉRENTS SCÉNARIOS)



SOFR : taux de financement au jour le jour garanti.

Les lignes pointillées représentent les hypothèses internes.

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

5 - FMI: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/April/English/ch2.ashx>

BCE: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op217.en.pdf>

Fed: <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>





## MARCHÉS DE CRÉDIT

À la mi-avril, les marchés de crédit avaient déjà effacé leur sous-performance de mars (rétrécissement des *spreads* de -90 pb en Europe, selon Bloomberg Barclays Indices). Ce rebond contrebalance les risques de resserrement du crédit causés par les tensions bancaires, au moins dans un premier temps. Il conviendra de surveiller sa transmission à l'économie réelle dans les semaines ou les mois à venir. Comme par le passé, tout dépendra de la volonté des banques de prêter et de l'évolution de la demande de crédit des entreprises et des ménages. D'un point de vue qualitatif, les bilans des entreprises restent solides, du moins pour les sociétés les plus importantes, et les financements sont toujours disponibles pour les acteurs de premier plan. En termes de secteurs, les banques sont attrayantes sur la partie senior de la structure de capital et à travers certaines dettes profondément subordonnées. En Europe, les marchés ont fortement réévalué les primes de risque des émetteurs immobiliers, les poussant à se refinancer via le système bancaire.

Nous continuons à privilégier les investissements à court terme bien notés. Ces derniers offrent un portage intéressant, ainsi qu'un point mort attractif en cas de hausse des rendements.

En Chine, les défauts ont été massifs en 2022 parmi les émetteurs du secteur immobilier, ce qui réduit à néant l'activité sur ce segment du marché. Mais d'autres secteurs ont été relativement épargnés par les défauts en 2022 et depuis le début de l'année.

Au niveau macroéconomique, les derniers mois ont montré que les institutions ayant besoin de liquidités pouvaient en obtenir (Banque d'Angleterre fin septembre, Programme de financement à terme des banques - BTFP - aux États-Unis), mais à un prix supérieur à zéro, tant en termes nominaux que réels. Cette situation est cohérente avec les mesures de resserrement quantitatif prises dans les deux pays et montre probablement la voie à suivre pour la BCE.

## QUELS SONT LES RISQUES À L'HORIZON ?

- Le plafond de la dette américaine. Les acteurs du marché surveillent désormais la collecte des impôts. Selon Janet Yellen, le Trésor pourrait se trouver à court de liquidités à la fin juin, tandis que les marchés anticipent un risque sur le règlement des factures à la mi-août, associé à un pic des taux d'intérêt.
- Une évolution de la politique de la banque centrale japonaise : le nouveau gouverneur, Kazuo Ueda, maintient la politique monétaire ultra-accommodante de son prédécesseur. Cette approche survivra-t-elle au rebond tant attendu de l'inflation japonaise ?
- Sur les marchés de crédit, les performances restent étroitement corrélées à l'appétit pour le risque au niveau mondial, qui se nourrit de bonnes performances boursières associées à une faible volatilité. Nous restons prudents sur la partie la moins bien notée du marché, sujette à des problèmes de refinancement en 2024.



Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio Manager

Avec la contribution  
de l'équipe Actions

Les marchés ont déjà effacé la correction déclenchée par la débâcle de la Silicon Valley Bank. Toutefois, la prudence reste de mise dans le secteur bancaire, notamment en ce qui concerne les conditions de crédit et l'impact qui en résulte sur l'immobilier résidentiel. Outre l'inflexion de la politique monétaire de la Fed, le ralentissement reste la préoccupation centrale pour les marchés, aussi bien en termes de croissance économique que de croissance des bénéfices.

### SAISON DE PUBLICATION DES RÉSULTATS

La nouvelle saison de publication des résultats sera un moteur important pour la performance du marché dans les semaines à venir. Le ratio de préannonces est plus négatif que lors des trimestres précédents ; il dépasse même la moyenne à long terme et atteint son niveau le plus élevé depuis le troisième trimestre 2019 (graphique 3). Cependant, les révisions de bénéfice par action (BPA) des analystes demeurent, à ce stade, plutôt stables dans toutes les régions.

### ÉTATS-UNIS

Les récentes turbulences qui ont secoué la sphère financière se sont dissipées et les comptes publiés par les banques américaines pour le premier trimestre 2023 semblent confirmer la baisse des

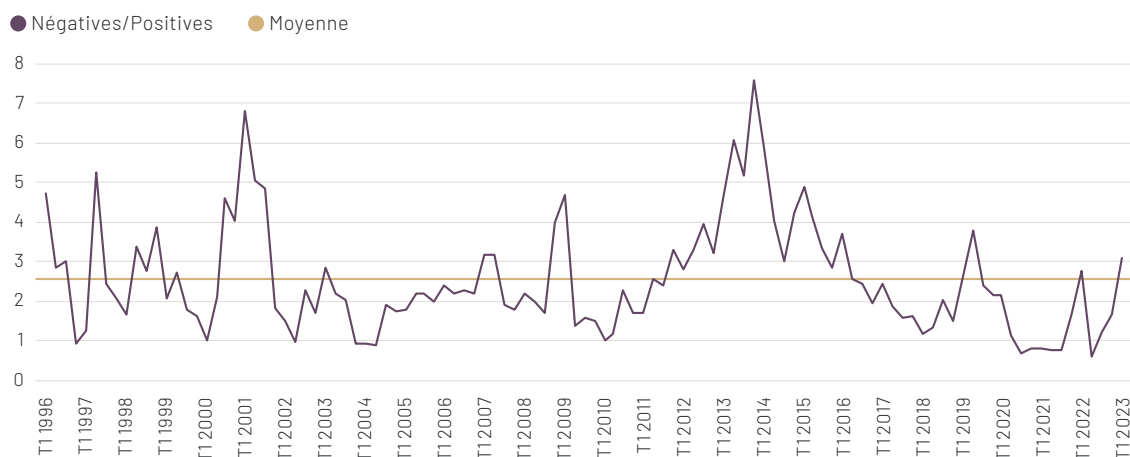
risques. Le rebond des établissements concernés reste toutefois modeste. Par ailleurs, nous constatons que le sentiment des investisseurs a évolué très rapidement, reflétant désormais une certaine euphorie, comme en témoigne le plongeon du VIX vers des niveaux inédits depuis plus d'un an.

Le ralentissement reste la préoccupation centrale, aussi bien en termes de croissance économique que de croissance des bénéfices. En ce début de saison de publication des résultats, nous constatons une certaine prudence, tant de la part des analystes financiers que des entreprises, plus enclines à abaisser leurs perspectives qu'à l'accoutumée. L'évolution de la politique monétaire et les résultats du premier trimestre seront les principaux catalyseurs des marchés dans les prochaines semaines.



Les révisions de  
BPA  
restent  
STABLES

GRAPHIQUE 3 : RATIO DE PRÉANNONCES NÉGATIVES/POSITIVES SUR LES ORIENTATIONS DE BPA DE L'INDICE S&P 500



Sources : Citigroup, Indosuez Wealth Management.

Remarque : le nombre d'entreprises ayant annoncé un résultat négatif pour le T1 2023 a augmenté par rapport aux trimestres précédents et dépasse la moyenne à long terme. La prochaine saison de publication des résultats pourrait donc être plus mitigée.



## EUROPE

Les actions européennes ont fortement rebondi depuis le 15 mars, effaçant même entièrement la correction déclenchée par la débâcle de la Silicon Valley Bank.

En ce qui concerne la dynamique macroéconomique, les indicateurs sont toujours assez solides en zone euro et la réouverture des marchés chinois – un catalyseur positif pour les actions européennes depuis le début de l'année – devrait continuer à jouer un rôle moteur.

Les valorisations des actions européennes restent attrayantes (légèrement inférieures à la médiane sur 20 ans), surtout si on les compare à celles des États-Unis.

## MARCHÉS ÉMERGENTS

Comme nous l'expliquons en détail dans la section Focus de ce mois-ci (page 4), les actions chinoises ont enregistré un fort rebond en mars, après quelques prises de bénéfices en février. La confiance des investisseurs internationaux dans les marchés chinois s'est améliorée au cours des derniers mois, dans le sillage de la reprise en cours. Cette amélioration a été particulièrement sensible dans le secteur des services et des ventes de détail. Parallèlement, le marché de l'immobilier s'est également redressé en mars (hausse simultanée des prix des logements et des volumes des ventes). Enfin, l'activité a été soutenue par un cycle de crédit robuste et des politiques monétaire et budgétaire accommodantes. Les autorités chinoises ont ainsi confirmé leur soutien à l'économie des plateformes (Internet) et aux entreprises du secteur privé.

Les actions chinoises restent l'un de nos marchés préférés pour 2023 : elles affichent encore des décotes importantes au vu des valorisations et les révisions de BPA ont probablement atteint un plancher à la fin 2022. Les principaux risques à surveiller restent les tensions sino-américaines, ainsi que les incertitudes persistantes entourant le pic des taux d'intérêt américains et la date à laquelle adviendra le pivot de la Fed.

## STYLES D'INVESTISSEMENT

Soutenu par le rebond des taux d'intérêt et les restrictions de production adoptées par l'OPEP, le segment *Value* a récemment opéré un retour en force. Nous attendons une normalisation des rendements à long terme et une extension du rebond tactique des valeurs de rendement pour prendre des bénéfices et renforcer notre exposition au segment *Growth*.

Nous sommes positifs à l'égard des valeurs de croissance, notamment les entreprises rentables qui affichent des modèles d'abonnement et des bilans solides et pourraient bénéficier de la baisse des taux d'intérêt à long terme. Nous observons que certaines thématiques telles que l'intelligence artificielle orientent à nouveau les flux d'investissement vers la technologie.

Enfin, nous restons confiants dans les perspectives du style Qualité, qui devrait tirer son épingle du jeu dans un scénario de ralentissement de la croissance, de creusement des *spreads* de crédit et de recul des rendements obligataires. Il convient toutefois de rester sélectif et nous privilégions la qualité à un prix raisonnable.



Bénédicte KUKLA  
Senior Investment  
Strategist

Le pessimisme croissant à l'égard de l'économie américaine et la fin prochaine du cycle de hausse des taux de la Fed font perdre au dollar une partie de son éclat, tandis que d'autres devises attendent leur heure de gloire. L'euro pourrait émerger en tête, mais le franc suisse a également bien résisté, même s'il lui reste encore du chemin à parcourir. Grand gagnant de ce début d'année 2023, l'or devrait se maintenir.



Un environnement  
macroéconomique

**FRAGILE**  
ternit  
**L'ÉCLAT**  
**DU DOLLAR**

## USD

### Moins fringant

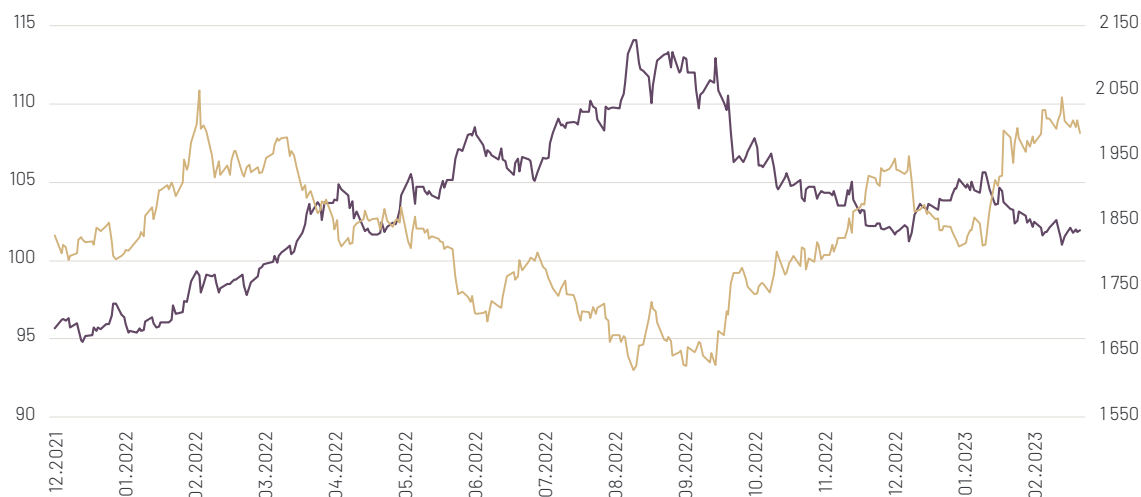
L'indice dollar (DXY), qui mesure la vigueur de la monnaie par rapport à un panier de devises concurrentes, s'est établi à 102 au 19 avril, en baisse de 2 % depuis la mi-mars, mais en hausse de 1 % par rapport à la même période de l'année dernière. Après le rebond enregistré début mars, la fragilité du contexte économique et les anticipations concernant les taux directeurs plombent le billet vert.

Les perspectives de la Fed resteront déterminantes pour la devise américaine. Selon nos collègues de CACIB, le dollar a historiquement eu tendance à s'apprécier de 2 % en moyenne au cours des trois mois précédant la dernière hausse des taux, avant de perdre du terrain – principalement par rapport au yen, au franc suisse et à l'euro – une fois que la Fed a marqué une pause.

Cela suggère que le dollar pourrait se renforcer au deuxième trimestre 2023, lorsque la Fed procédera à sa dernière hausse de taux. Par la suite, il serait judicieux de profiter des mouvements de hausse pour vendre le billet vert contre d'autres devises refuges (euro, yen et franc suisse), notamment au second semestre, lorsque l'affaiblissement de l'environnement macroéconomique américain ternira davantage l'éclat du dollar (graphique 4). À court terme, des facteurs tels qu'un regain des tensions au sein du secteur bancaire pourraient soutenir le dollar dans un contexte de fuite vers la qualité. Mais à un horizon de 6 à 9 mois, le ralentissement du rythme de resserrement de la Fed, la réouverture de la Chine et l'atténuation de la crise énergétique en Europe, ainsi que la poursuite de politiques restrictives par les autres banques centrales du G10, devraient rendre le dollar moins attrayant. Les débats de juin-juillet sur le plafond de la dette et l'incertitude politique qui se profile sont également négatifs pour la devise américaine.

## GRAPHIQUE 4 : ÉVOLUTION DU DOLLAR ET DE L'OR

● Indice USD (gauche) ● Or, USD (droite)



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



## EUR

### Vers de nouvelles hausses de taux

En hausse de 3 % depuis la mi-mars, la paire EUR/USD affiche toujours un recul de 2 % par rapport au niveau qui prévalait avant l'invasion de l'Ukraine. Le ralentissement de la dynamique économique aux États-Unis et le positionnement agressif de la BCE pourraient favoriser la hausse, avec une limite supérieure située dans une fourchette de 1,08 à 1,12. Alors que les salaires et l'inflation sous-jacente résistent en zone euro, la BCE privilégie le contrôle des prix par rapport à la stabilité financière. La BCE considère en effet que la zone euro n'est pas confrontée aux mêmes risques bancaires que les États-Unis ou la Suisse, et qu'elle dispose d'outils suffisants pour renforcer la stabilité financière en cas de besoin. En outre, l'amélioration récente des termes de l'échange due à la baisse des prix de l'énergie soutient l'euro, en réduisant indirectement la demande de matières premières libellées en dollars, mais aussi en renforçant les perspectives de croissance.

## CHF

### Retour aux fondamentaux

Le franc suisse a affiché une performance neutre par rapport à l'euro le mois dernier, tout en progressant de 2 % par rapport à un dollar en perte de vitesse. Alors que la crise liée à l'effondrement de Credit Suisse s'estompait, le marché s'est à nouveau concentré sur l'inflation. Bien que l'inflation suisse soit bénigne par rapport aux normes mondiales (2,9 % en GA en mars, contre 3,4 % le mois précédent), elle demeure excessive aux yeux de la banque centrale. La Banque nationale suisse (BNS) a ainsi laissé entendre qu'elle procéderait à un nouveau resserrement monétaire lors de sa réunion de juin 2023. En outre, le taux de référence de la BNS (1,5 %) est nettement inférieur aux autres taux directeurs européens et sans doute trop bas

pour réduire l'inflation, ce qui suscite des anticipations de taux supérieurs à 2 % en fin d'année. Par conséquent, nous estimons que le franc suisse conserve une marge de progression par rapport au dollar et à l'euro au cours des prochains mois.

## JPY

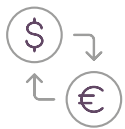
### Performance décevante

Le nouveau gouverneur de la Banque du Japon, Kazuo Ueda, a entamé son mandat de cinq ans le 9 avril. À court terme, il se concentre sur le risque de voir l'inflation repasser sous l'objectif des 2 %. L'inflation japonaise a atteint 3,3 % (GA) en février, avant de chuter de manière inattendue pour la première fois depuis octobre 2021. Le nouveau gouverneur s'est engagé à maintenir une position accommodante, liant tout changement dans le contrôle de la courbe des taux à la tendance sous-jacente de l'inflation. Ce discours a exercé une pression à la baisse sur le yen. Alors que les craintes de récession augmentent aux États-Unis et que les pressions inflationnistes au Japon laissent envisager une révision de la politique monétaire de la Banque du Japon dans les mois à venir, nous maintenons notre opinion positive sur le yen, qui devrait à terme retrouver son attrait de valeur refuge ; il ne reste qu'à patienter.

## OR

### Demande toujours robuste

La demande d'or à des fins de protection contre le risque et contre l'inflation demeure robuste. Le métal jaune est également renforcé par les anticipations concernant un pivot de la Fed en fin d'année. Soutenu jusqu'ici par la baisse des taux réels aux États-Unis, le cours de l'or pourrait se maintenir à moyen terme autour de 2 000 USD/onces dans un environnement géopolitique tendu, sur fond de demande en or structurellement plus élevée de la part des banques centrales.



Fourchette cible supérieure de 1,08 - 1,12 pour la paire EUR/USD

## 07 • Allocation d'actifs

# SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION



Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager



CROISSANCE  
DU PIB  
AMÉRICAIN,  
contraction  
légèrement plus  
forte au second  
semestre

### SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : pas de changement majeur dans la croissance du PIB américain, avec une contraction temporaire mais légèrement plus forte au second semestre 2023, avant une reprise moins modeste en 2024, tirée par la hausse du revenu réel des ménages et la fin de la purge immobilière. Les marchés émergents tireront la croissance mondiale, l'activité économique de la Chine bénéficiant d'un redressement touchant tous les secteurs. Pas de changement en zone euro ; risques à la hausse liés à la vigueur de la réouverture en Chine et aux flux touristiques.
- **Inflation** : maintien du scénario en forme de « racine carrée », avec des effets de base importants entraînant dès à présent l'inflation à la baisse. L'inflation en zone euro devrait s'avérer plus difficile à maîtriser en raison de la dynamique des salaires. Désinflation cyclique aux États-Unis et incertitude quant au rythme de la désinflation des prix des logements dans les mois à venir.
- **Banques centrales** : si les récentes turbulences bancaires et le resserrement consécutif des conditions de prêt peuvent inciter les banquiers centraux à modérer leurs politiques monétaires, nous n'adhérons pas au scénario des marchés envisageant une baisse des taux de la Fed dès cet été. Les banques centrales devraient plutôt rester concentrées sur l'inflation et maintenir les taux à un niveau élevé jusqu'à la fin de l'année.
- **Bénéfices** : la saison de publication des résultats guidera les marchés dans les semaines à venir, les investisseurs se concentrant sur la solidité des marges et sur les prévisions, alors que l'incertitude macroéconomique reste élevée. Les révisions de bénéfices semblent se stabiliser dans les économies avancées. Contrairement au reste du monde, le sentiment reste positif en Europe au premier trimestre 2023.
- **Environnement de risque** : initialement en hausse après les récentes turbulences bancaires, la volatilité des obligations a reflué depuis le pic de mars, tandis que la volatilité des actions atteint un plancher depuis un an.

Le recul des tensions a certes permis le retour de la confiance, mais ces niveaux de volatilité ne reflètent ni les risques macroéconomiques (impact de la crise bancaire, stabilité financière, persistance de l'inflation, plafond de la dette américaine), ni les risques externes sur le front géopolitique (tensions entre les États-Unis et la Chine autour de Taïwan, conflit russo-ukrainien).

### ALLOCATION D'ACTIFS

#### ACTIONS

- Après avoir profité de diverses opportunités pour redéployer nos liquidités vers les actifs risqués ces derniers mois, nous maintenons une position neutre sur les actions, dont l'asymétrie du couple rendement/risque est plus faible après le récent rallye et le ralentissement en cours du cycle économique. La dispersion accrue entre les secteurs et les régions pourrait toutefois offrir de nouvelles opportunités.
- Sur le plan géographique, nous maintenons notre opinion positive sur les actions chinoises, en particulier les acteurs domestiques, car une croissance plus forte que prévu et une demande refoulée devraient se traduire par de meilleures perspectives pour ces entreprises. Nous restons quasiment proches de la neutralité sur les marchés européens et américains, même si nous continuons de noter l'attrait relatif des actions européennes par rapport à leurs homologues américaines en termes de valorisation.
- Les entreprises offrant des fondamentaux solides et un pouvoir de fixation des prix élevé sont actuellement attractives, car l'inflexion des rendements et des risques inflationnistes devrait soutenir la performance relative du style Qualité. Depuis le début de l'année, le style *Growth* a surperformé le style *Value* en raison des turbulences au sein du système bancaire et de la baisse des rendements. Ce mouvement ayant probablement été exagéré à court terme, nous préférons attendre une normalisation complète et conserver notre exposition au style *Value* avant d'étudier d'éventuelles opportunités sur le segment *Growth*.

## OBLIGATIONS

- Maintien de notre préférence pour les obligations d'État à court terme. Le récent rallye consécutif aux turbulences du secteur bancaire américain et les anticipations de baisses de taux agressives de la Fed au second semestre 2023 sont exagérément optimistes, car la dynamique de l'inflation sous-jacente continue d'inquiéter les banquiers centraux, alors que notre scénario ne prévoit pas de grave récession dans les économies avancées.
- Les stratégies de pentification sur la courbe des taux américains commencent à offrir des points d'entrée intéressants sur un horizon stratégique, générant du portage et offrant une bonne couverture contre un cycle de désinflation ou un ralentissement économique plus sévère que prévu.
- Sur le segment du crédit, nous continuons à privilégier les titres de qualité à court terme plutôt que les titres à haut rendement, car les conditions de financement des émetteurs se détériorent. Dans le même temps, nous identifions de la valeur dans les financières sur le segment senior et, de manière très sélective, dans la dette subordonnée.
- Nous restons positifs sur la dette émergente en devise locale, car la faiblesse du dollar contribuera à la surperformance de la classe d'actifs, même si la prudence est de mise après le récent rebond.

## MARCHÉ DES CHANGES

- La divergence des dynamiques inflationniste et macroéconomique (et des niveaux de risque liés à la stabilité financière) entre les États-Unis et la zone euro confère à la BCE une plus grande marge de manœuvre pour poursuivre une politique monétaire agressive, ce qui devrait soutenir la paire EUR/USD à la hausse d'ici la fin de l'année.
- Le franc suisse fournit une couverture intéressante : la devise devrait rester soutenue par des données macroéconomiques robustes et par la politique monétaire de la BNS.
- Si le nouveau gouverneur de la Banque du Japon s'est engagé à ne pas modifier la politique monétaire à court terme, les pressions inflationnistes et la hausse des salaires pourraient susciter une inflexion plus tard dans l'année, ce qui explique notre opinion positive actuelle sur le yen, également favorisé par son statut de couverture contre le risque macroéconomique.
- L'or a enregistré une hausse significative depuis le début de l'année. Mais un rebond à court terme des taux réels pourrait mettre fin à ce rallye. Nous restons optimistes à moyen terme, car la baisse des rendements attendue d'ici la fin de l'année et la demande soutenue des banques centrales devraient favoriser l'appréciation du métal jaune.

## CONVICTIIONS CLÉS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
<b>OBLIGATIONS</b>		
<b>EMPRUNTS D'ÉTAT</b>		
2 ans EUR (Allemagne)	=/-	=/-
10 ans EUR (Allemagne)	=/-	=/-
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/BB- et >	=/-	=
High yield EUR/B+ et <	-	=/-
Oblig. financières EUR	=	=
Investment grade USD	=/+	+
High yield USD/BB- et >	=/-	=
High yield USD/B+ et <	-	=/-
<b>DETTE ÉMERGENTE</b>		
Dettes souveraines en monnaie forte	=/-	=/+
Dettes souveraines en monnaie locale	=/+	=/+
Crédit Am. Latine USD	=	=
Crédit asiatique USD	=	=
Oblig. chinoises CNY	=	=
<b>ACTIONS</b>		
<b>ZONES GÉOGRAPHIQUES</b>		
Europe	=	=/+
États-Unis	=	=
Japon	=/-	=/-
Amérique Latine	=/-	=
Asie ex-Chine	=/+	=/+
Chine	=/+	=
<b>STYLES</b>		
Growth	=/-	=/+
Value	=/+	=/-
Qualité	=/+	=
Rendement	+	=/+
Cycliques	=/-	=/+
Défensives	=	=/-
<b>DÉVISES</b>		
États-Unis (USD)	=	=/-
Zone euro (EUR)	=/+	=
Royaume-Uni (GBP)	=/-	=
Suisse (CHF)	=/+	=/+
Japon (JPY)	=/+	=/+
Brésil (BRL)	=/+	=
Chine (CNY)	=	=
Or (XAU)	=/-	=/+

Source : Indosuez Wealth Management.

# 08 • Market Monitor (devises locales)

## APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 20 AVRIL 2023



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	3,53 %	10,52	-34,30
France 10 ans	3,00 %	28,20	-10,60
Allemagne 10 ans	2,44 %	25,10	-12,20
Espagne 10 ans	3,48 %	24,00	-16,80
Suisse 10 ans	1,10 %	-6,90	-51,40
Japon 10 ans	0,47 %	16,60	5,20

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	35,79	0,35 %	3,11 %
Emprunts d'État en EUR	195,01	-1,02 %	1,22 %
Entreprises haut rendement en EUR	200,00	1,05 %	3,35 %
Entreprises haut rendement en USD	307,76	1,65 %	3,72 %
Emprunts d'État américains	302,09	-0,55 %	2,27 %
Entreprises émergentes	43,63	0,51 %	2,03 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9790	-1,40 %	-1,07 %
GBP/USD	1,2443	1,27 %	2,98 %
USD/CHF	0,8923	-2,64 %	-3,48 %
EUR/USD	1,0970	1,28 %	2,48 %
USD/JPY	134,24	2,59 %	2,38 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	17,17	-5,44	-4,50

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4 129,79	4,59 %	7,56 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 902,61	5,37 %	6,05 %
STOXX Europe 600	467,43	4,75 %	10,01 %
Topix	2 039,73	4,21 %	7,82 %
MSCI World	2 822,54	4,66 %	8,45 %
Shanghai SE Composite	4 113,02	1,83 %	6,23 %
MSCI Emerging Markets	989,79	1,23 %	3,49 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 242,31	8,47 %	5,36 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	194,42	4,27 %	1,27 %
MSCI Asia Ex Japan	639,88	0,18 %	3,33 %
CAC 40 (France)	7 538,71	5,60 %	16,45 %
DAX (Allemagne)	15 795,97	3,85 %	13,45 %
MIB (Italie)	27 627,12	4,32 %	16,54 %
IBEX (Espagne)	9 450,90	5,36 %	14,85 %
SMI (Suisse)	11 390,64	6,27 %	6,16 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 922,00	-4,71 %	-4,22 %
Or (USD/Oz)	2 004,80	0,57 %	9,91 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	77,29	10,48 %	-3,70 %
Argent (USD/Oz)	25,37	9,63 %	5,54 %
Cuivre (USD/Tonne)	8 881,00	-1,66 %	6,08 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	2,25	4,41 %	-49,74 %

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

	JANVIER 2023	FÉVRIER 2023	MARS 2023	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (20 AVRIL 2023)
MEILLEURE PERFORMANCE	9,69 %	1,74 %	3,51 %	8,47 %	10,01 %
	8,18 %	1,35 %	3,29 %	5,37 %	8,45 %
	7,85 %	0,91 %	2,83 %	4,75 %	7,82 %
	7,37 %	-2,10 %	2,73 %	4,66 %	7,56 %
	7,00 %	-2,53 %	0,51 %	4,59 %	6,23 %
	6,67 %	-2,61 %	0,36 %	4,27 %	6,05 %
	6,18 %	-4,41 %	0,04 %	4,21 %	5,36 %
	4,42 %	-6,36 %	-0,46 %	1,83 %	3,49 %
	4,29 %	-6,54 %	-0,71 %	1,23 %	3,33 %
MOINS BONNE PERFORMANCE	2,27 %	-6,86 %	-3,10 %	0,18 %	1,27 %

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





**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 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<sup>er</sup> - 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 1<sup>st</sup> Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 5<sup>th</sup> 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 20.04.2023.



