



**MONTHLY
HOUSE VIEW**

Mai 2024

Immigration : une plus grande économie

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	PLUS BAS POUR PLUS TARD ?	
02•	Focus	P4
	IMMIGRATION :	
	UNE PLUS GRANDE ÉCONOMIE	
03•	Macroéconomie	P6
	UNE HISTOIRE DE DIVERGENCES	
04•	Obligations	P8
	POURQUOI SE PRESSER?	
05•	Actions	P10
	EST-CE LE MOMENT DE REVENIR	
	VERS LA VALUE ?	
06•	Devises	P12
	LE RÈGNE DU ROI DOLLAR	
	SE POURSUIVRA	
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



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Après l'attaque de missiles menée par l'Iran contre Israël la nuit du 13 au 14 avril, les marchés financiers se sont inquiétés d'une éventuelle riposte. Historiquement, les événements géopolitiques n'ont généralement pas d'impact sur la croissance de l'économie mondiale à moyen terme mais cela entraîne de la volatilité à court terme, surtout lorsque ceux-ci sont associés à d'autres éléments qui peuvent peser sur le marché comme actuellement la persistance de l'inflation. « Plus élevés pour plus longtemps » comme le dit Jerome Powell, le patron de la Réserve fédérale (Fed), en référence aux taux directeurs. Fameuse formule qui va probablement évoluer vers « plus bas mais plus tard ». En effet, le dernier chiffre d'inflation hors alimentation et énergie, qui sont les éléments les plus volatils, a surpris par sa force en sortant à 3,8 % en mars sur un an. Le niveau s'approche dangereusement du double de la cible de 2 % inhérente au mandat de la banque centrale américaine. Pour rappel, en fin d'année dernière, le marché anticipait jusqu'à sept baisses de taux de la Fed pour 2024, aujourd'hui il n'en attend quasiment plus qu'une et il existe même une chance que celle-ci n'intervienne pas avant l'élection présidentielle de novembre. Sur cette période la Fed n'a pas changé ses projections de baisses de taux qui restent de l'ordre de trois. Il est intéressant alors de noter que dans ce contexte et en relatif aux anticipations de marché, la Fed paraissait restrictive il y a trois mois et elle paraît désormais accommodante alors qu'elle n'a pas changé de vue. Jerome Powell a toujours prôné la prudence et le fait que la Fed serait attentive aux données d'inflation et d'activité. Ce comportement considéré par le marché comme trop prudent en début d'année paraît aujourd'hui approprié.

La question est de savoir jusqu'à quel point l'économie américaine peut résister à cette inflation persistante.

Une économie qui a été dopée par des injections massives de liquidités post-COVID jamais vues depuis la deuxième guerre mondiale mais qui aujourd'hui subit la remontée de taux la plus massive depuis plus de 40 ans.

Il ne faut pas oublier que les gouvernements des pays développés continuent d'être laxistes sur le plan budgétaire. C'est particulièrement le cas aux États-Unis où le déficit budgétaire pourrait dépasser les 7% du PIB cette année, niveau rarement atteint en dehors des périodes de guerre ou de récession. Les déficits importants dans les pays riches sont principalement expliqués côté revenus par la moindre levée d'impôt dans un contexte de réduction des effectifs dans les secteurs rémunérateurs comme celui de la technologie et de baisse du marché actions entre mi-2022 et mi-2023. Côté coûts, ils sont également expliqués par la dépense toujours soutenue des États dans la continuité des mesures post-COVID. On peut citer par exemple la mesure « Superbonus 110 % » décidée en 2020 par l'Italie pour encourager les propriétaires à améliorer l'efficacité énergétique de leur maison. Le coût dépasserait les 200 milliards d'euros soit 10% du PIB italien. Finalement, suite à la guerre en Ukraine, beaucoup d'États notamment européens augmentent aujourd'hui leurs dépenses militaires prenant d'une certaine manière le relais des mesures visant à contrecarrer les hausses des prix énergétiques en 2022. La plupart des états essaient malgré tout de maîtriser leurs dépenses, c'est le cas de pays européens comme la France ou l'Angleterre. Ce n'est pas le cas aux États-Unis où le contexte d'élections présidentielles en novembre n'est pas propice à se serrer la ceinture.

Dans ce contexte nous avons légèrement réduit le risque au sein de nos allocations d'actifs tout en demeurant opportunistes. J'espère que vous passerez un bon moment en lisant ce numéro qui reviendra sur un facteur expliquant la bonne tenue de l'économie américaine ; l'immigration.

1 - Lower for later en anglais.

Lucas MERIC
Investment Strategist

Dans la continuité de 2023, les créations d'emplois sont restées soutenues depuis le début de l'année aux États-Unis, symbole d'une économie américaine toujours plus robuste. La bonne nouvelle est que cette vigueur n'a pas empêché la poursuite du ralentissement des salaires et le rééquilibrage du marché de l'emploi ; une dynamique reflétant la forte hausse de l'immigration depuis 2022.

UNE IMMIGRATION BONDISSANTE

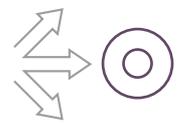
Les flux migratoires ont historiquement représenté un facteur de croissance démographique important aux États-Unis, ceux-ci ayant notamment significativement augmenté à partir des années 70 en raison de politiques propices à l'immigration, à l'image de l'adoption de la loi sur l'immigration et la nationalité de 1965, supprimant les quotas d'admission en fonction de l'origine nationale. Depuis 2017, ces flux avaient fortement ralenti, conséquence de politiques gouvernementales plus restrictives sous Donald Trump mais aussi et surtout en raison de la fermeture des frontières en 2020/2021 durant de la pandémie. Alors qu'en 2022, 46,2 millions d'immigrants vivaient aux États-Unis (13,9 % de la population totale), le NBER (National Bureau of Economic Research) estime qu'entre 2019 et 2022, le nombre d'arrivées était inférieur de 1,65 millions par rapport à ce que la tendance pré-2019 aurait justifié.

Cependant, cette dynamique s'est inversée depuis, le Bureau du Budget du Congrès (CBO) estimant

que près de 3,3 millions de migrants, principalement en provenance d'Amérique centrale et du Sud, étaient arrivés aux États-Unis en 2023 ; la Californie, le Texas, la Floride et l'état de New York représentant plus de 50 % des destinations d'arrivée. Des flux migratoires bien supérieurs à ceux avancés lors du précédent rapport datant de 2019 qui estimait à 1 million le nombre d'arrivées de l'étranger pour 2023.

UNE ÉCONOMIE PLUS GRANDE

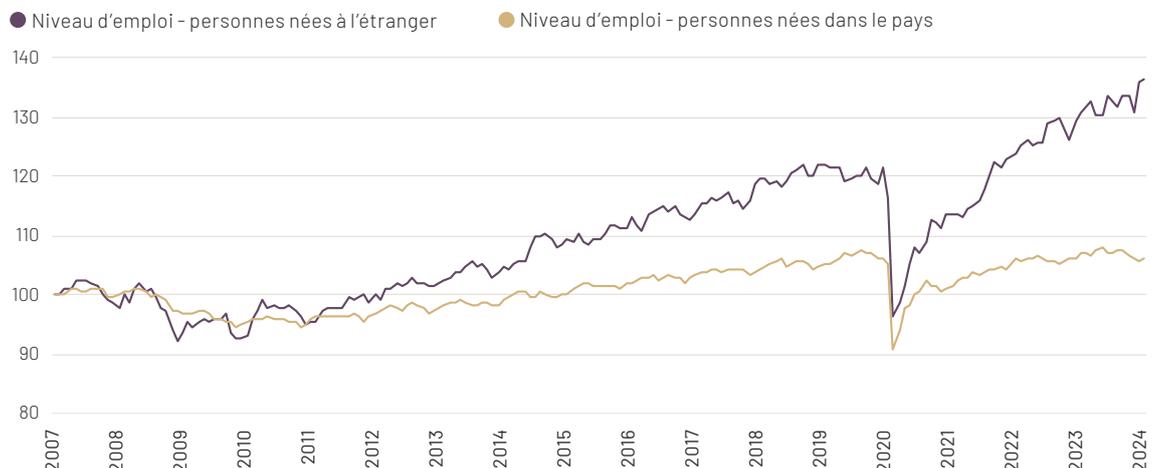
Ce phénomène d'une immigration flamboyante est notamment important lorsque l'on s'intéresse à la croissance potentielle² d'une économie. Celle-ci dépend de deux facteurs : la taille de la force de travail et la croissance de la productivité (conséquence notamment des investissements en capital). Les flux migratoires viennent supporter le premier facteur car ils impliquent une croissance plus importante de la main d'œuvre aux États-Unis (graphique 1) et donc des capacités de production plus importantes pour les entreprises.



3,3 MILLIONS

de personnes
ont immigré aux
États-Unis en 2023

GRAPHIQUE 1 : DEPUIS LA PANDÉMIE, L'IMMIGRATION A STIMULÉ LA CROISSANCE DE L'EMPLOI AUX ÉTATS-UNIS (BASE 100 = 2007)



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

2 - Croissance potentielle : valeur de la production d'un pays que l'économie peut réaliser si les facteurs travail et capital sont employés à leur niveau maximal durable.



Dans le même temps, ils représentent également un surplus de consommateurs pour une économie où la consommation représente plus de 70 % du PIB. En théorie, un soutien à la fois pour les côtés offre et demande de l'économie qui implique des perspectives de croissance plus robustes sans pour autant générer davantage de pressions inflationnistes, et permettant aux créations d'emplois de rester résilientes.

En effet, la hausse de la main d'œuvre liée à l'immigration permet de résoudre l'un des problèmes majeurs du cadre macroéconomique américain post-pandémie : la tension du marché du travail liée à une demande en travailleurs, de la part des entreprises, trop importante par rapport à l'offre. Signe de ce déséquilibre, début 2023, il existait deux postes ouverts pour chaque personne sans emploi aux États-Unis; une situation qui fait la part belle aux travailleurs dont l'amélioration significative du pouvoir de négociation a entraîné une hausse importante des salaires. L'arrivée de nouveaux travailleurs en provenance de l'étranger permet ainsi de juguler ce déséquilibre, soit en comblant des postes vacants, soit en augmentant le nombre de personnes sans emploi, diminuant dans les deux cas la tension sur le marché du travail et ainsi la pression sur les salaires. Un phénomène qui permet également d'expliquer une partie de la hausse du taux de chômage qui se situait à 3,8 % en mars aux États-Unis. En effet, les immigrants rejoignant la force de travail ne trouvent pas nécessairement immédiatement du travail tandis qu'ils représentent une population où le taux de chômage est généralement plus élevé. En somme, une dynamique de hausse du chômage bien différente des cycles de pertes d'emplois liés aux récessions observées dans le passé.

Dans ce contexte, une économie plus forte ne signifie pas nécessairement davantage d'inflation ou comme l'a mentionné Jerome Powell lors d'une conférence début avril : « L'économie est plus grande, mais pas plus tendue ».

Un message clair que l'on peut retrouver notamment dans les dernières projections de la Fed en mars qui a fortement revu ses anticipations de croissance pour 2024 à la hausse sans pour autant modifier de manière substantielle ses anticipations d'inflation et de taux.

UN THÈME STRUCTUREL, MAIS AUSSI POLITIQUE

À moyen terme, le Congressional Budget Office (CBO) estime que 7,5 millions d'immigrés devraient venir accroître la population américaine d'ici à 2026, ce qui représenterait un soutien non négligeable pour les perspectives de croissance américaine et pour les créations d'emplois dont le niveau s'établit encore à 276 000 en moyenne sur les trois premiers mois de 2024, la Fed considérant 100 000 comme un niveau d'équilibre. Un chiffre sous-estimant probablement les fortes dynamiques migratoires qui devraient justifier d'un potentiel de 160 000 à 200 000 créations d'emplois par mois cette année selon le Think Tank Brookings. Ces flux devraient permettre au marché de l'emploi américain de continuer à se rééquilibrer et notamment compenser le problème structurel de la baisse de la main d'œuvre native en raison d'une population vieillissante.

Cependant, ces projections sont à tempérer ; l'immigration est aussi un sujet politique et devrait être un thème central de la prochaine élection américaine en novembre 2024, l'immigration illégale ayant constitué une part importante des flux migratoires ces dernières années. Un sondage Gallup publié fin février révélait que l'immigration demeurait le sujet prioritaire pour les américains pour la première fois depuis 2018, bien devant l'inflation ou la situation économique en général. Une problématique de sécurité des frontières que les démocrates semblent prêts à adresser, le projet de loi bipartisan sur l'immigration et l'aide étrangère étant cependant tombé à l'eau début mars sous la pression des républicains.



03 • Macroéconomie UNE HISTOIRE DE DIVERGENCES



Alexandre DRABOWICZ
Chief Investment Officer



Lucas MERIC
Investment Strategist

La désinflation se poursuit sans accroc en zone euro à l'heure où l'inflation américaine montre des signes de rigidité, symbole de deux économies aux trajectoires divergentes. Divergences, un terme qui caractérise également les dynamiques macroéconomiques sur le Vieux Continent qui voient depuis plusieurs années les pays du sud surperformer une économie allemande ayant terminé 2023 en récession. Au sein de la zone, les perspectives de croissance devraient s'améliorer en 2024 même si certains fantômes du passé pourraient refaire surface.



ZONE EURO :
l'inflation devrait
flirter avec la cible
des **2 %**
courant 2024

DISCORDANCES TRANSATLANTIQUES

Les dynamiques de début d'année ont montré d'importantes divergences entre une inflation américaine venant d'enregistrer son troisième mois supérieur aux attentes en mars et une inflation en zone euro qui poursuit son mouvement de décélération, menant les marchés à repousser leurs anticipations de baisses des taux de la Fed à septembre tandis que juin semble acquis pour la Banque centrale européenne (BCE). Un phénomène reflétant les divergences de croissance avec un consensus des économistes ayant révisé le chiffre de croissance américain pour 2024 de 1,3 % à 2,2 % en moyenne annuelle depuis le début de l'année, les anticipations pour la zone euro étant restées inchangées à 0,5 %. En effet, là où l'inflation américaine s'explique en partie par une demande très robuste, la dynamique macroéconomique de la zone euro demeure quant à elle caractérisée par une demande atone, des conditions de crédit encore restrictives dans une économie principalement bancarisée, des politiques fiscales relativement moins expansionnistes qu'outre-Atlantique et une déflation importée de Chine. Cette divergence se retrouve également dans nos anticipations; nos attentes se portant sur une continuation de la surperformance américaine en 2024 avec une croissance attendue à 1,8 % en glissement annuel entre le quatrième trimestre 2024 et le quatrième trimestre 2023 et une inflation totale en moyenne annuelle à 3 %.

La zone euro quant à elle devrait croître de 1 % avec une inflation de 2,3 % en moyenne annuelle et devrait même séquentiellement flirter avec la cible des 2 % au cours du deuxième semestre. Une inflation américaine que nous prévoyons donc désormais supérieure de 70 points de base (pb) en moyenne annuelle en 2024 à celle de la zone euro, une évolution importante ces derniers mois sur notre scénario d'inflation alors que nous anticipions en décembre dernier une inflation européenne plus importante en relatif de 20 pb.

Nous nous attendons à ce que l'inflation sous-jacente décélère dans les mois à venir, en zone euro mais aussi aux États-Unis, tous deux partageant tout de même un point commun au niveau de la composante services qui demeure résiliente, mais pour laquelle nous anticipons moins de pression au cours de l'année à mesure que les prix des services reflèteront davantage le ralentissement des salaires déjà bien enclenché outre-Atlantique et en voie de normalisation en zone euro.

UNE ÉCONOMIE À DEUX VITESSES

Des anticipations pour la zone euro reflétant notre vue d'une reprise modeste et graduelle de la croissance supportée notamment par l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages alors que les salaires devraient rattraper leur retard sur une inflation dont la décélération est déjà bien enclenchée.



Au regard de l'amélioration récente des enquêtes, l'indice des directeurs d'achat étant par exemple repassé en zone d'expansion début avril, le point bas de l'économie du Vieux Continent semble avoir été atteint en fin d'année dernière, conformément à nos attentes, même si les données d'activité à l'image des ventes au détail ou de la production industrielle restent pour le moment assez mitigées. Des dynamiques qui cachent cependant des divergences notables au sein des pays de la zone euro entre l'Allemagne d'une part et les économies du sud de l'Europe de l'autre qui ont profité ces dernières années d'un rebond du tourisme, d'une moindre exposition au ralentissement de l'industrie manufacturière et à la hausse des prix de l'énergie, mais aussi de politiques budgétaires plus expansionnistes.

Ces économies devraient continuer à surperformer en 2024, tirant notamment profit du plan de relance européen (NextGenerationEU). Cependant, après être entrée en récession fin 2023, l'Allemagne devrait voir sa situation économique s'améliorer modestement en cours d'année en raison du desserrement des conditions financières, d'une moindre pression des prix énergétiques et d'une amélioration de l'activité manufacturière globale même si la moindre vigueur structurelle de la Chine devrait peser sur la croissance.

UN SCÉNARIO OPTIMISTE MAIS NON SANS RISQUES

Malgré une grande amélioration de la dynamique ces derniers mois, les perspectives économiques s'accompagnent de risques notoires sur la croissance et l'inflation. Même si le revenu réel s'améliore, le sentiment des ménages reste encore en demi-teinte, justifiant d'intentions d'épargne encore très importantes dans certains pays comme l'Allemagne, ce qui pourrait retarder la reprise de la consommation au cours de l'année. Dans le même temps, des déficits rapportés au PIB de 5,5 % en France et 7,2 % en Italie en 2023 ont remis sur le devant de la scène les craintes liées à la soutenabilité de la dette en zone euro et pourraient conduire à des orientations budgétaires plus restrictives. Du point de vue de l'inflation, un baril de pétrole à 85 euros mi-avril et ayant rebondi de 15 % en 2024 porté par le regain des tensions au Moyen-Orient, l'amélioration du cycle manufacturier et les coupes de productions notamment Russes représente un risque haussier sur l'indice des prix global ; une hausse de 10 euros du prix du Brent représentant généralement un impact de 30 à 40 pb sur l'inflation totale en zone euro³. Par ailleurs, un euro affaibli, conséquence des divergences macroéconomiques transatlantiques amenant la BCE à baisser ses taux avant la Fed, devrait également impliquer davantage d'inflation importée sur le Vieux Continent.

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2024-2025, %

● Révisions à la baisse depuis le mois dernier

● Révisions à la hausse

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

Source : Indosuez Wealth Management.

3 - Voir : https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/billet_50_ve_rec.pdf.



Yasser TALBI
Fixed Income Portfolio Manager

Les publications des indices des prix à la consommation aux États-Unis continuent de donner la tonalité sur les marchés financiers. Après un début d'année mitigé, la publication de l'inflation du mois de mars était scrutée par l'ensemble des observateurs du marché et a fini par surprendre à la hausse. Cette surprise met à mal les plans des investisseurs et banquiers centraux, qui il y a seulement quelques semaines anticipaient un cycle important de baisses de taux.

Le mantra « *higher for longer* » semble être de retour et les marchés anticipent désormais moins de deux baisses de taux aux États-Unis en 2024, pendant que le président de la Fed appelle à la patience. Le changement de discours est important et justifié par ces dernières publications qui contrastent avec les bonnes nouvelles connues fin 2023. En parallèle, les données de croissance continuent d'être largement positives et mettent en évidence une économie américaine résiliente malgré la hausse des taux d'intérêts. Depuis le début de l'année, les taux longs américains (10 ans) ont augmenté de près de 80 pb.

En zone euro, la situation est différente. Bien qu'elle ne soit pas linéaire, la dynamique de désinflation se poursuit et conforte la BCE sur d'éventuelles baisses de taux cette année. La réunion du mois de juin est clairement identifiée comme étant celle de la probable première baisse de taux. Restant prudente, la BCE maintient qu'elle souhaite voir une progression sur le volet des hausses

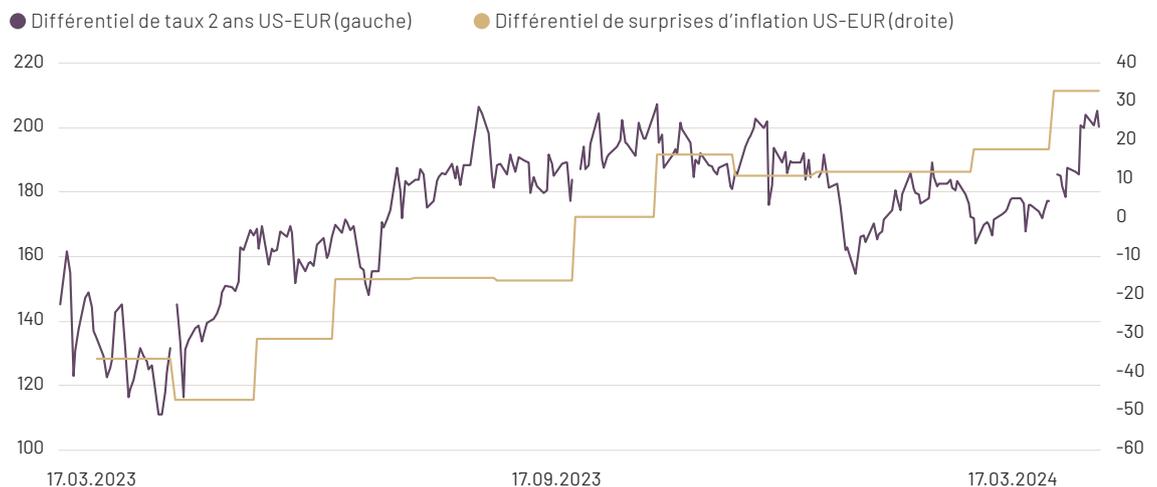
de salaires (à savoir un rythme de progression plus en ligne avec une inflation à 2 %) et indique également que la mise à jour de ses projections macroéconomiques servira de support à cette première baisse des taux directeurs. Un autre élément d'attention pour la BCE est le prix du pétrole. Les récentes tensions géopolitiques ont propulsé le prix du baril au-dessus des 80 dollars, ce qui est supérieur aux hypothèses prises par la BCE dans ses récentes projections. Mais pour l'instant, cet élément reste au stade de risque et les différentes projections sur l'inflation en zone euro semblent pointer vers un environnement favorable aux baisses de taux.

Comment expliquer cette divergence ? Les dynamiques d'inflation (graphique 2). Depuis le début de l'année, la désinflation se poursuit mais reste au-dessus des 3 % aux États-Unis tandis que le rythme de croissance annuelle en zone euro est repassé en dessous des 3 %.



**TAUX LONGS
US 10 ANS :**
augmentation
de près de 80 pb
depuis le début
de l'année

GRAPHIQUE 2 : LES SURPRISES SUR L'INFLATION POUR EXPLIQUER LA DIVERGENCE DES TAUX US - EUR



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Quelles implications pour les banques centrales ? Au-delà du nombre de baisses de taux en 2024, c'est le point d'atterrissage qui importe. Face à une inflation toujours au-dessus des cibles et une croissance solide, le taux terminal semble plus élevé qu'il ne l'a été pendant la dernière décennie. Ainsi, un taux terminal autour de 4 % aux États-Unis et 2 % en zone euro semble refléter les dynamiques macroéconomiques des deux zones. Ces niveaux de taux directeurs impliquent des baisses de taux de l'ordre de 150 à 200 pb respectivement d'ici à fin 2025. Mais à quel rythme ?

La BCE semble être en mesure de procéder à ces baisses de taux de manière graduelle, tandis que la Fed pourrait être contrainte de temporiser avant d'être plus confiante sur la future trajectoire de l'inflation. Nous pensons qu'au vu du niveau restrictif des taux d'intérêts, plus les banques centrales repousseront les baisses de taux et plus la probabilité d'atteindre ce taux terminal augmentera. En effet, des taux élevés plus longtemps couplés à des conditions financières de plus en plus restrictives permettront de créer les conditions pour les prochaines baisses de taux, par le biais d'économies affaiblies.

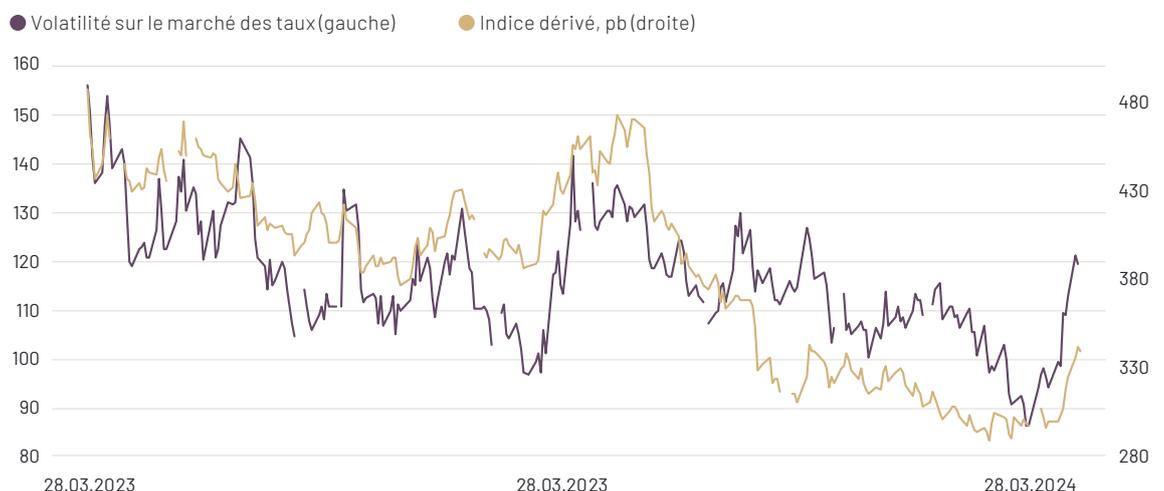
Ainsi, un marché qui anticipe moins de baisses de taux que les banques centrales permet de recréer de la valeur sur la partie courte de la courbe sur laquelle nous repassons positif. La courbe des taux retrouve un potentiel de repentification pour les mois à venir.

CRÉDIT

Sur le marché des obligations d'entreprises, dans un premier temps, la dynamique positive s'est poursuivie avec des primes de risque qui ont continué de diminuer, portées par une demande toujours importante. Cet effet a pris fin avec la remontée de la volatilité sur les taux qui s'est diffusée sur les autres marchés et a pesé sur les primes de risque dans second temps (graphique 3). Les peurs sur l'inflation et des anticipations de politiques monétaires moins accommodantes ont rappelé aux investisseurs l'environnement connu en 2022.

Cette légère faiblesse ne traduit pas les fondamentaux qui restent solides sur la plupart des segments du marché. Particulièrement sur le segment de haute qualité (*investment grade*), les ratios de crédit restent confortablement au-dessus des niveaux moyens historiques et la quantité de *cash* au bilan reste élevée également. Ceci est reflété sur les niveaux relativement faibles des primes de risque. L'attractivité de ce marché demeure avec des investisseurs qui considèrent le taux de rendement global comme seul indicateur de cette attractivité, et à près de 4 % sur l'*investment grade* européen nous sommes toujours sur des plus hauts historiques.

GRAPHIQUE 3 : RELATION ÉTROITE ENTRE LES PRIMES DE RISQUE CRÉDIT ET LA VOLATILITÉ TAUX



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Laura CORRIERAS
Equity Portfolio ManagerAvec la contribution
de l'équipe Actions

Après un premier trimestre record pour les marchés actions américains (avec +10 % de performance), les incertitudes sur la politique monétaire de la Fed face à la résilience de l'économie, couplées à l'escalade des tensions géopolitiques ont ravivé la volatilité sur les marchés. Quelques prises de profit ont été effectuées et une rotation sectorielle a été initiée en Europe. La saison de publications des résultats du premier trimestre 2024 qui débute sera l'occasion de confirmer la dynamique bénéficiaire des entreprises et le style d'investissement à privilégier.

EUROPE

Les actions européennes continuent de se négocier avec une forte décote par rapport aux États-Unis. Ce différentiel de valorisation a été accentué ces derniers mois par le potentiel de croissance lié à l'Intelligence Artificielle (IA), plus fort aux États-Unis qui comptent les principaux acteurs mondiaux technologiques. Néanmoins, les écarts de valorisation sont aujourd'hui plus importants dans les secteurs cycliques tels que les services financiers, l'énergie et les matériaux (graphique 4).

Le rebond des valeurs Cycliques observé en Europe a plusieurs moteurs. D'une part, elles bénéficient de la reprise des PMI (indice des directeurs d'achats) mondiaux et du cycle manufacturier ;

et d'autre part, les investisseurs anticipent des réductions de taux qui pourraient intervenir avant l'action de la Fed.

En outre, l'accroissement des tensions géopolitiques, notamment au Moyen-Orient couplé à un rebond économique de la Chine pourraient faire grimper les prix du pétrole et des matériaux de base.

Rappelons que le positionnement des investisseurs sur l'Europe est faible et les actions européennes offrent une certaine diversification face à la concentration actuelle du marché américain.

GRAPHIQUE 4 : DÉCOTE DE VALORISATION EXTRÊME ENTRE L'EUROPE ET LES ÉTATS-UNIS, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Note : Comparaison des bénéfices par action (BPA) à 12 mois du MSCI Europe versus US sur les 20 dernières années.



Performance de
+ 23 %
pour le S&P 500
en 6 mois

ÉTATS-UNIS

Après avoir atteint de nouveaux records historiques fin mars 2024, le marché américain marque le pas et enregistre même quelques prises profits après un rallye de plus de six mois (et une performance de plus 23 %⁴ pour le S&P 500). À la différence de 2023, le début d'année a vu d'autres pans du marché s'apprécier en dehors des « 7 Fantastiques ».

Cependant, les valorisations des actions américaines restent élevées notamment par rapport à l'Europe ou à la Chine ; et compte tenu de la récente bonne performance du marché, le potentiel de hausse jusqu'au traditionnel rallye de fin d'année peut paraître limité.

En outre, la surperformance américaine a été soutenue par la prédominance du style Croissance sur les autres styles d'investissement et par quelques valeurs technologiques qui interrogent certains investisseurs sur la concentration actuelle du marché américain.

Dans ce contexte, il paraît opportun d'être sélectif et de diversifier l'exposition. Avec le début des baisses de taux de la Fed au deuxième semestre, les petites capitalisations devraient bénéficier de l'assouplissement des conditions financières dans un contexte de valorisations déjà attractives.

ASIE

Malgré un sentiment négatif qui persiste à l'égard de la Chine, les actions chinoises (en particulier les actions domestiques) ainsi que les actions taïwanaises et coréennes ont connu un rebond substantiel depuis la fin janvier 2024.

Plusieurs signes positifs dans la chaîne d'approvisionnement technologique de Taïwan (IA/cloud/serveurs) ainsi que la poursuite du programme de valorisation des entreprises (*corporate value-up program*) mis en place en Corée ont soutenu le marché. Enfin, les grands fabricants de semi-conducteurs à mémoire continuent d'attirer les flux des investisseurs.

STYLE D'INVESTISSEMENT

Les valeurs de Croissance résistent malgré le rebond des taux d'intérêts aux États-Unis, qui met sous pression des multiples de valorisation déjà élevés. Même si les perspectives bénéficiaires des entreprises de Croissance restent orientées à la hausse, une grande partie provient des « 7 Fantastiques ». Nous restons constructifs sur ces valeurs à long terme, qui offrent un profil de Croissance attractif, cependant les évolutions récentes des moteurs de marché rendent les entreprises sous cotées dites *Value* plus attractives. En effet, le redémarrage de la croissance économique mondiale, l'inflation « collante » et la montée des risques géopolitiques constituent des moteurs positifs pour les secteurs *Value* (énergie, ressources de base, banques) et les valeurs Cycliques, très présents en Europe et Royaume-Uni.

Aux États-Unis, les petites capitalisations sont probablement une meilleure alternative pour jouer le segment *Value* car elles bénéficient toujours d'une forte décote en termes de valorisations et profiteront du thème domestique américain en vue de l'élection présidentielle, à condition de rester, sur ce segment, sur les valeurs profitables.



Maxime GARCIA
Investment Strategist

Nous conservons notre préférence pour le dollar face au risque d'une Fed abaissant ses taux directs plus tard qu'attendu. La BCE quant à elle devrait réduire ses taux en juin, ce qui pèse sur la monnaie unique. Le yen continuera d'être dépendant des développements du côté de la Fed. Le potentiel de dépréciation du franc suisse face au dollar n'est pas épuisé. La demande pour l'or restera robuste.

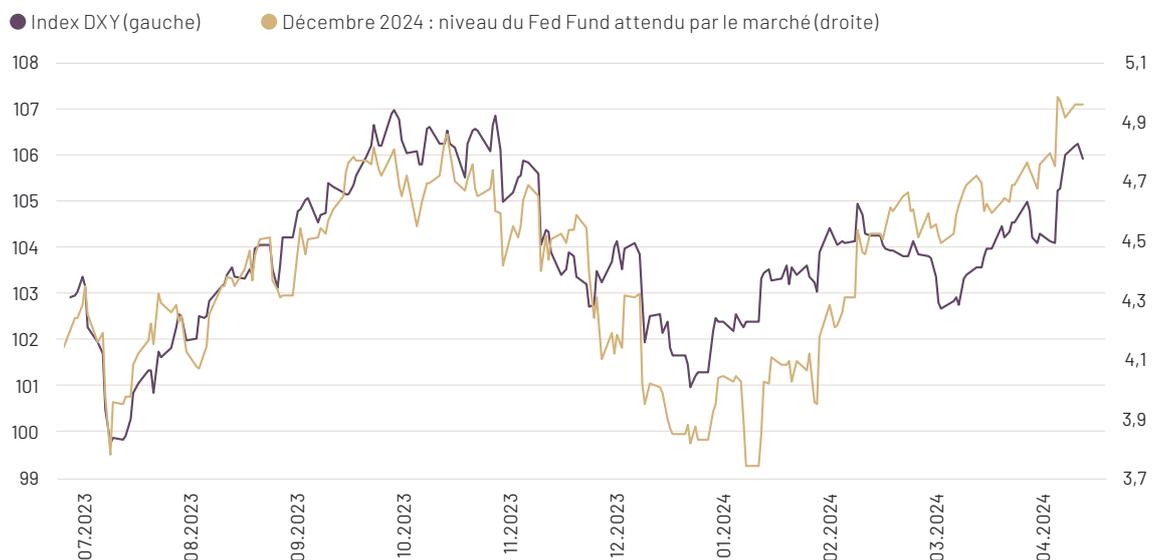
USD

Un triptyque favorable

Le dollar surperforme depuis le dernier comité de la Fed en mars affichant une hausse de 2,6 %. Le billet vert est soutenu par un ajustement des anticipations de baisse de taux (graphique 5). Les chiffres d'inflation de mars sont en effet sortis au-dessus du consensus pour le troisième mois consécutif, faisant état d'une composante des services rigide, dont la dynamique inquiète les marchés qui n'anticipent désormais plus que deux baisses de taux, contre quatre auparavant. Bien que nous soyons confiants sur la trajectoire de désinflation, nous pensons que le risque que la Fed entame son cycle de baisses de taux plus tard que prévu persiste, ce qui devrait continuer à soutenir le billet vert.

Parallèlement à cela, la surperformance macroéconomique des États-Unis par rapport au reste du monde devrait continuer à se refléter dans la performance de sa monnaie. Enfin, le risque géopolitique revient sur le devant de la scène après les derniers développements au Moyen-Orient et le statut de valeur refuge du dollar pourrait continuer à agir comme un soutien de poids. Ainsi, nous pensons que le triptyque : macroéconomie, banque centrale et géopolitique, permettra au dollar de conserver sa surperformance. Nous maintenons donc une vue tactiquement positive sur la devise américaine.

GRAPHIQUE 5 : UN DOLLAR SOUTENU PAR L'AJUSTEMENT DES ANTICIPATIONS DE TAUX



Sources : Reuters, Indosuez Wealth Management.



EUR

La BCE en tête de course

La monnaie unique perd du terrain face au dollar (-2,1 % depuis le comité de la Fed) alors que les divergences entre la zone euro et les États-Unis se mettent en place. Divergence d'abord dans la trajectoire d'inflation puisque la zone euro surprend à la baisse les attentes avec une désinflation qui se poursuit, alors qu'aux États-Unis la dynamique des prix peine à ralentir. Cela nous amène donc à revoir notre scénario initial d'une synchronisation des baisses de taux des deux banques centrales, vers des chemins différents où la BCE sera en capacité de baisser en amont de la Fed. Un facteur qui pèsera donc sur l'euro. De plus l'Europe, importatrice nette de pétrole se trouve au premier rang des zones susceptibles d'éprouver des difficultés face à une hausse des prix du pétrole en cas de tensions géopolitiques. Ce risque assombrit les perspectives de l'euro. Pour ces raisons nous adoptons une vue tactiquement négative sur l'EUR/USD.

YEN

La Fed donnera le rythme

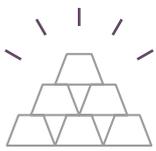
Le dernier mouvement de la Banque du Japon, perçu comme une hausse *dovish* par le marché, n'a pas changé la donne et nous continuons de penser que les prochains ajustements de la Banque du Japon seront marginaux et donc sans grand impact sur la devise nipponne. Ainsi, la performance de l'USD/YEN continuera d'être dépendante de la Fed et dans un contexte d'inflation plus élevée qu'attendu aux États-Unis, le yen pourrait continuer de souffrir face au billet vert. En conséquence nous conservons une vue neutre à court terme avec une cible entre 150 et 155 pour l'USD/JPY.

Certes le spectre d'une intervention plane mais nous pensons que l'impact sera limité en raison du niveau toujours très élevé des écarts de taux américains et japonais tant que la Fed ne réduit pas ses taux directeurs.

OR

Des soutiens de poids

Malgré un dollar fort et des attentes de baisses de taux repoussées dans le temps, l'or continue de gravir des montagnes. En effet, premièrement la ténacité du risque géopolitique dans le sillage des nouvelles tensions entre l'Iran et Israël et la tenue des élections américaines en fin d'année incitent les investisseurs à détenir des valeurs refuge. À cet égard l'or remplit parfaitement son rôle. Deuxièmement, les banques centrales achètent massivement de l'or dans une logique de diversification de leurs réserves de change, la Banque populaire de Chine en tête, ayant annoncé le 17^{ème} achat mensuel consécutif d'or en mars. Plus globalement, les ménages Chinois semblent également se tourner vers l'or comme alternative à un yuan faible et un marché immobilier en berne. Les facteurs de soutien sont donc bien présents et ne devraient pas se dérober de sitôt. Compte tenu des niveaux actuels nous préférons garder une vue prudemment optimiste.



La Banque populaire de Chine

**ACHÈTE
DE L'OR**

pour le 17^{ème} mois
consécutif

CHF

Encore du potentiel de dépréciation

L'inflation continue de s'enfoncer en Suisse, atteignant seulement 1 % pour le mois de mars, signant un dixième mois consécutif en dessous de la cible de la Banque nationale suisse (BNS). Dans ce contexte la BNS, qui avait déjà surpris les marchés en baissant ses taux d'intérêts directeurs en mars, devrait continuer à opérer de nouvelles baisses.

Aussi, depuis décembre les réserves de changes de la banque centrale sont en hausse, signe que cette dernière intervient sur les marchés pour vendre du franc suisse contre d'autres devises afin de faire baisser un taux de change jugé trop élevé pour l'économie. Ainsi nous pensons que la monnaie suisse devrait continuer à perdre du terrain face au dollar d'autant que l'USD/CHF reste à des niveaux historiquement faibles (autour de 0,90). Nous tablons sur une cible comprise entre 0,90 et 0,94 à court terme.



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

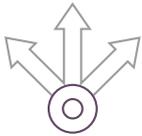
- **Croissance** : l'économie américaine fait preuve d'une grande résilience, grâce à un marché du travail robuste qui stimule la consommation des ménages. Les pays émergents notamment asiatiques, continuent de tirer la croissance, malgré un ralentissement structurel de l'économie chinoise. La zone euro poursuit son redressement et l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages devrait encourager la reprise de l'activité durant l'année.
- **Inflation** : si nous continuons à prévoir une poursuite de la désinflation dans les économies avancées, les trajectoires de désinflation pourraient toutefois diverger. Outre-Atlantique, la décélération du marché du travail favorise un assouplissement des pressions inflationnistes mais la robustesse des prix de certaines composantes des services pourrait conduire l'inflation américaine à se stabiliser sur des niveaux plus élevés qu'initialement anticipé. En zone euro, la désinflation semble en revanche plus généralisée. La poursuite du rebond du prix des matières premières représente néanmoins un risque à la hausse pour notre scénario.
- **Banques centrales** : nous continuons d'anticiper une réduction de 75 et 100 pb des taux directeurs respectivement de la Fed et la BCE. Cependant, nous n'anticipons plus de première baisse des taux synchronisée en juin : la Fed pourrait se montrer plus patiente et ne devrait commencer à baisser qu'au cours du deuxième semestre 2024 en raison d'une inflation américaine plus rigide.
- **Résultats d'entreprises** : la dynamique de révisions bénéficiaires reste positivement orientée pour les entreprises américaines, notamment grâce au secteur technologique. Nous demeurons en relatif plus confiants dans leur capacité à délivrer les anticipations de bénéfices que leurs homologues européennes.
- **Environnement de risque** : le risque d'une inflation plus persistante à moyen terme impliquant un taux terminal de la Fed plus élevé constitue le principal risque de marché. L'accroissement du risque géopolitique pourrait provoquer un sursaut de volatilité à court terme mais qui ne vient pas modifier notre scénario central à ce stade.

Enfin nous surveillons également les risques liés à la soutenabilité des dettes publiques et associés aux échéances électorales à venir aux États-Unis.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

Actions

- Si nous continuons de penser que l'environnement macroéconomique reste favorable aux marchés actions en 2024, plusieurs facteurs nous ont incité à poursuivre notre mouvement progressif de désensibilisation au risque action dans nos allocations au cours des dernières semaines. En particulier, le risque d'un élargissement du conflit au Moyen-Orient et la remontée des taux réels américains modifient l'asymétrie des risques liés à la détention d'actions en portefeuille, notamment au regard des performances des principaux indices boursiers déjà enregistrées depuis le début de l'année. Nous nous tenons en revanche prêts à redéployer nos liquidités en cas de baisse plus marquée des marchés.
- Au sein des poches actions, nous maintenons notre préférence pour la cote américaine, où la dynamique macroéconomique est plus porteuse tandis que la diffusion progressive de l'Intelligence Artificielle (IA) au sein de l'économie se poursuit et agit comme un facteur de soutien. L'aspect « décoté » des indices européens, lié en particulier à une représentation importante des secteurs de l'énergie et de la banque, peut sembler attractif dans le contexte actuel, mais nous préférons attendre une meilleure visibilité sur la croissance économique et une inflexion de la dynamique bénéficiaire avant de renforcer nos expositions.
- Nous restons positifs sur les actions émergentes et continuons à privilégier une approche diversifiée. À court terme, nous pourrions assister à un regain de volatilité sur la classe d'actifs en raison de la récente réappréciation du dollar et de la remontée des tensions géopolitiques mais la dynamique de l'activité économique et le retournement du cycle des semi-conducteurs bénéficieront selon nous aux actifs émergents à moyen terme.



Divergence
des trajectoires
de **DÉSIN-
FLATION**



Obligations

- Notre scénario continue à se matérialiser, le marché réévaluant le nombre de baisses de taux attendu aux États-Unis et dans une moindre mesure en zone euro. Nous maintenons nos sensibilités taux inchangées à ce stade (et restons sous-sensibles face à nos indices de référence). Néanmoins, nous sommes désormais plus à l'aise avec les niveaux de taux courts observés des deux côtés de l'Atlantique et réitérons notre opinion positive pour les emprunts d'État à maturités courtes. Nous restons à l'écart des échéances plus longues, plus volatiles et moins rémunératrices. Sur le plan géographique, compte tenu des incertitudes entourant l'évolution de la désinflation aux États-Unis relativement à la zone euro, nous préférons maintenir une exposition à la courbe euro relativement à la courbe américaine dans les portefeuilles libellés en euro.
- Nous maintenons notre opinion inchangée sur la dette d'entreprises de haute qualité à maturités courtes, qui offrent selon nous un meilleur ratio rendement/risque en comparaison aux obligations à haut rendement.
- La dette émergente libellée en devise locale demeure une source supplémentaire de diversification, offrant un rendement généreux, bien que celle-ci puisse se montrer vulnérable à court terme par la réappréciation du dollar.

Marché des changes

- Nous maintenons notre opinion positive sur le dollar à court terme. Si le récent rallye du billet vert a été soutenu, le risque d'un report des baisses de taux outre-Atlantique de la part de la Fed pourrait bénéficier à la devise. Le statut refuge du dollar offre également une protection face au risque géopolitique au sein des portefeuilles diversifiés. À plus long terme, divers facteurs structurels pourraient peser sur la devise.
- Nous n'avons pas modifié notre vision sur le franc suisse qui ne bénéficie plus du soutien de la Banque nationale suisse (BNS) alors que le processus de désinflation semble bien engagé localement.
- Si la Banque du Japon a décidé de sortir de sa politique de taux d'intérêts négatifs et pourrait tactiquement bénéficier de nouvelles interventions de la banque centrale, l'évolution de la parité à moyen terme reste contrainte par la future politique monétaire de la Fed.

CONVICTIIONS CLÉS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
OBLIGATIONS		
EMPRUNTS D'ÉTAT		
2 ans EUR	=/+	=
10 ans EUR	=/-	=
Périphériques EUR	=	=/-
2 ans US	=/+	=/+
10 ans US	=/-	=
EUR points morts d'inflation	=/+	=/+
US points morts d'inflation	=/+	=
CRÉDIT		
Investment grade EUR	=/+	=/+
High yield EUR	=/-	=
Obligations financières EUR	=/+	=/+
Investment grade USD	=	=/+
High yield USD	-	=/-
DETTE ÉMERGENTE		
Monnaies fortes	=	=/+
Monnaies locales	=	=/+
ACTIONS		
ZONES GÉOGRAPHIQUES		
Europe	=/-	=/-
États-Unis	=	=/+
Japon	=	=
Amérique Latine	=	=
Asie ex-Chine	=/+	=/+
Chine	=	=/-
STYLES		
Growth	=	=/+
Value	=	=
Qualité	=/+	=
Cycliques	=	=
Défensives	=/-	=/-
DEVICES		
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 19 AVRIL 2024



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	4,62 %	42,26	74,16
France 10 ans	3,01 %	21,20	45,30
Allemagne 10 ans	2,50 %	17,70	47,80
Espagne 10 ans	3,31 %	15,30	32,90
Suisse 10 ans	0,81 %	11,80	10,80
Japon 10 ans	0,85 %	10,90	23,70

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	35,38	-1,86 %	-3,65 %
Emprunts d'État en EUR	201,55	-0,72 %	-1,27 %
Entreprises haut rendement en EUR	217,75	-0,06 %	0,65 %
Entreprises haut rendement en USD	332,96	-1,66 %	-0,59 %
Emprunts d'État américains	302,98	-1,22 %	-1,64 %
Entreprises émergentes	43,66	-1,76 %	-1,07 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9703	0,04 %	4,46 %
GBP/USD	1,2370	-1,83 %	-2,84 %
USD/CHF	0,9102	1,42 %	8,18 %
EUR/USD	1,0656	-1,41 %	-3,47 %
USD/JPY	154,64	2,13 %	9,64 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	18,71	5,65	6,26

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4 967,23	-5,10 %	4,14 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 895,85	-0,44 %	2,10 %
STOXX Europe 600	499,29	-2,03 %	4,24 %
Topix	2 626,32	-6,64 %	10,98 %
MSCI World	3 255,62	-5,03 %	2,73 %
Shanghai SE Composite	3 541,66	-0,09 %	3,22 %
MSCI Emerging Markets	1 004,17	-3,38 %	-1,91 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 399,38	-4,42 %	-9,89 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	197,62	-1,78 %	-1,57 %
MSCI Asia Ex Japan	629,00	-3,69 %	-1,95 %
CAC 40 (France)	8 022,41	-1,59 %	6,35 %
DAX (Allemagne)	17 737,36	-2,57 %	5,88 %
MIB (Italie)	33 922,16	-1,23 %	11,76 %
IBEX (Espagne)	10 729,50	-1,95 %	6,21 %
SMI (Suisse)	11 296,40	-3,05 %	1,42 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 599,00	1,58 %	-10,92 %
Or (USD/Oz)	2 391,93	10,46 %	15,95 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	83,14	3,11 %	16,04 %
Argent (USD/Oz)	28,84	16,82 %	19,75 %
Cuivre (USD/Tonne)	9 876,00	11,39 %	15,39 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	1,75	5,61 %	-30,31 %

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 2024	FÉVRIER 2024	MARS 2024	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (19 AVRIL 2024)
MEILLEURE PERFORMANCE (+)	7,81 %	9,35 %	4,23 %	-0,09 %	10,98 %
	1,59 %	5,52 %	3,65 %	-0,44 %	4,24 %
	1,39 %	5,17 %	3,47 %	-1,78 %	4,14 %
	1,14 %	4,89 %	3,10 %	-2,03 %	3,22 %
	-1,02 %	4,63 %	3,01 %	-3,38 %	2,73 %
	-1,33 %	4,11 %	2,32 %	-3,69 %	2,10 %
	-4,68 %	1,84 %	2,18 %	-4,42 %	-1,57 %
	-4,85 %	1,58 %	0,61 %	-5,03 %	-1,91 %
	-5,49 %	-0,01 %	0,56 %	-5,10 %	-1,95 %
MOINS BONNE PERFORMANCE (-)	-6,29 %	-0,52 %	-0,55 %	-6,64 %	-9,89 %

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 Espana (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T. 30.176.F.1.S.8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;

- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe) ;

- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, 20121 Milan, Italie, inscrite au Registre des Banques n° 8097, code fiscal et numéro d'enregistrement au Registre du Commerce de Milan, Monza Brianza et Lodi n. 97902220157 ;

- **au sein de l'Union européenne** : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;

- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98 000 Monaco, 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 1st Street- Nayel & Bin Harmal Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (EAU) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des EAU Conformément aux règles et réglementations applicables aux EAU, le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des EAU ou par une autre autorité réglementaire des EAU ;

- **autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette Brochure. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

La Brochure ne peut être 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 19.04.2024.



