



MONTHLY HOUSE VIEW

Mai 2025

Guerres commerciales : Épisode II

• Table des matières

01•	Éditorial GUERRES COMMERCIALES : ÉPISODE II	P3
02•	Focus TRUMP 1, CHINE 0 ? PAS SI SÛR	P4
03•	Macroéconomie L'ÈRE DE L'INCERTITUDE	P6
04•	Obligations LA VOLATILITÉ REDONNE DE L'ATTRAIT À L'OBLIGATAIRE	P8
05•	Actions TRUMP PLONGE LES MARCHÉS DANS L'INCERTITUDE	P10
06•	Devises LA DÉFIANCE AMÉRICAINE	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,

Notre éditorial de mars soulignait les sommets atteints par le marché boursier américain et l'envolée de l'or. Moins de deux mois plus tard, seul l'or poursuit son ascension tandis que le monde bascule dans un réalignement économique, marqué non plus par de simples menaces tarifaires, mais par une guerre commerciale ouverte opposant les États-Unis au reste du monde. Un dénouement bien éloigné des anticipations que nourrissaient alors les investisseurs, et nous-mêmes, pour cette année.

UNE VOLATILITÉ SANS PRÉCÉDENT SUR LES MARCHÉS

Depuis février, le marché boursier américain a connu une volatilité importante cédant près de 20 % depuis leurs sommets. En trois séances, après le 2 avril, surnommé « *Liberation Day*¹ » – 5,6 mille milliards de dollars de capitalisation boursière se sont évaporés, l'équivalent d'Apple et Nvidia combinés.

L'annonce d'une trêve tarifaire de 90 jours a suffi à inverser temporairement la tendance, entraînant le S&P 500 dans sa plus forte envolée quotidienne depuis octobre 2008 – la troisième plus marquante en trois décennies. Dans ce climat d'incertitude, alimenté par l'imprévisibilité de l'administration Trump et une volatilité possiblement plus structurelle, une approche plus défensive s'impose. Si les opportunités d'investissement ne manqueront pas, il faudra attendre que les principaux facteurs d'incertitude, notamment autour du risque de récession, se dissipent avant d'envisager des prises de risque plus marquées.

LA CONFIANCE, CLÉ DU MONDE DES AFFAIRES

Les risques de récession, tant aux États-Unis qu'à l'échelle mondiale, s'accroissent nettement. Pour autant, nous ne jugeons pas ce scénario imminent outre-Atlantique. Les indicateurs économiques restent robustes, malgré une confiance en berne qui a cependant été déconnectée des dynamiques économiques réelles ces dernières années. Le consommateur américain demeure bien positionné grâce à une situation financière stable, un effet de richesse qui perdure, un marché du travail et des salaires réels résilients qui soutiennent la demande. La saison des résultats à venir sera décisive pour mieux saisir les intentions des entreprises en matière d'embauches et d'investissements.

Les voix du secteur privé américain résonnent avec une intensité croissante dans le débat public. Dans sa lettre annuelle aux actionnaires, Jamie Dimon,

PDG de JP Morgan, offre une analyse nuancée de la politique tarifaire de Trump, déclarant : « L'Amérique d'abord, c'est bien tant que cela ne devient pas l'Amérique seule ».

L'investisseur milliardaire Stanley Druckenmiller a également exprimé son opposition à des droits de douane excédant 10 %, également qualifiés par Ken Griffin, fondateur de Citadel et important donateur républicain, d'« erreur politique majeure ».

Cette prise de parole coordonnée a-t-elle influencé le revirement de l'administration Trump, survenu seulement une semaine après le « *Liberation Day* » ? La chute du S&P 500 sous les 5 000 points et la flambée soudaine des taux à 10 ans à 4,5 % ne faisaient probablement pas partie du scénario initial, à supposer qu'il y en ait eu un. Donald Trump, par l'intermédiaire de son secrétaire au Trésor, Scott Bessent, semble pleinement conscient de la sensibilité des marchés aux coûts d'emprunt du gouvernement. Avec 29 mille milliards de dollars de dette en circulation et 9,6 mille milliards à refinancer cette année, une remontée durable des taux d'intérêt poserait un risque évident pour la soutenabilité budgétaire.

Les États-Unis ont longtemps bénéficié de l'« exceptionnalisme américain », un privilège qui s'est inversé en moins de deux mois. Alors que l'Europe et la Chine étaient jugées hors de portée des investisseurs, les États-Unis demeuraient la destination préférée du capital mondial. Penser aujourd'hui que l'Amérique est devenue un marché non investissable relève de la vision à court terme. Il est crucial de ne pas confondre les entreprises américaines, symbole d'innovation technologique, d'esprit entrepreneurial, de dépenses d'investissements soutenues et de création de valeur – avec l'administration en place. Certes, des ajustements économiques s'avéreront inévitables, mais à long terme, l'ingéniosité humaine saura s'adapter et trouver des solutions.

Dans cette édition, notre Chief Strategist Asie analyse comment le continent pourrait absorber le choc tarifaire américain. La Chine, engagée depuis plus d'une décennie dans un découplage progressif, a vu la part de ses échanges avec les États-Unis chuter de 6,2 % de son PIB nominal en 2010 à 3,7 % en 2024. En parallèle, le pays a renforcé son autonomie technologique, lui conférant aujourd'hui une meilleure résilience face aux tarifs punitifs américains. Il nous reste désormais 90 jours pour repenser l'ordre du commerce mondial.

Je vous souhaite une agréable lecture.

1 - En français : Jour de la libération.

Francis TAN
Chief Strategist Asia

Les marchés d'investissement mondiaux ont été secoués par la mise en œuvre rapide des droits de douane par les États-Unis en avril. Cette mesure suggère un nouvel ordre économique/commercial mondial et vise principalement à réduire le déficit commercial américain ainsi qu'à protéger les industries nationales de la concurrence mondiale, en particulier celle de la Chine.



LA CHINE :
cible principale des
DROITS DE
DOUANE
américains

L'épisode 1 des droits de douane en 2017 visait principalement la Chine, l'économie avec laquelle les États-Unis avaient le plus grand déficit commercial. Les droits de douane ont été introduits en plusieurs tranches, à partir de 2018, et couvraient une large gamme de produits, y compris l'acier, l'aluminium et divers produits de consommation. La raison invoquée pour ces taxes était de lutter contre ce que les États-Unis considéraient comme des pratiques commerciales déloyales, telles que le vol de propriété intellectuelle et les subventions d'État accordées aux entreprises chinoises.

Depuis lors, les biens, le capital et la main-d'œuvre provenant de Chine se sont ajustés et déplacés vers des économies plus immunes aux droits de douane américains pour les réexportations et/ou la production destinée aux exportations vers les États-Unis. Bon nombre de ces économies sont basées en Asie du Sud-Est, comme la Malaisie, la Thaïlande, le Vietnam et l'Indonésie.

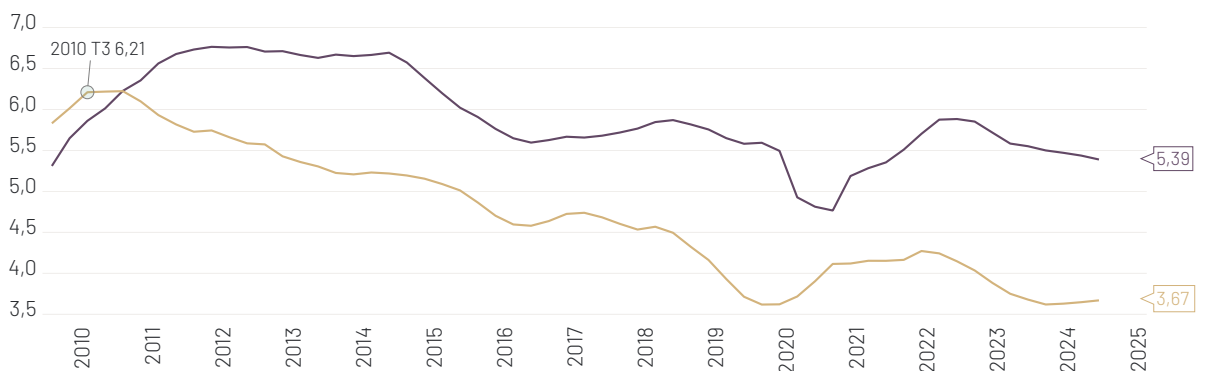
Ainsi, l'épisode 2 a comblé l'écart et introduit des droits de douane sur toutes les économies en fonction de la taille des déficits commerciaux des États-Unis avec chaque économie individuelle. Ce n'est pas la première fois que les États-Unis déploient des taxes sur les importations de biens, et ce ne sera pas non plus la dernière.

L'ASIE PEUT-ELLE RÉSISTER AUX DROITS DE DOUANE AMÉRICAINS ?

La réponse est oui. La Chine a été (en 2017) et reste (aujourd'hui) la cible principale des droits de douane américains, perturbant ses chaînes d'approvisionnement domestiques, réduisant les exportations chinoises vers les États-Unis, diminuant les revenus des entreprises mondiales basées en Chine et entraînant un ralentissement général de la croissance économique.

GRAPHIQUE 1 : LES ÉTATS-UNIS COMMERCENT PLUS AVEC LE CANADA ET LE MEXIQUE QU'AVEC LA CHINE, %

- Commerce des États-Unis avec le Mexique et le Canada en % du PIB des États-Unis
- Commerce de la Chine avec les États-Unis en % du PIB de la Chine



Sources : Macrobond, Bureau du recensement des États-Unis, Administration générale des douanes de Chine, Bureau national des statistiques de Chine, Bureau d'analyse économique des États-Unis, Indosuez Wealth Management.



Cependant, une explication plus globale du ralentissement de la croissance économique chinoise est centrée sur une confiance déjà faible des entreprises et des investisseurs domestiques en raison des politiques gouvernementales sur l'immobilier, les entreprises technologiques et le secteur de l'éducation. En fait, la Chine avait déjà entamé son « découplage » des États-Unis depuis plus d'une décennie, où son commerce avec les États-Unis en pourcentage de son PIB nominal est passé de 6,2 % en 2010 à 3,7 % en 2024 (graphique 1, page 4).

Nous pensons que, bien que l'épisode de 2017 ait accéléré le plan de la Chine pour devenir autosuffisante en technologie (devenant le leader mondial en 5G/6G, intelligence artificielle (IA), véhicules électriques, drones, informatique quantique, semi-conducteurs, biotechnologie, etc.), l'épisode 2 renforcera davantage le statut de la Chine en tant que leader commercial et d'investissement avec le reste du monde, hors États-Unis.

Les effets des droits de douane ont été mitigés pour les économies émergentes asiatiques telles que le Vietnam, la Malaisie, l'Indonésie et la Thaïlande. Des industries manufacturières ont bénéficié du fait que des entreprises déplacent leur production de la Chine vers ces pays pour éviter les taxes, augmentant ainsi l'investissement direct étranger (IDE) et la création d'emplois. Cependant, l'épisode 2, introduit pour réprimer de tels « échappatoires » dans leur commerce avec les États-Unis, pourrait entraîner des perturbations futures des chaînes d'approvisionnement pour ces pays et modifier leurs avantages comparatifs, avec des répercussions potentielles sur d'autres secteurs domestiques.

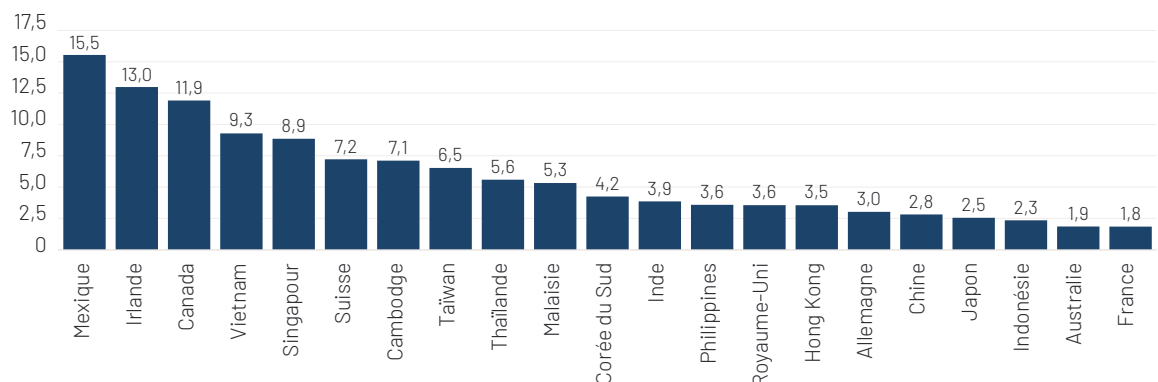
Les économies développées telles que le Japon et la Corée du Sud ont été, depuis longtemps, des exportateurs majeurs vers la Chine et les États-Unis. Elles aussi ont été prises dans le feu croisé des mesures anti-commerce. Les droits de douane ont entraîné une diminution de leurs exportations et ont affecté leurs industries automobiles et électroniques. Ces pays ont également été confrontés à des incertitudes dans leurs politiques commerciales et ont dû gérer les complexités des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine.

Afin de fournir une image plus précise du commerce, en tenant compte de l'endroit où la valeur est réellement créée, plutôt que simplement s'intéresser à l'endroit d'où les biens sont expédiés, nous utilisons la base de données TiVA (*Trade in Value Added*, en français échanges en valeur ajoutée) de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) pour déterminer efficacement l'impact économique éventuel de la demande finale américaine sur ses partenaires exportateurs. L'approche de calcul de la valeur ajoutée par chaque pays dans le processus de production nous permet d'avoir une meilleure compréhension des chaînes de valeur mondiales et des interdépendances économiques entre les pays.

Les données révèlent que les exportations du Mexique destinées aux consommateurs américains, représentent 15,5 % de son PIB nominal. Pour l'Asie, les économies les plus dépendantes de la demande finale des États-Unis sont le Vietnam, Singapour, le Cambodge, Taïwan, la Thaïlande, la Malaisie, la Corée du Sud, l'Inde, les Philippines, etc. La Chine, en revanche, a réussi à se diversifier de manière significative, réduisant sa dépendance à la demande finale des États-Unis (graphique 2).

GRAPHIQUE 2 : LA VALEUR AJOUTÉE DOMESTIQUE INTÉGRÉE DANS LA DEMANDE FINALE DES ÉTATS-UNIS (2020), % DU PIB NOMINAL

● Valeur ajoutée domestique en % de son propre PIB nominal



Sources : Macrobond, OCDE, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Strategist

Tensions géopolitiques, achats anticipés, déconnexion entre enquêtes de sentiment et données économiques — surtout aux États-Unis : jamais il n'a été aussi complexe de lire l'environnement macroéconomique. L'incertitude n'est plus une simple caractéristique du cycle ; elle en devient la force dominante. C'est donc avec prudence — et une certaine audace — que nous tentons d'anticiper la suite, conscients des nombreux risques baissiers, mais aussi des moteurs haussiers encore actifs.

La promesse d'un « *Liberation Day* » par le président Trump a laissé place à un climat de paralysie. Plutôt que de restaurer la visibilité, ce début avril renforce la confusion. Les entreprises, les ménages et les décideurs évoluent désormais dans un monde influencé davantage par la politique que par les fondamentaux économiques.

L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE : POINT DE DÉPART SOLIDE, VISIBILITÉ BROUILLÉE

La situation américaine illustre parfaitement cette opacité. Si certains accords commerciaux pourraient amortir le choc à terme, les hausses tarifaires pèsent déjà sur l'investissement et la confiance. Nous anticipons désormais un taux moyen de 15 % sur les importations, contre 10 % prévus il y a un mois, mais bien inférieur au taux effectif estimé à date (à plus de 25 %²).

Cela nous amène à revoir nos prévisions de croissance : 1,5 % pour 2025 (contre 1,9 % prévu en mars) et 1,6 % pour 2026 (contre 1,9 %). En cause : incertitude persistante, des conditions financières plus tendues (baisse des marchés actions, crédit plus coûteux) et perte de pouvoir d'achat des ménages liée aux droits de douane. Cela dit, la consommation tient bon : les ménages restent en bonne santé financière, avec une richesse nette à des niveaux record. Comme souvent ces dernières années, le comportement des consommateurs diverge des indicateurs de sentiment.

Côté inflation, nous ajustons nos prévisions à la hausse : 3,4 % en 2025 (contre 2,9 %) et 2,9 % en 2026 (contre 2,7 %), sous l'effet des importations plus chères. Les attentes d'inflation des ménages atteignent 3,6 % selon la Réserve fédérale (Fed) de New York, leur plus haut niveau depuis fin 2023, bien que les attentes à long terme demeurent relativement stables. La Fed adopte une posture d'attente, mais si l'économie ralentit comme prévu, deux baisses de taux restent envisageables d'ici fin 2025, ce qui ramènerait le taux directeur à 4 %.

Les risques macroéconomiques sont nombreux. La guerre commerciale de Donald Trump n'est pas terminée, avec un nouveau chapitre d'accords commerciaux à venir. De plus, le président n'a pas encore introduit de réductions d'impôts ni de mesures de déréglementation. À court terme, les risques restent orientés à la baisse, avec des conditions financières plus strictes, des coûts intrants des entreprises plus élevés et un possible désancrage des attentes d'inflation. Avec des fondamentaux de consommation intacts et un marché du travail qui continue de montrer des signes de résilience, l'économie américaine reste solide face à cette nouvelle crise — mais loin d'être immunisée.



PROJECTION :
taux moyen des
DROITS DE
DOUANE
des États-Unis à
15 %

2 - Comme l'a récemment souligné Paul Krugman : la Chine a représenté 13 % des importations américaines en 2024, et si vous appliquez les nouveaux taux annoncés aux importations de 2024 (à plus de 100 %), le taux moyen s'élève à 24,95 % — plus élevé qu'avant la pause de 90 jours. Des droits de douane incroyablement élevés sur la Chine entraîneront toutefois une diminution des importations en provenance de Chine, rendant ainsi une estimation basée sur le commerce de 2024 problématique.



LA ZONE EURO – ONDES DE CHOC ET RELANCE EUROPÉENNE

En Europe, les répercussions de la politique commerciale américaine se font déjà sentir, en particulier sur une économie encore convalescente et fortement tournée vers l'export. La croissance 2025 est revue à la baisse à 0,5 % (contre 0,8 %), mais nous maintenons 1,6 % pour 2026, avec prudence.

Le moteur industriel du continent se trouve à l'épicentre de cette turbulence. La hausse de 1,1 % de la production industrielle en février est éclipsée par la forte volatilité du commerce extérieur. Les importations ont bondi de 8 % en janvier, résultat d'un effet d'anticipation face aux hausses tarifaires à venir, ce qui pourrait peser sur le PIB au premier semestre. Les secteurs automobile, chimique et sidérurgique sont particulièrement vulnérables. Le manque de visibilité sur la politique américaine alimente le pessimisme : l'indice ZEW, après un fort rebond en mars grâce au plan d'infrastructure allemand, a chuté en avril à son plus bas niveau depuis l'invasion de l'Ukraine.

Pourtant, il existe des motifs d'optimisme à moyen terme. Le plan d'investissement en infrastructures de 500 milliards d'euros de l'Allemagne est toujours pertinent dans un contexte de faible croissance économique et d'années de sous-investissement chronique dans les infrastructures, des réseaux de fibre optique (avec un taux de pénétration estimé à 11 % contre 75 % en France) aux chemins de fer nationaux (avec un taux de ponctualité de 64 % contre 87 % en France).

Malheureusement, les nouvelles politiques tarifaires, notamment dans le secteur automobile, actuellement en discussion, couplées à l'incertitude persistante, annuleront en partie ces gains.

La France, quant à elle, tient bon grâce à une moindre dépendance aux exportations de biens et à une consommation intérieure relativement forte soutenue par l'épargne des ménages et la baisse des taux. Cependant, l'instabilité politique et le lent élan des réformes continuent de freiner la reprise.

Sur le front de l'inflation, l'Europe se distingue des États-Unis : elle devrait rester stable à 2 % en 2025 et 2026. Cela s'explique par la baisse des prix de l'énergie, un euro en hausse, et une politique budgétaire orientée vers l'offre. Ce contexte ouvre la voie à un assouplissement monétaire : la Banque centrale européenne (BCE) devrait ramener son taux de dépôt à 1,75 % d'ici fin 2025. Le principal risque à surveiller dans notre scénario est de savoir si de nouveaux accords commerciaux américains déclencheront des contre-mesures de l'Union européenne contre la Chine, qui fournit environ 20 % des importations de la zone euro.

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2024-2026, %

● Prévisions à la baisse depuis avril

● Prévisions à la hausse depuis avril

	PIB			INFLATION		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
États-Unis	2,8 %	1,5 %	1,6 %	3,0 %	3,4 %	2,9 %
Zone euro	0,8 %	0,5 %	1,6 %	2,4 %	2,0 %	2,0 %
Chine	5,0 %	4,5 %	4,5 %	0,2 %	1,4 %	1,5 %
Monde	3,2 %	2,7 %	3,0 %	-	-	-

Source : Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Avec la contribution
de l'équipe Obligations

L'incertitude politique liée aux droits de douane affecte la croissance et engendre une volatilité accrue sur les marchés des taux et du crédit. Cela se traduit par un élargissement des spreads, particulièrement sur le haut rendement. Les marchés émergents sont particulièrement impactés, nécessitant une réévaluation du risque.



Le marché
OBLIGATAIRE
AMÉRICAIN
en
ARBITRE
de la guerre
commerciale

Avant même l'annonce des droits de douane par Donald Trump, les taux d'intérêt européens avaient déjà absorbé une grande partie de la hausse liée au plan de relance massif et surprenant du prochain gouvernement allemand. L'annonce attendue des droits de douane de Donald Trump a entraîné une baisse significative des actifs risqués et des taux d'intérêt. Le comportement des taux américains s'est ensuite révélé chaotique, nous le verrons plus loin.

La Banque centrale européenne (BCE) semble sous-estimer l'impact de l'incertitude macroéconomique et géopolitique croissante sur ses décisions. Bien que son approche basée sur les données économiques soit compréhensible, elle ne tient pas compte de l'incertitude qui tend à freiner la croissance et réduire l'inflation. Par ailleurs, le secteur manufacturier mondial continue de se contracter, affecté par une demande internationale en baisse. Les menaces tarifaires pèsent sur les perspectives de croissance en Europe, tandis que le marché de l'emploi dans le secteur manufacturier se détériore. Si cette tendance s'étend au secteur des services, cela pourrait provoquer un cycle de contraction de la demande et d'augmentation du chômage. L'inflation IPCH³ en Europe a diminué. Bien que l'inflation des services reste élevée, les données sur les compensations salariales indiquent un ralentissement à venir.

Enfin, les annonces fiscales allemandes n'ont pas encore eu d'effets positifs sur la confiance des consommateurs ou des entreprises, comme le montre l'enquête Ifo. Ces mesures pourraient avoir des impacts indirects limités sur l'inflation via le marché du travail ou les chaînes d'approvisionnement. La hausse des taux américains concomitamment à la panique sur les marchés actions pose question.

Dans des conditions normales de marché, les taux baissent (donc le prix des obligations monte) et amortissent la baisse des prix des actions dans un portefeuille diversifié. Au cours de la semaine du 7 avril, les taux longs américains ont monté même lorsque les actions baissaient.

Une explication possible est macroéconomique : les investisseurs s'inquiètent d'une inflation potentielle en raison des droits de douane. Une autre hypothèse est que certains fonds d'investissement (utilisant l'effet de levier) liquident leurs actifs les plus faciles à vendre pour répondre à des appels de marge. Cependant, une explication plus technique pourrait être liée aux fonds spéculatifs contraints de démanteler leurs « trading de base », une stratégie consistant à anticiper la convergence entre les prix des obligations et ceux des contrats à terme. Ces opérations utilisent un effet de levier très important pour générer de la performance. Le taux 10 ans américain a connu une sous-performance historique contre le Bund allemand.

Selon le Fonds monétaire international (FMI), ces opérations pourraient représenter 1 000 milliards de dollars, tandis qu'une analyse de Bloomberg indique que les fonds spéculatifs détiennent désormais 7 % de toutes les obligations du Trésor américain, soit plus que les banques. La chute des marchés obligataires pourrait donc forcer certains fonds à liquider ces positions, entraînant un effet domino comparable à celui observé en 2020. Le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine pourrait évoluer sur le terrain financier. Pékin, deuxième détenteur mondial de bons du Trésor américain, pourrait utiliser ses investissements dans les actifs libellés en dollars en représailles. Bien qu'aucune preuve concrète ne confirme cette hypothèse pour l'instant, la Chine a récemment laissé le renminbi s'affaiblir face au dollar, ce qui pourrait annoncer une guerre des devises.

3 - IPCH : Indice des prix à la consommation harmonisé.



Les ETFs (Exchange-traded funds) contribuent à la volatilité des marchés. Selon Bloomberg, les volumes échangés la journée du 7 avril a battu tous les records (en tenant compte de toutes les classes d'actifs).

UN MARCHÉ DU CRÉDIT DÉCORRÉLÉ DES FONDAMENTAUX

Le ralentissement de la croissance mondiale augmentera le besoin de taux plus bas dans de nombreux marchés émergents. L'équilibre pour ces marchés entre la croissance et la dépréciation des devises sera complexe. L'écartement des *spreads* conduit à une sélectivité accrue. Les ventes d'ETF dans les marchés illiquides pousseront les *spreads* à la hausse. Les banques centrales asiatiques agiront sur les leviers monétaires classiques (baisse des taux) pour stimuler la croissance. L'Amérique latine est relativement protégée de la guerre commerciale en raison des balances commerciales négatives vis-à-vis des États-Unis. L'exposition du Mexique au marché américain lui donne un accès privilégié à la table des négociations, mais le pays est vulnérable à un ralentissement américain.

En Europe, le marché du crédit *investment grade* a surperformé les autres classes d'actifs : l'écartement des *spreads* reste mesuré (graphique 3). En revanche, la volatilité des marchés a ralenti le marché primaire. Il en va de même sur le marché américain. L'impact est beaucoup plus important sur le marché du haut rendement. La baisse des actions impacte négativement les taux de recouvrement futurs. En complément, un ralentissement économique pèse sur l'EBITDA, augmentant mécaniquement les ratios de levier. En termes de flux d'investisseurs, les premiers rachats ou ventes d'ETFs se matérialisent. La baisse des actions du secteur bancaire se reflète logiquement sur la dette subordonnée AT1. Sans remettre en question l'exercice des options de rappel pour cette année, ce segment nécessite des *spreads* plus élevés pour attirer à nouveau les investisseurs.

GRAPHIQUE 3 : ÉVOLUTION DES ÉCARTS DE TAUX ENTRE UNE OBLIGATION NOTÉE BBB ET BB EN ZONE EURO, CENTAINES DE POINTS DE BASE



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Nicolas GAZIN
Global Head of Equity Solutions



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

L'environnement de marché est dominé par une forte incertitude. La guerre commerciale qui s'installe devrait faire osciller les marchés entre tentatives de négociations et risques d'escalade, créant une toile de fond volatile à moyen terme. Le passage de l'« exceptionnalisme américain » à l'« Amérique seule » laisse craindre des risques de ralentissement économique voire de stagflation, qui pèse déjà sur la confiance globale. La saison de publication des résultats sera un indicateur clé sur la capacité des entreprises à gérer et intégrer cette nouvelle politique américaine.

EUROPE

L'Europe, dans ce contexte, apparaît comme un havre relatif, bénéficiant de valorisations attractives, de politiques budgétaires en mutation, et d'un regain d'intérêt des investisseurs. Le programme économique de Friedrich Merz en Allemagne, centré sur la protection industrielle et la résilience face aux menaces extérieures, ancre un soutien domestique important, même si l'incertitude sur l'implémentation demeure.

La dynamique européenne est renforcée par l'espoir d'un stimulus budgétaire élargi à l'ensemble de la zone. La BCE dispose encore de marges d'action, avec une inflation qui semble davantage sous contrôle. De plus, les fondamentaux (valorisation, dynamique des révisions de bénéfices, amélioration de la confiance) se redressent vis-à-vis des États-Unis.

Les valeurs domestiques allemandes bénéficient directement de ce nouveau narratif. Néanmoins, à court terme, les frictions commerciales et la récente appréciation de l'euro pourraient peser sur les bénéfices, notamment dans les secteurs exportateurs. Les petites et moyennes capitalisations européennes, historiquement moins exposées aux tensions douanières, offrent également une poche de diversification, notamment dans un scénario de soutien budgétaire ciblé.

ÉTATS-UNIS

La pause de 90 jours sur certaines taxes douanières est accueillie avec scepticisme. La Chine reste exclue de ce moratoire, et la crédibilité de l'administration américaine vis-à-vis des marchés est mise à mal. La probabilité d'une récession augmente, alors que les marges de manœuvre fiscales et monétaires semblent réduites. Le salut pourrait venir du côté de la Fed, qui serait susceptible de relancer le soutien monétaire si la nervosité sur le marché obligataire venait à se confirmer.

Tous les regards se tournent désormais vers la saison de publication des résultats du 1er trimestre, qui devrait fournir des indications sur leur capacité à intégrer ces changements.

Les préannonces des sociétés du S&P 500 laissent entrevoir une saison des publications plutôt mitigée et sans grande surprise sur les résultats passés (graphique 4, page 11). En revanche, la tentation pourrait être forte pour les dirigeants de prétexter la faible visibilité actuelle pour revoir à la baisse leurs perspectives.

ASIE

La série d'annonces des droits de douane par l'administration Trump a déclenché une volatilité extrême sur les marchés boursiers asiatiques en avril. La séance du 7 avril 2025 a ainsi enregistré la plus forte perte en une seule journée depuis la crise financière mondiale de 2008. L'impact réel de l'annonce de ces droits de douane dépendra des ajustements ou exemptions potentiels à venir (comme le sursis temporaire qui a été accordé aux smartphones et à l'électronique grand public, entre autres).



Des
PUBLICATIONS
sous
HAUTE TENSION



La Chine semble cependant mieux armée qu'en 2018 pour faire face à cette nouvelle vague de tensions commerciales. La part des États-Unis dans les exportations chinoises est passée de 18 % en 2018 à moins de 13 % en 2024 ; c'est désormais moins que l'ANASE (Association des nations de l'Asie du Sud-Est) qui représente 18 % des exportations chinoises.

En outre, les autorités chinoises se disent prêtes à mettre en place davantage de mesures de relance face à l'augmentation des droits de douane américains, afin d'atteindre leur objectif de croissance du PIB en 2025, d'environ 5 %. De plus, « l'équipe nationale » chinoise a récemment soutenu les marchés boursiers locaux de la Chine continentale. Malgré les difficultés à court terme pour les exportateurs, cette guerre commerciale pourrait accélérer la transition de la Chine vers des moteurs plus domestiques (consommation intérieure, fabrication à plus haute valeur ajoutée, technologie, innovation).

STYLES D'INVESTISSEMENT

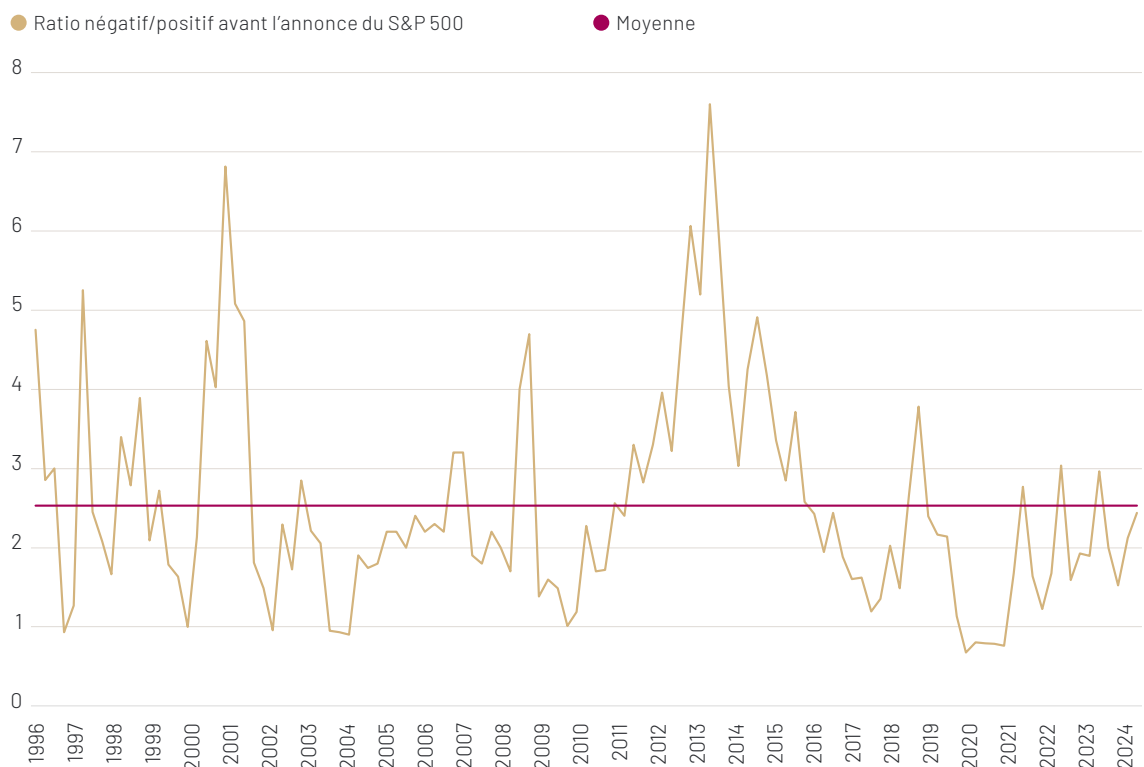
En Europe, le style *Value*, soutenu par la dynamique des bénéficiaires et la rotation sectorielle, reste le pilier de la performance. Les secteurs industriels, matériaux et banques/assurances continuent de profiter d'un repositionnement des flux, dans l'attente d'un soutien budgétaire confirmé.

Aux États-Unis, la prudence est de mise.

Nous privilégions l'exposition aux valeurs de qualité défensive à faible volatilité, qui constituent une couverture naturelle dans un contexte politique instable et de volatilité accrue.

Les grandes valeurs de Croissance bénéficient toujours d'une certaine résilience de leurs bénéficiaires mais sont par ailleurs vulnérables aux représailles commerciales et affichent des valorisations encore élevées. Ceci justifie le maintien d'une exposition sur le style Croissance mais sur des pondérations plus limitées.

GRAPHIQUE 4 : RATIO DE PRÉANNONCES DE LA SAISON DE PUBLICATION DES RÉSULTATS DU 1ER TRIMESTRE 2025



Sources : Citi Group, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

La combinaison de craintes de ralentissement de la croissance américaine et d'une défiance naissante des investisseurs à l'égard des actifs américains, tous deux une conséquence de la politique tarifaire agressive et imprévisible de Trump, a fortement pesé sur le dollar pour lequel les possibles freins subsistent voire pourraient s'accroître. Nous avons ainsi décidé de passer de positif à neutre sur le billet vert, notre principale conviction demeurant désormais sur l'or.

USD : LE GRAND PERDANT DE LA POLITIQUE TARIFAIRE

L'année 2025 a été marquée par une forte sous-performance du dollar qui est revenu à ses plus bas niveaux depuis septembre 2024, un moment où les craintes de récession aux États-Unis avaient surgi en raison d'inquiétudes sur l'emploi. Ce déclin du billet vert, notamment depuis l'investiture de Donald Trump courant janvier, résulte d'une combinaison de facteurs défavorables, à la fois cycliques mais aussi plus structurels.

Dans un premier temps, les annonces de plans de dépenses allemands et européens ont fortement soutenu l'EUR/USD qui, alors que les investisseurs envisageaient un retour de la paire à la parité courant janvier, frôle désormais les 1,14, un plus haut depuis début 2022, avant l'invasion de la Russie en Ukraine. Dans un second temps, l'approche agressive, mais surtout extrêmement imprévisible de Donald Trump dans le cadre de la politique tarifaire, les annonces de hausses de droits de douane étant selon les jours démenties, confirmées, implémentées ou annulées, pèse évidemment sur les perspectives de croissance mondiale. Cette stratégie crée une incertitude considérable, particulièrement pour l'économie américaine, affectant les consommateurs et perturbant les décisions d'investissement et d'embauche des entreprises.

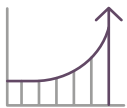
Enfin, le contexte géopolitique qui voit les États-Unis s'opposer au reste du monde, menaçant chaque pays de droits douane souvent exorbitants et aux niveaux difficilement justifiables, amène également les investisseurs à questionner la confiance faite dans les institutions et la gouvernance américaine, réduisant leur attrait pour les actifs américains.

Un tel développement qui se retrouve notamment dans les mouvements des marchés de la mi-avril qui ont mis en lumière une sorte de fuite des investisseurs étrangers des marchés américains avec une baisse simultanée du S&P 500, des bons du Trésor américain et du dollar : des dynamiques généralement plutôt observées sur les marchés émergents.

En effet, historiquement, une hausse des taux américains constitue un facteur positif pour le dollar, en raison du rendement supérieur qu'un tel mouvement implique et de la confiance des investisseurs dans le dollar, notamment en raison de son statut de monnaie de réserve mondiale. Par ailleurs, les investisseurs gardent également en ligne de mire l'idée d'un fameux accord de « Mar-a-Lago », selon lequel Donald Trump cherchera un moment ou un autre à négocier une dévaluation du dollar avec les principaux partenaires commerciaux afin de soutenir la compétitivité des entreprises domestiques américaines. Un sujet qui devrait cependant davantage constituer un développement de moyen terme, un dollar fort étant aussi vu par certains membres de l'administration comme un moyen à court terme de compenser l'effet inflationniste de la hausse des droits de douane.

RETOUR À LA NEUTRALITÉ SUR LE DOLLAR

Dans un contexte où les freins sur le dollar se multiplient, nous avons décidé de passer de positif à neutre sur la devise. En effet, nous considérons le dollar comme un actif de décorrélation pertinent dans nos portefeuilles, notamment dans l'optique de l'émergence de la politique tarifaire de Donald Trump que nous voyions en début d'année comme un facteur de support significatif pour le billet vert, l'imposition de taxes douanières constituant un frein aux importations et une rareté plus prononcée du dollar dans l'économie mondiale.



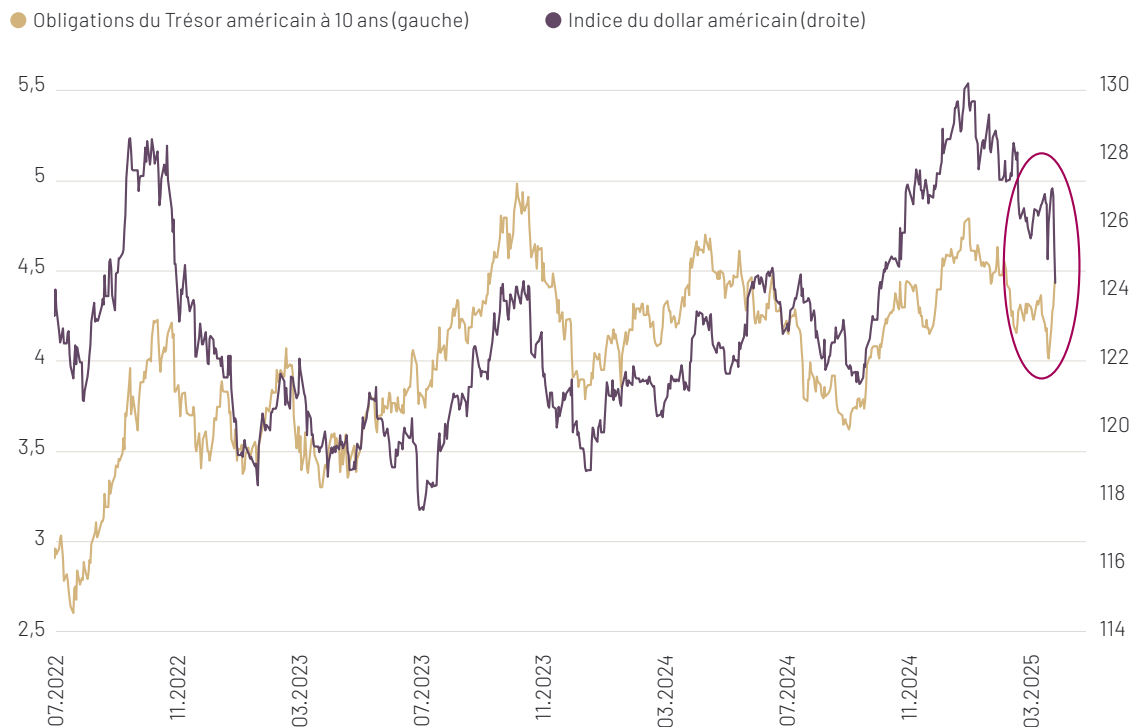
L'EUR/USD
frôle les 1,14, un
PLUS HAUT
DEPUIS DÉBUT
2022



Cependant, la hausse des craintes de récession, principalement américaine, et la défiance naissante sur les actifs en dollars ont pris le dessus sur ce canal dans l'esprit des investisseurs, et la hausse de l'aversion au risque a soutenu les valeurs refuge telles que le yen et le franc suisse, mais également l'euro. À court terme, nous pensons que ce type de dynamique pourrait poursuivre, tant que Donald Trump continue dans sa ligne politique de confrontation et d'annonces imprévisibles et rétractables, pouvant créer davantage d'inquiétudes sur une possible érosion de l'activité économique américaine et de l'attrait des investisseurs pour les actifs américains. Nous restons très attentifs aux évolutions du dollar et notamment au risque d'une dégradation plus prononcée du billet vert, cependant nous pensons également que, comme avancé dans notre [Global Outlook 2025](#), les discussions de dédollarisation apparaissent exagérées tant les alternatives comme actif de réserve, l'euro ou le renminbi semblent pour l'heure peu compétitives face au billet vert, ne serait-ce qu'en termes de proportion actuelle dans les réserves des banques centrales (58 % pour le dollar), de profondeur des marchés financiers mais également de potentiel de croissance et de productivité.

Dans le même temps, si l'économie américaine venait à rentrer en récession, il est probable que les répercussions se fassent sentir dans l'économie mondiale, et que la hausse de l'aversion au risque en découlant verrait le dollar retrouver un certain attrait en tant que valeur refuge globale. Dans cet environnement en forte évolution sur les devises et où les risques économiques mais également géopolitiques demeurent nombreux, notre seule réelle conviction demeure ainsi l'or qui apparaît comme un bénéficiaire évident, tant des craintes de ralentissement économique que de la défiance à l'égard des marchés financiers américains.

GRAPHIQUE 5 : LA BAISSSE DE LA CORRÉLATION USD/UST REFLÈTE L'ÉROSION DE LA CONFIANCE DANS L'USD



Sources : Reuters, Indosuez Wealth Management.



07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : nous ajustons à la baisse nos prévisions de croissance pour les États-Unis à 1,5 % et 1,6 % pour 2025 et 2026 respectivement. Ces révisions reflètent l'augmentation des droits de douane annoncées par Donald Trump et l'incertitude pesant sur l'activité économique américaine. Notre nouvelle hypothèse de base prévoit un taux moyen de droits de douane de 15 %. Pour des raisons similaires, en tenant compte du plan de dépenses allemand, nous révisons la croissance de la zone euro à 0,5 % pour 2025 (inchangé à 1,6 % pour 2026). Enfin, nous visons désormais 4,5 % de croissance pour la Chine en 2025, même si nous estimons que les autorités chinoises ont la capacité de rééquilibrer la croissance via des plans de soutien.
- **Inflation** : l'intégration d'un scénario plus agressif sur les droits de douane nous conduit à réviser à la hausse nos prévisions d'inflation aux États-Unis, avec des taux de 3,4 % et 2,9 % attendus pour 2025 et 2026. Nos estimations pour la zone euro restent stables à 2 % pour 2025 et 2026, influencées par la baisse des prix de l'énergie et la réappréciation récente de l'euro.
- **Banques centrales** : la Fed devrait conserver une approche attentiste au cours des prochains mois en raison des risques inflationnistes induits par les taxes douanières. Mais compte tenu du ralentissement progressif de la croissance, nous continuons d'anticiper deux baisses de taux en fin d'année. En zone euro, la trajectoire de désinflation et les risques pesant sur la croissance offrent davantage de marge de manœuvre à la BCE pour assouplir sa politique monétaire. Nous prévoyons trois baisses de taux supplémentaires en 2025, avec un taux de dépôt à 1,75 % d'ici la fin de l'année.
- **Résultats d'entreprises** : le niveau élevé d'incertitudes économiques entraîne des révisions de bénéfices à la baisse, qui devraient se poursuivre dans les semaines à venir. Nous surveillerons attentivement les prévisions des entreprises lors de la publication des résultats du premier trimestre.

- **Environnement de risque** : comme évoqué précédemment, la volatilité devrait rester élevée dans un contexte politique hautement incertain. Les risques pesant sur la croissance dépendent largement des évolutions à venir en matière de politique tarifaire. Sur les marchés, la difficulté réside également dans la rareté des actifs de couverture pour protéger les portefeuilles, le dollar et la dette souveraine ayant perdu leur statut de valeur refuge à court terme.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

Actions

- Après avoir précédemment révisé à la baisse notre degré de conviction sur les actions, nous adoptons désormais une position neutre par rapport à nos indices de référence, tout en maintenant un niveau élevé de diversification.
- Bien que nous n'anticipions pas de récession aux États-Unis, l'environnement macroéconomique a continué de se dégrader dans un contexte de resserrement des conditions financières. Sur le plan microéconomique, les valorisations aux États-Unis ont certes corrigé mais demeurent toujours autour de leur moyenne historique, alors même que les perspectives bénéficiaires pourraient se révéler moins encourageantes. En d'autres termes les projections de croissance bénéficiaire ne constituent plus un moteur de hausse à court terme, avec des révisions désormais attendues à la baisse sur presque l'ensemble des zones géographiques.
- Sur le plan géographique, nous rehaussons notre conviction sur les actions décotées de la zone euro. Tournées vers la croissance domestique, ces dernières devraient être moins sensibles à la mise en place de droits de douane et présentent des valorisations plus attractives. Les marchés asiatiques restent légèrement surpondérés dans nos allocations. En particulier, les perspectives économiques chinoises s'améliorent avec une stabilisation des attentes de croissance et la priorité donnée par le gouvernement à la consommation. La réduction du risque s'opère via la diminution de notre conviction sur les actions japonaises, qui pourraient se montrer vulnérables face à la remontée du yen à court terme. Enfin, nous conservons à ce stade une vision neutre sur les actions américaines.



REPOSITIONNEMENT
sur les zones
bénéficiant
DE PLANS DE
RELANCE



Obligations

- Nous conservons une approche prudente en matière de duration. À court terme, nous estimons que la dette souveraine, en particulier la dette américaine, n'est plus un actif de diversification et de couverture efficace. Cette perspective est alimentée par l'incertitude entourant la trajectoire fiscale des États-Unis, les risques inflationnistes et des effets techniques défavorables sur le marché des bons du Trésor américain. Par conséquent, nous privilégions les emprunts d'État de la zone euro pour les portefeuilles libellés en euros, ayant davantage confiance en la trajectoire de désinflation de cette région.
- Nous dégradons notre conviction sur le crédit américain, qui pourrait souffrir de la détérioration des conditions financières. Nous maintenons notre préférence pour le crédit européen dont les fondamentaux restent solides. Cette classe d'actifs devrait également continuer à bénéficier de flux supplémentaires en raison des besoins de réinvestissement des investisseurs et d'une potentielle réallocation des fonds monétaires.

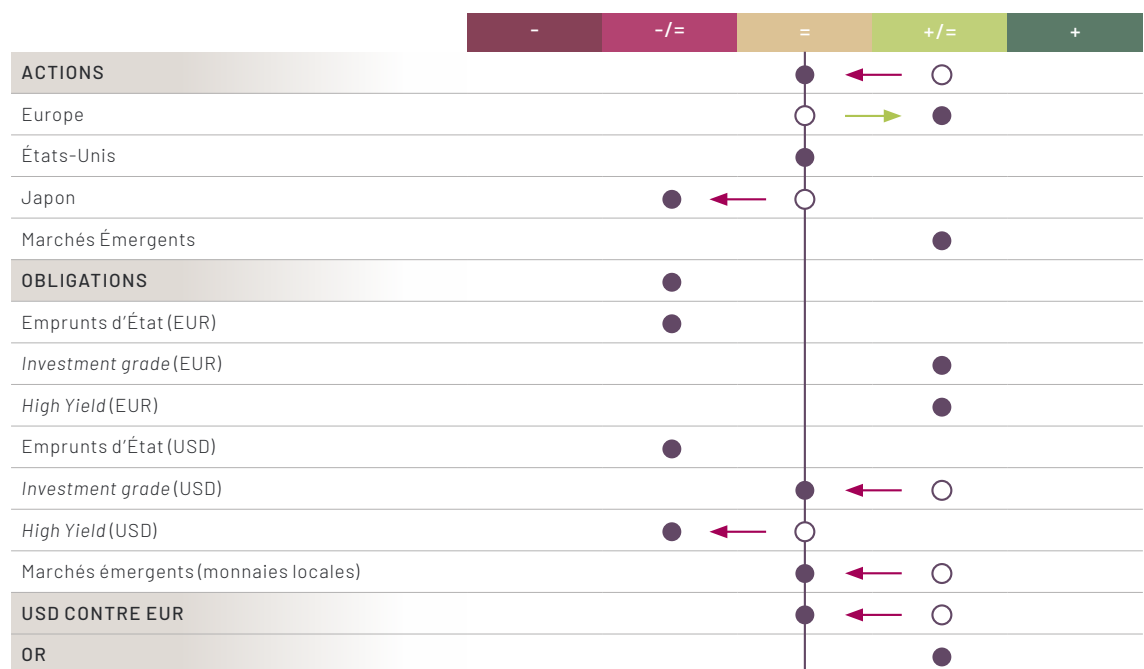
- Enfin, bien que les rendements des dettes émergentes en devises locales restent attractifs, la dégradation du sentiment de marché, la baisse des prix des matières premières et la volatilité des devises émergentes nous conduisent à adopter une attitude plus prudente.

Marché des changes

- Nous révisons à la baisse notre conviction sur le dollar américain face à l'euro. Le billet vert ne joue plus son rôle d'actif décorrélaté en raison du contexte actuel de défiance envers les actifs américains. À moyen terme, nous adoptons une attitude neutre vis-à-vis du dollar, qui reste néanmoins la principale monnaie d'échange pour le commerce international et pourrait retrouver de la vigueur si l'économie mondiale venait à se dégrader significativement.
- Dans ce contexte d'incertitudes, nous restons stratégiquement positifs sur l'or, qui demeure l'un des meilleurs actifs de couverture face aux risques politiques et géopolitiques et bénéficie de l'appétit des banques centrales.

CONVICTIONS CLÉS

○ Mars 2025 ● Avril 2025



Source : Indosuez Wealth Management.



08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 17 AVRIL 2025



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	4,32 %	8,80	-24,41
France 10 ans	3,24 %	-24,10	4,50
Allemagne 10 ans	2,47 %	-31,00	10,50
Espagne 10 ans	3,17 %	-25,50	11,20
Suisse 10 ans	0,40 %	-32,70	7,60
Japon 10 ans	1,31 %	-19,80	22,60

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	38,17	1,44 %	5,77 %
Emprunts d'État en EUR	211,95	1,72 %	1,31 %
Entreprises haut rendement en EUR	230,94	-1,14 %	-0,12 %
Entreprises haut rendement en USD	362,25	-1,54 %	0,19 %
Emprunts d'État américains	324,02	0,51 %	2,70 %
Entreprises émergentes	44,31	-1,84 %	-0,16 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,93	-2,57 %	-0,80 %
GBP/USD	1,33	2,28 %	5,90 %
USD/CHF	0,82	-6,92 %	-9,55 %
EUR/USD	1,14	4,67 %	9,68 %
USD/JPY	142,46	-4,24 %	-9,47 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	29,65	9,85	12,30

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	5 282,70	-6,71 %	-10,18 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	8 275,66	-4,90 %	1,26 %
STOXX Europe 600	506,42	-8,42 %	-0,24 %
Topix	2 530,23	-9,50 %	-9,15 %
MSCI World	3 474,06	-5,94 %	-6,31 %
Shanghai SE Composite	3 772,22	-5,10 %	-4,13 %
MSCI Emerging Markets	1 067,07	-6,45 %	-0,78 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 047,78	-3,82 %	10,54 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	214,83	-2,01 %	5,22 %
MSCI Asia Ex Japan	687,83	-7,30 %	-2,31 %
CAC 40 (France)	7 285,86	-9,99 %	-1,29 %
DAX (Allemagne)	21 205,86	-7,80 %	6,51 %
MIB (Italie)	35 980,43	-8,19 %	5,25 %
IBEX (Espagne)	12 918,00	-2,92 %	11,41 %
SMI (Suisse)	11 660,96	-10,96 %	0,52 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 028,00	-3,26 %	-8,19 %
Or (USD/Oz)	3 316,18	9,02 %	26,36 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	64,68	-5,24 %	-9,82 %
Argent (USD/Oz)	32,47	-3,90 %	11,04 %
Cuivre (USD/Tonne)	9 188,50	-7,53 %	4,80 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	3,25	-18,36 %	-10,68 %

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 2025	FÉVRIER 2025	MARS 2025	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (17 AVRIL 2025)
5,92 %	13,64 %	14,92 %	-2,01 %	10,54 %
4,55 %	8,76 %	8,94 %	-3,82 %	5,22 %
4,02 %	6,78 %	7,38 %	-4,90 %	1,26 %
3,66 %	6,60 %	6,47 %	-5,10 %	-0,24 %
3,52 %	5,71 %	6,06 %	-5,94 %	-0,78 %
3,48 %	5,37 %	5,39 %	-6,45 %	-2,31 %
0,64 %	4,92 %	1,02 %	-6,71 %	-4,13 %
-0,27 %	4,46 %	0,40 %	-7,30 %	-6,31 %
-1,71 %	0,13 %	-0,39 %	-8,42 %	-9,15 %
-3,50 %	-0,63 %	-3,72 %	-9,50 %	-10,18 %

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

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE





AIE : Agence internationale de l'énergie.

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

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

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

BNEF : Bloomberg New Energy Finance.

BPA : Bénéfice par action.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI : le Fonds monétaire international.

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

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

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

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

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

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

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

IRENA : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

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

ISR : Investissement socialement responsable.

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.

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.

Trump Put : Perception des investisseurs selon laquelle la politique économique et les déclarations du président Trump pourraient influencer les marchés actions de manière à en limiter la baisse.

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.



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 853 571 130 euros, maison mère du groupe Indosuez et établissement bancaire de plein exercice agréé pour la fourniture de services d'investissement et l'activité de courtage en assurance, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Paris, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635 (numéro individuel d'identification d'assujetti TVA : FR 075 72 17 16 35) ;
- **au Luxembourg** : la Brochure est distribuée par :
 - CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 415 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
 - Banque Degroof Petercam Luxembourg S.A., dont le siège social est situé 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg, autorisée par et soumise au contrôle prudentiel de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »), 263 route d'Arion, L-2991 Luxembourg, site Internet www.cssf.lu, tél. (+352) 26251-1, et de la Banque Centrale Européenne dans le cadre de leurs compétences respectives.

- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de Espana (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 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).
- la Banque Degroof Petercam SA, située Rue de l'Industrie 44 B-1040 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre des Entreprises sous le numéro 0403 212 172, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA BE 0403 212 172 (RPM Bruxelles) ;

- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, 20121 Milan, Italie, inscrite au Registre des Banques no. 8097, code fiscal et numéro d'enregistrement au Registre du Commerce de Milan, Monza Brianza et Lodi n. 97902220157 ;

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

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

- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1er - 98 000 Monaco, enregistrée 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 ;

- **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- Nayef & 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.

© 2025, CA Indosuez (Switzerland) SA/Tous droits réservés.

Crédits photos: Adobe Stock.

Achévé de rédiger le 17.04.2025.

