



MONTHLY HOUSE VIEW

Août/Septembre 2023

Japon : cette fois-ci, est-ce différent ?

• Table des matières

01•	Éditorial MISSION : IMPOSSIBLE ?	P3
02•	Focus JAPON : CETTE FOIS-CI, EST-CE DIFFÉRENT ?	P4
03•	Macroéconomie LE SPECTACLE DEVRAIT SE POURSUIVRE	P6
04•	Obligations UN INVESTISSEMENT DE LONG TERME	P8
05•	Actions UNE SAISON DE PUBLICATIONS TRÈS ATTENDUE	P10
06•	Devises LE RÉPIT ESTIVAL N'ÉCLIPSE PAS LA TENDANCE DE LONG TERME	P12
07•	Allocation d'actifs SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION	P14
08•	Market Monitor APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	P16
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

3 % est le niveau de l'inflation américaine sur un an en juin. Même si elle est toujours au-dessus de la cible de la Réserve fédérale (Fed) de 2 %, elle est revenue sur les niveaux de mars 2021. La Fed a-t-elle réussi sa mission impossible de dompter la hausse des prix sans faire pour autant sombrer l'économie en récession ?

En remontant agressivement de 5 % ses taux directeurs sur un peu plus d'un an, la Fed a réussi cette première étape, le pic d'inflation qui avait dépassé 9 % mi-2022 est désormais derrière nous. Aujourd'hui la composante énergie contribue négativement sur un an, ce qui explique que l'inflation retraitée des éléments les plus volatils reste encore élevée. La Fed a gagné une bataille mais pas encore la guerre. La bonne nouvelle est que le spectre de la récession s'éloigne ; l'économie américaine crée encore 200 000 emplois par mois. Historiquement, une récession américaine est systématiquement précédée par des créations d'emplois autour de 100 000 les 3 à 6 mois précédant la contraction de l'économie.

Il faut dire que pour sortir de la crise de la COVID-19 et relancer l'économie, les États-Unis avaient mis sur la table 26 % du PIB, soit le double de la zone euro. D'après le Fonds monétaire international (FMI), 80 % de l'inflation post-COVID aux États-Unis était due à la surchauffe de l'économie contre seulement 6 % en Europe. Aujourd'hui il y a convergence entre les deux côtés de l'Atlantique, l'inflation est principalement liée aux prix des services locaux.

Alors que le défi de ce deuxième semestre qui s'ouvre sera pour la Fed et la Banque centrale européenne (BCE) de déterminer un taux pivot maximal probablement autour de 5,5 % et 4 % respectivement, il en va tout autrement pour les pays émergents. Ces pays avaient été les premiers à remonter les taux. Ils sont de nouveau dans cette avance de phase par rapport aux pays développés pour baisser les taux, notamment en Amérique latine et en Europe de l'Est. De plus, en Asie, le spectre de la déflation plane sur la Chine, qui, dans cette économie mondiale au ralenti, exporte moins. L'Empire du milieu vient d'afficher des prix à la sortie des usines en baisse de 5,4 % sur un an au mois de juin. Il est probable que dans ce contexte de croissance mitigée, les autorités chinoises décident de mettre en place des mesures pour soutenir l'activité notamment en baissant les taux.

Nous considérons toujours que l'impact de la hausse des taux de ces derniers mois sera plus long à se diffuser et à se matérialiser dans l'économie mondiale. La raison est que le contrecoup de la COVID-19, qui aura en partie justifié ces hausses, a été accompagné de relances fortes dans beaucoup de pays.

Nous scrutons tous les signaux faibles qui s'accroissent déjà :

- Les difficultés rencontrées par les fonds de pension à la fin 2022 au Royaume-Uni.
- La faillite de la Silicon Valley Bank a fait trembler le marché en mars dernier. Néanmoins, à la vue des premiers résultats des banques américaines pour le deuxième trimestre, cet événement a l'air d'être déjà, lui aussi, derrière nous.
- Enfin, il y a aujourd'hui les entreprises britanniques de services à la collectivité, qui, notamment dans le secteur de l'eau, sont en difficulté car elles ont été très émettrices d'obligations indexées à l'inflation, ce qui entraîne de fortes augmentations du service de la dette dans le contexte actuel. Avec plus de 40 milliards de livres sterling, le marché britannique des obligations indexées à l'inflation émises par des entreprises est le plus gros au monde.

Le point commun entre ces trois événements est la mauvaise anticipation de l'entreprise quant à l'impact d'une remontée brutale de l'inflation et des taux sur la gestion de ses placements ou de son endettement. Il est vrai que nous sortons d'une période de 15 ans de taux bas, voire négatifs.

Ce qui rendra possible la périlleuse mission des banques centrales est l'utilisation des bons outils au bon moment, il en est de même pour l'investisseur concernant son allocation d'actifs. Aujourd'hui, la volatilité de certains marchés comme les actions est très faible et elle ne doit pas faire baisser notre vigilance. Il y a d'importants positionnements contraires sur la dette américaine entre les acteurs spéculatifs qui anticipent une poursuite du mouvement haussier sur les taux tandis que le positionnement institutionnel reflète une vue contraire. Encore une fois, cela nous laisse de belles opportunités à saisir et nous permet d'appréhender au mieux ce nouveau semestre qui s'ouvre.

Excellente lecture.



Lucas MERIC
Investment Strategist



Stavya EPSTEIN
Multi Asset Portfolio Manager

Sur fond de perspectives de croissance encourageantes, d'une économie susceptible de sortir de décennies de déflation, d'un policy-mix accommodant et de réformes structurelles favorables aux investisseurs, le Japon pourrait s'avérer un investissement attractif et diversifiant dans le cadre d'une stratégie d'allocation d'actifs.

MARCHÉS DÉVELOPPÉS : LE JAPON, NOUVELLE TERRE DE CROISSANCE ?

Depuis plusieurs mois, les économistes tentent d'anticiper le timing de la prochaine récession aux États-Unis ou en Europe. Au pays du soleil-levant, ces préoccupations semblent bien lointaines, nos prévisions pointant vers une croissance moyenne du PIB de 1,2 % d'ici à 2024. Fort d'une reprise plus tardive que dans les autres économies développées (les mesures sanitaires ayant été significativement assouplies en mars), le Japon apparaît aujourd'hui, avec la Chine, comme l'autre pari de réouverture. Cette reprise devrait soutenir la demande intérieure et compenser un très probable affaiblissement de la demande extérieure, dans un contexte de ralentissement économique mondial. Le Japon devrait également bénéficier du retour des touristes chinois, qui représentaient un tiers des touristes dans le pays avant la pandémie.

DE LA DÉFLATION À L'INFLATION ?

Contrairement à la plupart des économies, l'essor de l'inflation post-pandémie apparaît davantage comme une bonne nouvelle dans un pays enlisé dans la déflation depuis plusieurs décennies notamment en raison d'un excès d'épargne des entreprises à la suite de son effondrement au début des années 90. À 3,2 % en glissement annuel (GA), l'inflation totale décélère grâce à la baisse des prix de l'énergie. Cependant, l'inflation sous-jacente (hors énergie et produits alimentaires frais) a accéléré pour atteindre 4,3 % en glissement annuel en mai, son niveau le plus élevé depuis 1981. Au-delà de ce niveau record, la question est de savoir si l'inflation peut se maintenir au Japon. Pour ce faire, l'établissement de boucles prix-salaires semble être le facteur déterminant dans la mise en place d'une dynamique de demande intérieure durable et endogène.

À cet égard, l'étroitesse du marché du travail (un taux de chômage à 2,6 %) et la dynamique des salaires (les négociations « Shunto » de printemps ont abouti à une hausse des salaires de 3,8 %, la plus importante depuis 1993) vont clairement dans ce sens.

En parallèle, le gouvernement a réaffirmé son intention de poursuivre la stratégie Abenomics¹, qui implique des politiques monétaires et budgétaires accommodantes, ainsi qu'une stratégie de croissance visant à stimuler l'investissement du secteur privé. L'enquête Tankan de juin auprès des grandes entreprises a révélé une révision à la hausse de 5,4 % des plans de dépenses d'investissement, avec une croissance de 13,4 % en 2023.

Même si les effets de base vont entraîner un ralentissement de l'inflation sous-jacente au fil du temps, l'accroissement des dépenses d'investissement et l'établissement de boucles prix-salaires devraient peser sur l'excès d'épargne et limiter ainsi les forces déflationnistes structurelles, permettant à l'inflation de s'établir autour de l'objectif de 2 % de la Banque du Japon.

LE PARADIS PERDU DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Nous ne voyons pas la posture accommodante de la Banque du Japon changer pour le moment. Selon nous, le risque dans ce scénario serait que la Fed se montre plus agressive qu'attendu, obligeant la Banque du Japon à réagir pour éviter l'effondrement du yen. D'autant plus qu'avec la parité EUR/JPY à son plus haut niveau depuis 15 ans, le yen — qui a fortement souffert de l'élargissement des différentiels de taux d'intérêt avec les autres économies développées — s'approche des niveaux qui ont poussé la Banque du Japon à intervenir sur le marché des changes ces dernières années pour soutenir sa monnaie.



INFLATION
SOUS-JACENTE :
+4,3 %
en GA en mai
(plus haut niveau
depuis 1981)

1 - Mesures introduites par Shinzo Abe à partir de 2013 visant à sortir le pays de la déflation.

ACTIONS JAPONAISES : EST-CE DIFFÉRENT CETTE FOIS ?

Dans un contexte de croissance encourageante et de politiques accommodantes, le Japon semble constituer un investissement particulièrement intéressant. Cependant, les actions japonaises ont progressé de 13,5 % (Nikkei 225 en EUR) depuis le début de l'année et, historiquement, le Japon reste un marché qui s'envole souvent vite et fort, sans nécessairement trouver un second souffle.

Néanmoins, deux thèmes structurels devraient soutenir la performance à long terme des actions japonaises :

- La fin d'un environnement déflationniste permettrait aux entreprises japonaises de bénéficier d'un pouvoir de fixation des prix plus important, ce qui devrait s'inscrire en faveur de la croissance des bénéfices à moyen terme. Rappelons que l'inflation est un facteur de soutien des marges des entreprises, et donc des actions.
- La Bourse de Tokyo (TSE) a lancé une réforme visant à favoriser le rendement à l'actionnaire. Cette réforme commence déjà à porter ses fruits : le volume des rachats d'actions annoncés au premier trimestre 2023 a atteint son niveau le plus élevé depuis plus de deux décennies (graphique 1). L'augmentation des taux de dividende devrait rendre les actions japonaises plus attrayantes, en particulier pour les investisseurs nationaux, à un moment où le Japon est le seul grand marché où le rendement du marché actions est supérieur à celui des obligations d'État. Un rendement qui devrait être d'autant plus attractif si les rachats d'actions se poursuivent.

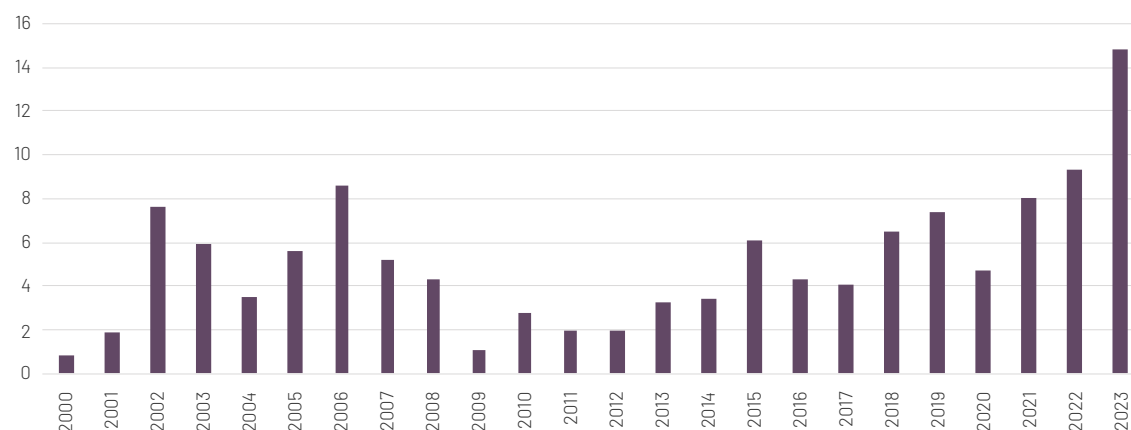
UN CAS D'INVESTISSEMENT INTÉRESSANT

Outre ces facteurs structurels, un certain nombre de signaux semblent aujourd'hui demeurer positifs pour le marché japonais :

- Les bénéfices d'entreprises sont résilients supportés par la demande domestique et l'inflation. Les révisions des bénéfices sont à la hausse, avec, pour le Topix, une croissance des bénéfices attendue à 7,3 % en 2023 et à 8,8 % en 2024.
- En relatif, le ratio cours/actif net² des actions japonaises par rapport aux actions mondiales est très largement inférieur à sa médiane historique, avec un ratio cours/bénéfice toujours intéressant à 13,6x. La réforme du TSE devrait entraîner une expansion des multiples du marché actions japonais.
- La sous-pondération des actions japonaises chez les investisseurs mondiaux a atteint des niveaux historiques l'année dernière. Toutefois, les dernières enquêtes auprès des investisseurs ont fait état d'une inversion de cette dynamique au cours des derniers mois, avec un regain d'intérêt et un retour des flux vers le marché japonais.
- Le biais plus défensif des actions japonaises apporte une diversification attrayante dans une allocation d'actifs.

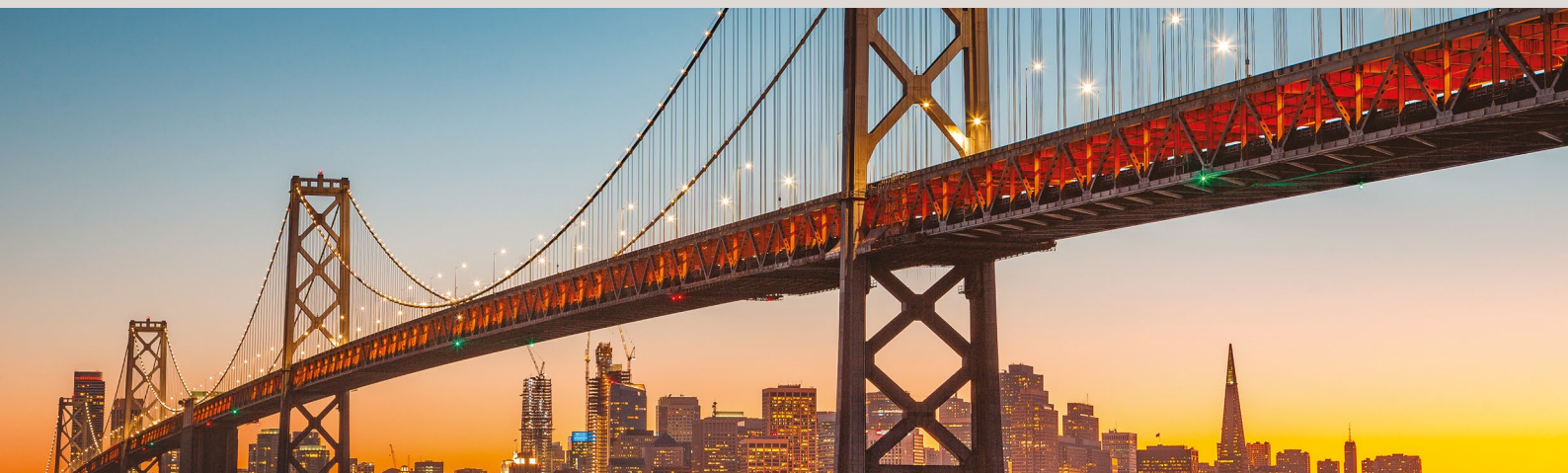
La profondeur du marché japonais nécessite une approche sélective afin de bénéficier des perspectives de revalorisation des valeurs domestiques et de qualité. La dispersion de marché suggère que les meilleures opportunités résident dans les secteurs n'ayant pas encore bénéficié de la hausse du marché et qui présentent de bons fondamentaux.

GRAPHIQUE 1 : RACHATS D'ACTIONNÉS AU T1 2023 (1 000 MILLIARDS, JPY)



Sources : JP Morgan, Indosuez Wealth Management.

2 - Le ratio cours/actif net mesure le cours d'une action par rapport à la valeur comptable d'une entreprise. Lorsque le ratio est excessivement élevé, cela peut indiquer que les actions d'une société sont surévaluées, en particulier lorsque le ratio est élevé par rapport au même calcul pour d'autres sociétés du même secteur.



Lucas MERIC
Investment Strategist



Alexandre DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Nous avons revu à la hausse notre prévision de croissance des États-Unis pour 2023 en raison d'une économie américaine qui ne cesse de s'illustrer par sa résilience. En Chine, la faiblesse de la demande pèse sur l'inflation et appelle à davantage de stimulus économique des autorités chinoises tandis qu'en Europe la croissance devrait rester stable dans un contexte de productivité faible.

ÉTATS-UNIS : L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE CONTINUE DE DÉFIER LA GRAVITÉ

D'abord estimée à 1,1 % en glissement trimestriel annualisé en avril, la croissance du PIB au premier trimestre 2023 a été révisée à 2 %, symbole d'une économie américaine qui continue de réserver son lot de surprises positives. Cette dynamique devrait se poursuivre si l'on en croit l'estimation du PIB en temps réel de la Réserve fédérale (Fed) à 2,4 % en glissement trimestriel annualisé au deuxième trimestre 2023. Cependant, nous continuons de penser que la croissance américaine devrait connaître une contraction modérée au deuxième semestre. La dynamique de la consommation ralentit indéniablement (les ventes au détail ont décéléré à 1,5 % en glissement annuel en juin), l'épargne excédentaire des ménages continue de diminuer sachant que les taux sur les cartes de crédit s'établissent au-delà des 20 % actuellement, l'impact de la hausse des taux hypothécaires se fait peu à peu ressentir sur l'économie tandis que l'annulation du *moratorium* sur la dette étudiante devrait peser sur la consommation. Cela dit, nous ne voyons pas la consommation américaine s'effondrer pour

autant et nous avons même revu à la hausse nos prévisions de croissance pour la deuxième partie de l'année. En effet, le marché du travail demeure résilient avec des créations d'emplois qui restent soutenues tandis que le processus de désinflation devrait supporter le pouvoir d'achat des ménages américains. Ces derniers bénéficient également d'effets de richesse positifs, en raison de la performance des marchés actions américains depuis le début de l'année. Dans l'ensemble, une consommation plus résiliente que ce que nous anticipions précédemment pour le T3/T4 nous amène à revoir notre prévision de croissance pour 2023 à 1,5 % (tableau 1, page 7). Cependant, nous voyons un rebond plus faible au T1 2024 comparé à nos attentes du mois dernier. L'inflation totale a continué de décélérer en juin (3 % versus 4 % en mai) en raison d'importants effets de base sur l'énergie qui devraient commencer à s'estomper après l'été. Toutefois, dans la foulée nous pensons que les composantes alimentation et logement prendront le relai et supporter le mouvement de désinflation. Du côté de la politique monétaire, nous pensons que la Fed devrait procéder à une dernière hausse de taux avant d'entamer un plateau de taux élevés pendant plusieurs trimestres.



Nous revoyons
notre prévision
de croissance
américaine
pour **2023**
à **1,5 %**
(+40 pb)

CHINE : L'APPEL DU STIMULUS

La décevante reprise chinoise des derniers mois s'est matérialisée dans la croissance du deuxième trimestre qui s'est établie à 6,3 % en glissement annuel (en deçà des attentes de 7,3 %). Les ventes au détail en juin ont continué de décélérer à 3,1 % en glissement annuel (contre 12,7 % le mois précédent). En effet, la confiance du consommateur chinois reste fortement dégradée notamment en raison de la faiblesse actuelle du secteur immobilier (l'investissement dans l'immobilier s'est contracté de 20,6 % en glissement annuel en juin) et l'emploi des jeunes (le taux de chômage pour les 18-24 ans s'établit à 21,3 %) qui ne montre pas d'amélioration avec un risque que cette situation se propage au reste de la population active. Dans le même temps, le ralentissement économique mondial continue de peser sur les exportations chinoises ayant baissé de 12,4 % en glissement annuel en juin malgré la faiblesse actuelle du yuan. Comme un symbole de la faiblesse de la demande, l'économie chinoise flirte avec la déflation et l'inflation à 0 % en glissement annuel en juin. Dans ce contexte, les risques sur notre prévision de croissance de 5,6 % en 2023 apparaissent désormais orientés à la baisse tandis que la faible dynamique des dernières semaines confirme la nécessité pour les autorités chinoises de procéder à davantage d'assouplissement des politiques économiques. La banque populaire de Chine a déjà commencé à baisser en glissement annuel plusieurs taux directeurs de court et moyen terme au début de l'été.

ZONE EURO : LA FAIBLE PRODUCTIVITÉ EN LIGNE DE MIRE

En Europe, la consommation a été moins vigoureuse qu'outre-Atlantique depuis un an, cependant cette dynamique devrait s'inverser d'ici la fin de l'année. En effet, nous pensons toujours qu'il existe une certaine demande refoulée sur le front du tourisme pour les économies orientées services et le pouvoir d'achat des consommateurs européens devrait également bénéficier de la désinflation en cours sur les biens et l'alimentation. La composante services qui explique encore 40 % de l'inflation totale devrait commencer à perdre du terrain après l'été notamment en raison d'importants effets de base sur l'inflation liée au transport en Allemagne. Cependant, bien que les perspectives d'inflation puissent s'améliorer à court terme, la question des salaires reste centrale pour la BCE qui anticipe une hausse de 14 % des salaires d'ici fin 2025. Les coûts du travail ont certes montré des signes d'amélioration en décélérant à 5 % au premier trimestre 2023, mais la source d'inquiétude repose surtout sur une plus faible croissance de la productivité qu'anticipé qui implique en définitive des coûts du travail unitaire plus élevés et davantage de pressions inflationnistes. Ajouté à cela le fait que la BCE ait commencé avec du retard son cycle de resserrement par rapport aux autres grandes banques centrales, nous tablons sur encore deux hausses de taux en Europe qui nous mèneraient à un taux terminal de 4 %.

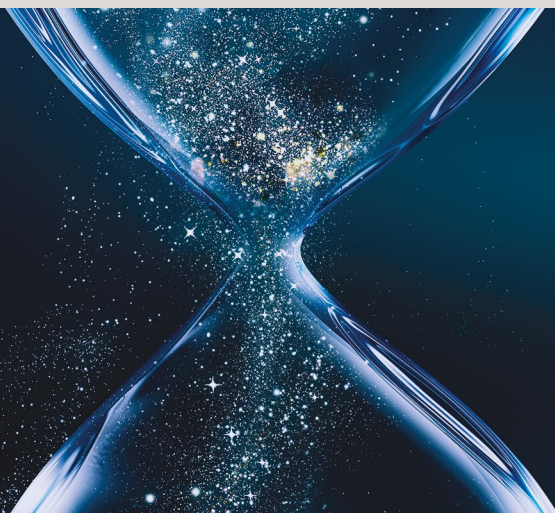
TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2023-2024, %

● Révisions à la baisse depuis le mois dernier

● Révisions à la hausse

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

Source : Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Avec la contribution
de l'équipe Obligations

La fin de l'abondance de monnaie ne signifie pas pour autant la fin de l'activité obligataire. Les annonces récentes aux États-Unis de méga-fusions, ou les besoins de financement de l'ensemble des états augurent d'une activité accrue sur les marchés obligataires dans les trimestres à venir.

STRATÉGIES DE PORTAGE

Les stratégies d'investissement dites de portage ont permis aux investisseurs particuliers de s'intéresser à nouveau depuis quelques mois aux marchés obligataires. Ces derniers, considérés comme techniques en Europe, semblaient réservés à des investisseurs institutionnels, ou avertis. En réalité les particuliers investissaient sans le savoir dans des obligations via différents canaux : assurance vie en France, fonds de pension, épargne salariale. La hausse des taux de l'année 2022 a eu pour effet de restaurer l'attractivité de cet investissement, tout en gardant présent à l'esprit que le rendement ne sera délivré qu'au remboursement de toutes les obligations et donc en fin de vie du portefeuille. Entre-temps, la valorisation de ce dernier évoluera quotidiennement au gré des variations de marché.

BANQUES CENTRALES

Au cours des semaines passées, le taux 2 ans américain a franchi le rendement symbolique de 5 %, pour la première fois depuis la crise des banques régionales américaines en mars de cette année. Il faut ensuite remonter à juin 2007 pour

retrouver ce niveau. Les chiffres d'emploi, supérieurs aux attentes, ont dans un premier temps poussé les taux à la hausse, avant que la bonne surprise sur l'inflation ne les infléchisse à la baisse : il s'agit d'un signal attendu depuis longtemps par les investisseurs, leur permettant d'anticiper la fin du cycle de hausse des taux de la Fed. Ce chiffre d'inflation a déclenché un rallye sur l'ensemble des classes d'actifs. Toujours dans l'anticipation d'une récession qui ne se matérialise pas, les marchés de taux à court terme continuent d'intégrer des baisses de taux agressives de la Fed, dès le début de l'année 2024. Nous ne cautionnons pas ce scénario, pour les raisons suivantes : concernant l'inflation, la bonne tenue du marché de l'immobilier freine une baisse rapide de l'inflation « cœur », le ralentissement économique qui est déjà ressenti est largement anticipé et ne devrait pas perdurer, enfin les officiels de la Fed attendent clairement une hausse du chômage avant d'envisager d'assouplir leur politique monétaire. Nous conservons un scénario dans lequel la hausse des taux touche à sa fin, et la Fed conservera ses taux directeurs sur un plateau élevé aussi longtemps que la normalisation post-COVID de toutes les composantes de l'économie le nécessitera.



BANQUES US :
les déposants
demandent
des taux
plus élevés !

En zone euro, la récession s'est déjà installée, certes faible mais l'économie allemande tire vers le bas l'ensemble de la zone, tandis que l'Espagne ne suffit pas à elle seule à contrebalancer les déboires des autres pays. L'inflation reste trop élevée dans l'ensemble pour stopper la BCE : si la banque centrale se rapproche également de son point haut en termes de taux d'intérêt, elle s'attelle désormais à retirer les liquidités massives injectées pendant la pandémie. Des 4 000 milliards d'euros de réserves excédentaires en circulation, on estime à 800 milliards d'euros les retraits de liquidités en quelques mois, notamment par le remboursement des TLTRO³ accordés aux banques.

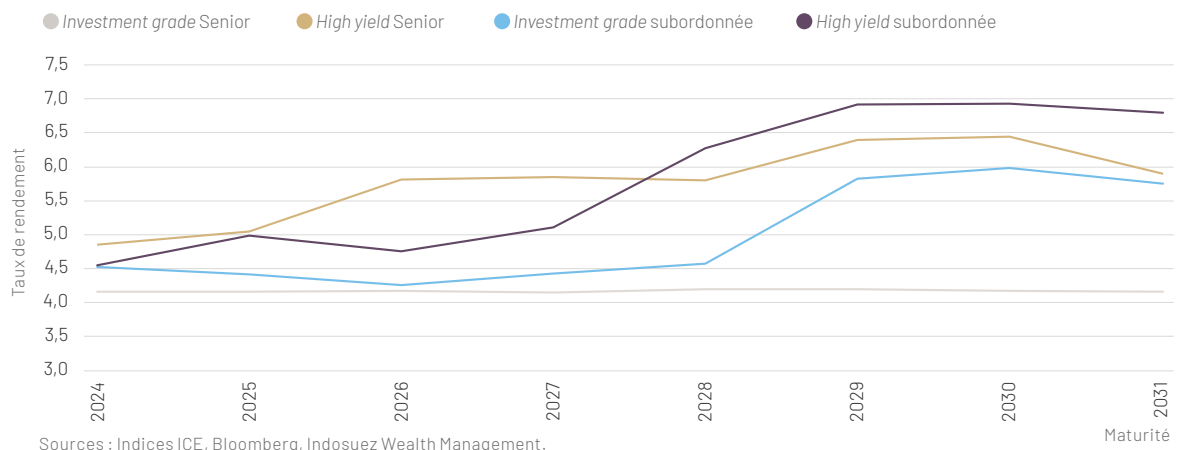
Au Royaume-Uni, la longue bataille de la Banque d'Angleterre commence enfin à porter ses fruits : pour la première fois depuis de longs trimestres, l'inflation publiée est très en deçà des anticipations. Le gouverneur Andrew Bailey ne devrait pas crier victoire trop rapidement et encore procéder à des hausses de taux, sans pour autant atteindre les 6,5 % anticipés par les marchés encore récemment.

Quels sont les risques à l'embellie récente des marchés obligataires ? À la différence de l'année 2022, les investisseurs bénéficient désormais d'un portage qui les protège sur le moyen terme. Le principal risque économique réside dans une accélération non anticipée de l'économie américaine, laissant présager une inflation persistante en conséquence des gains de pouvoir d'achat si les tensions sur le marché du travail subsistent. La résilience du marché de l'immobilier par exemple interroge.

CRÉDIT

Sur le marché du crédit, les risques spécifiques progressent en Europe et aux États-Unis. Tant sur la dette de qualité que sur le haut rendement, la moindre nouvelle négative a un impact parfois très important sur les primes de risque. La liste des émetteurs sur lesquels les investisseurs coupent leurs positions suite à des avertissements sur les profits, des sujets de gouvernance, ou des besoins de recapitalisation ne cesse de s'allonger. Cependant, cette augmentation du risque idiosyncratique ne se diffuse pas à l'ensemble du marché. Les indices ne reflètent pas ce bruit sous-jacent. Mais les portefeuilles, par construction plus concentrés, subissent une volatilité accrue. Le portage décrit en introduction conserve tout son attrait pour les investisseurs. Le marché du haut rendement reste peu attractif en raison de sa cherté relative. Le mur de refinancement qui effraie certains investisseurs a été repoussé ces dernières années par des émetteurs opportunistes qui ont profité des taux bas pour augmenter la maturité de leur dette. À contrario, d'autres sociétés n'ont plus accès au refinancement via les marchés, en raison de taux punitifs, conséquence d'une santé financière dégradée. Il n'est pas certain que les taux de défaut progressent significativement, en revanche les taux de recouvrement devraient baisser : des entreprises qui auraient dû disparaître ont bénéficié d'un sursis grâce aux conditions de financement favorables, ce qui a affaibli leur bilan. Mécaniquement, les primes de risque sur le haut rendement doivent tenir compte de ce nouvel environnement (graphique 2).

GRAPHIQUE 2: RENDEMENT DES INDICES CRÉDIT PAR ANNÉE ET PAR SEGMENT DE MARCHÉ, EUR



3 - Opérations de refinancement à plus long terme ciblées.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Avec la contribution
de l'équipe Actions

Les marchés actions ont continué leur ascension, tirés par la décélération globale de l'inflation, plus forte qu'attendu, et par des révisions bénéficiaires qui s'améliorent aux États-Unis notamment. Le scénario d'un atterrissage en douceur se renforce au sein de la sphère financière, expliquant aussi ce regain d'appétit pour le risque qui se poursuit. La saison de publications des résultats qui débute mi-juillet confirmera-t-elle la résilience de l'économie ?

RÉVISIONS BÉNÉFICIAIRES

La saison de publications pour le deuxième trimestre 2023 a débuté mi-juillet. Le consensus attend une baisse des bénéfices pour le S&P 500 autour de -7,2 %. Si tel était le cas, il s'agirait de la plus forte baisse des bénéfices enregistrée par l'indice depuis le deuxième trimestre 2020 (-31,6 %). Pour autant, depuis le mois de mai et contrairement aux principaux indices mondiaux, les révisions bénéficiaires à 12 mois aux États-Unis sont orientées à la hausse. Enfin, nous regardons comme à l'accoutumée, le ratio négatif/positif de préannonces des entreprises avant le début de la saison des résultats, et il est intéressant de noter que les sociétés sont plutôt confiantes quant à leur capacité à délivrer des résultats conformes aux attentes du marché (graphique 3).

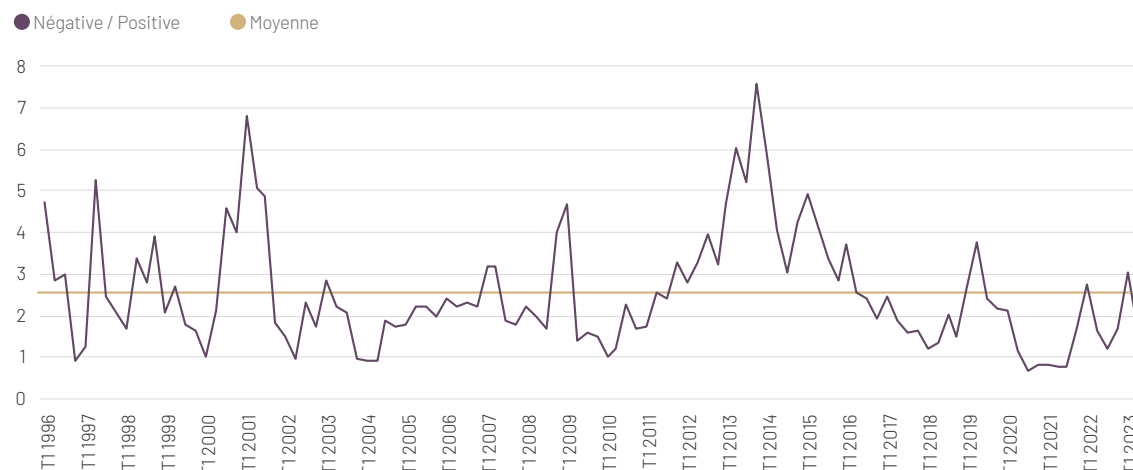
ÉTATS-UNIS

Depuis que le S&P 500 a franchi sa résistance des 4 200 points, l'indice poursuit sa hausse. À noter que ce ne sont plus uniquement les « 7 Fantastiques⁴ » et l'Intelligence Artificielle (IA) qui expliquent la quasi-totalité de la hausse car, dernièrement, même les petites et moyennes capitalisations ont très bien performé à l'instar du Russell 2000. Les investisseurs semblent rassurés quant à la poursuite des dépenses budgétaires (notamment en ce qui concerne l'Inflation Reduction Act⁵ remis en question lors du débat sur le plafond de la dette). Le marché a également été surpris positivement par des chiffres macroéconomiques solides couplés à une baisse plus forte qu'attendu de l'inflation. Enfin, les récentes nouvelles positives sur des dossiers de méga-fusions⁶ en cours ont contribué à un renchérissement des valorisations.



RÉVISIONS
BÉNÉFICIAIRES
à 12 mois aux US
ORIENTÉES
À LA HAUSSE

GRAPHIQUE 3 : RATIO DE PRÉANNONCES DU S&P 500 (NÉGATIF SUR POSITIF)



Note : Le ratio négatif/positif des préannonces reste inférieur à la moyenne long terme. Cela laisse supposer que la plupart des entreprises sont confiantes sur leur capacité à publier des résultats au-dessus de leurs estimations.

Sources : Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

4 - Alphabet, Apple, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla.

5 - Signée en 2022, cette loi vise à freiner l'inflation en réduisant le déficit budgétaire américain, en diminuant les coûts des soins de santé et en investissant dans la production d'énergie domestique.

6 - Offre d'achat de Microsoft sur Activision Blizzard et de Broadcom sur VMware.



EUROPE

Malgré quelques prises de bénéfices sur les actions européennes, la zone euro continue d'être attractive, notamment en termes de valorisations, et se négocie avec une décote record par rapport aux États-Unis. Outre la décélération de l'inflation qui se poursuit aussi en Europe, on observe une nette progression des liquidités disponibles des ménages, notamment grâce à la baisse des prix des matières premières et une très faible utilisation de l'épargne, qui devraient probablement soutenir la consommation au cours des prochains mois.

Enfin, après que la Banque centrale chinoise ait ouvert la voie vers une nouvelle ère d'assouplissement afin de soutenir une économie plus faible qu'attendu post-COVID, les dernières données macroéconomiques décevantes laissent penser que le gouvernement chinois pourrait annoncer de nouvelles mesures de relance ; ce qui devrait également bénéficier à de nombreuses entreprises exportatrices européennes.

MARCHÉS ÉMERGENTS

Le sentiment des investisseurs demeure toujours négatif à l'égard de la Chine, les tensions politiques avec les États-Unis représentant une menace. En revanche les récentes visites de hauts fonctionnaires américains sont encourageantes. Les mesures de relance prises par le gouvernement pourraient constituer un autre élément positif, tandis que le moral des consommateurs chinois reste un facteur important à surveiller.

L'Asie, hors-Chine, semble attrayante à l'heure actuelle : la diminution des risques aux États-Unis (notamment sur l'inflation) et l'affaiblissement du dollar américain devraient être positifs pour les marchés asiatiques. Les leaders technologiques de Taïwan et de la Corée du Sud sont essentiels à la chaîne d'approvisionnement et à l'innovation en matière d'IA au niveau mondial. En outre, la demande intérieure et les infrastructures en Inde semblent être des thèmes attrayants, de même que l'expansion de la classe moyenne et la jeune population de l'ASEAN⁷. Les secteurs domestiques en Indonésie et à Singapour sont aussi particulièrement intéressants. Relativement aux autres grands marchés, l'Asie reste une zone de croissance économique plus élevée avec des valorisations décotées.

STYLE D'INVESTISSEMENT

Nous restons constructifs sur le style croissance et continuons d'augmenter progressivement notre exposition. Les meilleures perspectives macro-économiques couplées à l'engouement autour de l'IA continuent d'alimenter le rallye autour des valeurs de croissance américaines, à l'image du Nasdaq qui affiche une performance de +43 %⁸ depuis le début de l'année. De son côté, le style *Value* a repris un peu de couleur grâce au rebond des taux longs, qui est traditionnellement un catalyseur positif pour le segment. En outre, la *Value* reste historiquement très bon marché, tant en valeur absolue qu'en relatif à d'autres styles.

7 - ASEAN : Association des nations de l'Asie du Sud-Est.
8 - Performance en USD au 14.07.2023.

LE RÉPIT ESTIVAL N'ÉCLIPSE PAS LA TENDANCE DE LONG TERME



Maxime GARCIA
Investment Strategist

Le dollar pourrait reprendre des couleurs cet été bien que la tendance sous-jacente reste orientée à la baisse. L'euro surchauffe et menace de corriger légèrement mais le décalage du cycle monétaire avec les États-Unis offrira un soutien dans les mois à venir. Le franc suisse, le yen et l'or continuent d'être des valeurs refuges attrayantes dans un environnement incertain, toutefois leurs mouvements futurs seront largement dépendants des décisions des banques centrales.

USD

Facteurs techniques et dé-dollarisation

L'indice du dollar (DXY Index) est repassé en dessous de la barre des 100 et se tient proche de son niveau observé avant le début du resserrement monétaire de la Fed. En effet, avec les derniers chiffres de l'inflation et de l'emploi non agricole sortis en dessous du consensus, les investisseurs s'attendent à une Fed moins restrictive relativement aux autres banques centrales des pays développés. De plus, l'assouplissement des conditions financières aux États-Unis s'est accompagné d'un regain d'appétit pour le risque sur les marchés. Ces deux facteurs combinés ont entraîné une baisse de 3 % du DXY depuis début juillet. À court terme, le risque de baisse reste cependant limité en raison de facteurs techniques plus favorables au dollar. Le billet vert pourrait reprendre des couleurs en cas de détérioration du sentiment de risque, ou d'une économie américaine toujours plus résiliente. En revanche, à long terme la tendance baissière du dollar est intacte et le mouvement entamé de dé-dollarisation agit comme un fardeau sur la devise.

EUR

Rattrapage monétaire favorable

L'euro s'est fortement apprécié face au dollar, gagnant 3 % depuis le début du mois, soutenu par l'évolution favorable du différentiel de taux courts entre l'Europe et les États-Unis alors que dégradation du *momentum* macroéconomique de la zone euro n'a pas eu d'impact négatif. Au niveau actuel, soit au-dessous de 1,12, la cotation avant l'émergence du conflit en Ukraine, nous préférons rester prudents sur la paire EUR/USD à court terme. La monnaie unique reste la devise la plus surachetée du G10 et le taux de change effectif nominal de l'euro a récemment atteint un niveau record. L'EUR/USD est vulnérable à un retour de la corrélation entre performance des devises et *momentum* macro, et pourrait renouer avec les 1,10. Notre vue à long terme reste cependant positive en raison du décalage dans le cycle de resserrement qui devrait continuer d'agir favorablement sur le différentiel de taux transatlantique (graphique 4, page 13), et d'un dollar affaibli par la dynamique de diversification des réserves de changes.



Mouvement de DÉ-
DOLLARISATION
agit comme
UN FARDEAU SUR
LE DOLLAR

CHF

Moins de soutien à venir du côté de la BNS

Le CHF s'est apprécié de 4 % depuis le début du mois face à l'USD, un mouvement sous-tendu par la nouvelle hausse de taux de 25 points de base de la Banque nationale Suisse (BNS) pour établir son taux directeur à 1,75 %.

Avec un USD/CHF à 0,85, le plus bas depuis 2015, le risque de baisse est maintenant limité et nous adoptons une vue plus prudente à court terme sur le franc suisse face au dollar. Pour cause, l'inflation Suisse a ralenti à 1,7 % en juin, et la BNS a revu à la baisse ses anticipations d'inflation qui selon elle devrait rester autour de la cible de 2 % pour 2023 et 2024. Nous notons également que l'inflation importée a été nulle ce mois-ci, preuve que le franc suisse s'est suffisamment apprécié pour éviter un surenchérissement des importations. Pour ces raisons, l'incitation de la BNS à poursuivre ses hausses de taux devrait à présent s'estomper. Nous nous attendons à ce que le franc suisse continue de se traiter dans une fourchette entre 0,85 - 0,86 pour l'USD/CHF et 0,95-1,00 pour l'EUR/CHF. À long terme, nous maintenons notre vue positive sur le CHF, son statut de valeur refuge restant intéressant pour une protection contre le risque macroéconomique.

JPY

Toujours en attente

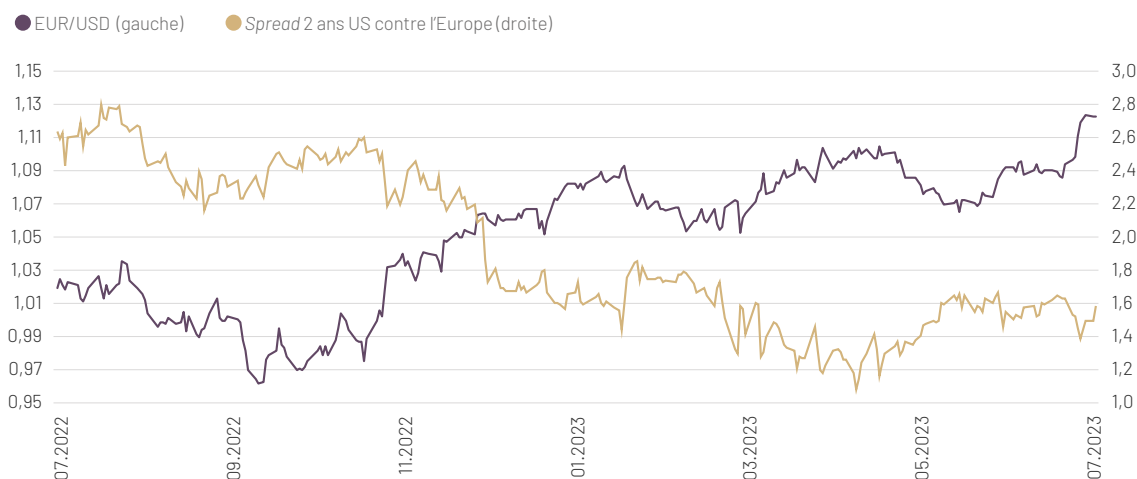
Le yen s'est repris ce mois-ci face au dollar, signant une hausse de 4 %, induite par une accélération des interventions verbales du ministère des finances qui ont été suivies par des dénouements d'opérations de portage financées en yen. Nous restons cependant prudents à court terme puisque le différentiel de taux (défavorable au yen tant que la Banque du Japon conserve sa politique monétaire accommodante) reste le principal facteur de performance du yen. Seul un changement de politique monétaire pourrait pousser l'USD/JPY à retrouver les 130. À court terme, nous ne voyons pas de changement de politique monétaire significatif. En outre, le statut de valeur refuge de la devise reste intéressant dans l'environnement actuel.

OR

Diversification des réserves de changes et cycle monétaire

L'or a gagné 2 % depuis le début du mois mais reste en-dessous de son pic de 2023 qui culmine à 2 050 USD/once. À court terme, nous voyons peu de potentiel de hausse, le métal jaune étant toujours affecté par le manque de visibilité sur les cycles de resserrement monétaire tandis que la demande des investisseurs est en baisse comme en témoigne les flux sortants sur les ETF Or. Nous restons cependant positifs à long terme, la demande des banques centrales pour des questions de diversification des réserves de changes et le statut de valeur refuge de l'or restant les facteurs principaux de soutien.

GRAPHIQUE 4 : LE DIFFÉRENTIEL DE TAUX US CONTRE L'EUROPE DEVRAIT CONTINUER À SOUTENIR L'EURO



Sources : Datastream, 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



CROISSANCE PLUS RÉILIENTE qu'attendu aux États-Unis

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance:** maintien d'un scénario de croissance mondiale en ralentissement mais révisée légèrement à la hausse pour cette année (environ 3 %) en raison d'une résilience plus importante qu'anticipée de l'économie américaine. Croissance modeste en Europe expliquée en partie par la faiblesse du consommateur européen conjuguée à de faibles gains de productivité. Les pays émergents dans leur globalité demeurent la locomotive de la croissance mondiale en 2023 et 2024, bien que nous estimons que le risque sur l'activité économique en Chine est désormais orienté à la baisse pour l'année prochaine.
- **Inflation :** la levée des contraintes sur l'offre dans certains secteurs et les effets de base favorables sur les prix de l'énergie continuent d'alimenter un processus de désinflation dans les économies avancées à court terme. La disparition progressive de ces facteurs techniques après l'été et la poursuite des hausses de salaires, notamment en Europe, devraient néanmoins maintenir l'inflation à des niveaux supérieurs aux cibles des banques centrales. Nous conservons notre scénario en forme de « racine carrée » de la trajectoire d'inflation.
- **Banques centrales :** la Fed et la BCE approchent de la fin de leur cycle de hausse de taux avec encore une et deux hausses attendues respectivement. Nous estimons que les taux d'intérêt connaîtront ensuite un plateau à minima jusqu'au premier semestre de l'année prochaine. La réduction des bilans poursuit son cours avec une potentielle accélération du rythme du resserrement quantitatif en zone euro.
- **Résultats d'entreprises :** les attentes du marché pour la saison des résultats du deuxième trimestre nous semblent conservatrices mais nous surveillerons la dynamique des révisions bénéficiaires, notamment en Europe où le *momentum* s'est essoufflé tandis que les niveaux de marge pourraient commencer à se retourner progressivement avec les hausses des coûts unitaires et la désinflation.

- **Environnement de risque :** la volatilité des marchés actions continue d'évoluer sur des points bas mais la vigilance reste de mise dans un contexte marqué par l'incertitude toujours élevée quant à l'évolution des politiques monétaires et compte tenu d'un nombre important de facteurs de risques exogènes.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

Actions

- La levée d'un certain nombre de facteurs de risques macroéconomiques combinée à de meilleures perspectives de croissance outre-Atlantique, soutient les marchés actions, raison pour laquelle nous considérons que l'environnement actuel est plus favorable aux actifs risqués. Nous restons néanmoins à la neutralité actions compte tenu d'indicateurs de valorisations et techniques tendus.
- D'un point de vue géographique, nous continuons de rechercher des points d'entrée sur les marchés américains où la dynamique de révisions bénéficiaires est mieux orientée, en lien avec la solidité des chiffres macroéconomiques récents. Les niveaux de valorisation relative en Europe demeurent attractifs mais la prudence est de mise à court terme à l'approche de résistances majeures et de révisions bénéficiaires atones.
- Les actions des pays émergents demeurent une conviction forte, ces dernières devraient profiter d'un différentiel de croissance à l'avantage des économies en cours de développement par rapport aux économies avancées. Nous maintenons notre conviction sur les actions chinoises qui pourraient en effet profiter de nouveaux efforts de soutien de la part du gouvernement, alors même que les valorisations de marché nous semblent exagérément faibles.

Obligations

- Alors que le resserrement monétaire approche de sa fin, nous estimons que le marché offre désormais des points d'entrée pour réduire notre sous-sensibilité taux, notamment sur la courbe des taux américains. À l'inverse, le risque nous semble encore important sur les emprunts d'État de la zone euro, où le cycle de hausse de taux est en décalage avec celui des États-Unis.
- En termes de positionnement, nous continuons de privilégier les parties courtes de la courbe des taux en zone euro et aux États-Unis, qui bénéficient d'un portage corrigé de la volatilité bien plus attractif.
- La dette d'entreprise de qualité demeure le meilleur compromis en termes de rendement/risque, notamment sur les maturités courtes (les courbes de crédit étant relativement plates). Nous restons globalement à l'écart du segment du haut rendement, dont les niveaux de valorisation n'intègrent pas selon nous la dégradation des fondamentaux, notamment sur les notations les plus faibles.

Marché des changes

- Comme attendu, la parité EUR/USD a retrouvé de son éclat, mais nous pensons que le mouvement d'appréciation est exagéré au regard de la divergence des fondamentaux économiques entre les deux zones. Un retracement est possible à court terme mais nous restons positifs sur l'euro à horizon fin de l'année en raison du décalage dans le cycle de resserrement monétaire entre les États-Unis et la zone euro.
- Le franc suisse a touché un point haut face au billet vert et le potentiel d'appréciation nous semble désormais limité alors même que la banque centrale suisse s'approche de la fin de son cycle de resserrement monétaire.
- Le yen a repris des couleurs avec la baisse des taux américains. Si la Banque du Japon demeure accommodante, nous pensons que l'institution pourrait opérer un changement de politique plus tard, bien que dans des proportions limitées, ce qui pourrait soutenir la devise. Nous apprécions également le yen pour ses qualités d'actif de couverture dans nos portefeuilles.
- L'or continue d'évoluer dans une fourchette, sans grande tendance. Si la demande des investisseurs est en baisse et pourrait peser sur la dynamique à court terme, à long terme la diversification des réserves des banques centrales, notamment émergentes, constitue un facteur de soutien.

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 20 JUILLET 2023



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	3,85 %	5,57	-2,45
France 10 ans	3,01 %	-1,00	-9,40
Allemagne 10 ans	2,48 %	-0,80	-8,20
Espagne 10 ans	3,48 %	3,80	-16,70
Suisse 10 ans	0,98 %	-4,90	-63,80
Japon 10 ans	0,46 %	8,90	4,70

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	37,65	1,24 %	8,47 %
Emprunts d'État en EUR	195,99	0,36 %	1,73 %
Entreprises haut rendement en EUR	203,57	0,51 %	5,19 %
Entreprises haut rendement en USD	314,00	1,58 %	5,83 %
Emprunts d'État américains	299,51	0,12 %	1,40 %
Entreprises émergentes	43,34	-0,21 %	1,36 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9646	-1,60 %	-2,52 %
GBP/USD	1,2868	0,94 %	6,50 %
USD/CHF	0,8668	-3,13 %	-6,24 %
EUR/USD	1,1130	1,59 %	3,97 %
USD/JPY	140,07	-2,12 %	6,83 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	13,99	1,08	-7,68

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4 534,87	3,49 %	18,11 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 646,05	1,92 %	2,61 %
STOXX Europe 600	463,93	2,03 %	9,19 %
Topix	2 260,90	-1,55 %	19,52 %
MSCI World	3 029,70	3,39 %	16,41 %
Shanghai SE Composite	3 823,70	-1,04 %	-1,24 %
MSCI Emerging Markets	1 018,06	1,69 %	6,45 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 480,39	0,46 %	16,54 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	200,35	4,25 %	4,36 %
MSCI Asia Ex Japan	646,86	1,23 %	4,46 %
CAC 40 (France)	7 384,91	2,52 %	14,07 %
DAX (Allemagne)	16 204,22	1,35 %	16,38 %
MIB (Italie)	28 815,75	5,13 %	21,55 %
IBEX (Espagne)	9 519,60	1,65 %	15,68 %
SMI (Suisse)	11 201,55	0,16 %	4,40 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 746,00	-0,35 %	-8,52 %
Or (USD/Oz)	1 969,53	2,90 %	7,98 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	75,63	8,80 %	-5,77 %
Argent (USD/Oz)	24,81	10,41 %	3,18 %
Cuivre (USD/Tonne)	8 485,50	-1,03 %	1,36 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	2,76	5,71 %	-38,39 %

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

AVRIL 2023	MAI 2023	JUIN 2023	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (20 JUILLET 2023)
3,51 %	1,46 %	11,00 %	4,25 %	19,52 %
3,29 %	3,13 %	7,41 %	3,49 %	18,11 %
2,83 %	1,92 %	6,47 %	3,39 %	16,54 %
2,73 %	2,69 %	5,93 %	2,03 %	16,41 %
0,51 %	1,59 %	4,85 %	1,92 %	9,19 %
0,36 %	-0,54 %	3,23 %	1,69 %	6,45 %
0,04 %	-1,34 %	2,25 %	1,23 %	4,46 %
-0,46 %	1,63 %	2,17 %	0,46 %	4,36 %
-0,71 %	3,48 %	1,16 %	-1,04 %	2,61 %
-3,10 %	-2,19 %	1,15 %	-1,55 %	-1,24 %

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

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE





AIE : Agence internationale de l'énergie.

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

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

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

BNEF : Bloomberg New Energy Finance.

BPA : Bénéfice par action.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI : Le Fonds monétaire international.

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

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

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

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

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

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

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

IRENA : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

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

ISR : Investissement socialement responsable.

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

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

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

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

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

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

OMC : Organisation mondiale du commerce.

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

Point de base (pb) : 1 point de base = 0,01 %.

Point mort d'inflation (ou « inflation breakeven » en anglais) : Niveau d'inflation qui équilibre les rendements des obligations nominales et des obligations indexées sur l'inflation (de maturité et de qualité identiques). En d'autres termes, c'est le niveau d'inflation pour lequel un investisseur est indifférent entre la détention d'une obligation nominale ou d'une obligation indexée sur l'inflation. Il représente ainsi les anticipations d'inflation sur une zone géographique pour une certaine maturité.

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

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

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

Quantitative easing QE (Assouplissement quantitatif) : Instrument de politique monétaire par l'intermédiaire duquel la banque centrale acquiert des actifs, par exemple des obligations, afin d'injecter des liquidités dans l'économie.

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

Spread (pour Spread de crédit) : Correspond à l'écart entre deux actifs, généralement entre les taux d'intérêt, par exemple entre le taux d'une obligation d'entreprise et celui d'une obligation d'État.

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

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

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

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

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

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

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

AVERTISSEMENT

Ce document intitulé « Monthly House View » (la « Brochure ») est publié exclusivement à titre de communication marketing.

Les langues dans lesquelles la Brochure est rédigée font partie des langues de travail d'Indosuez Wealth Management.

Les informations publiées dans la Brochure n'ont pas été revues ni soumises à l'approbation ou l'autorisation d'une quelconque autorité de régulation ou de marché dans aucune juridiction.

La Brochure n'est pas pensée pour, ou destinée à des personnes d'un pays en particulier.

La Brochure n'est pas destinée à des personnes citoyennes, domiciliées ou résidentes d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication, sa disponibilité ou son utilisation contreviendraient aux lois ou réglementations applicables.

Le présent document ne constitue ni ne contient une offre ou une invitation à acheter ou à vendre un instrument et/ou un service financier, quel qu'il soit. De même, il ne constitue en aucune manière un conseil ou une recommandation de stratégie, d'investissement ou de désinvestissement personnalisé ou général, ni un conseil juridique ou fiscal, un conseil en matière d'audit ou tout autre conseil de nature professionnelle. En aucun cas ce document n'affirme qu'un investissement ou une stratégie est adapté et approprié à une situation individuelle ou qu'un investissement ou une stratégie constitue un conseil en investissement personnalisé pour un investisseur.

Sauf indication contraire, la date pertinente dans ce document est la date d'édition mentionnée à la dernière page du présent avertissement. Les informations contenues dans le présent document sont fondées sur des sources considérées comme fiables. Nous faisons de notre mieux pour assurer l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations contenues dans ce document. Toutes les informations, ainsi que tous les prix, valorisations de marché et calculs indiqués dans le présent document sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Les prix et les performances passés ne préjugent pas nécessairement des prix et des performances futurs.

Les risques incluent, entre autres, les risques politiques, les risques de crédit, les risques de change, les risques économiques et les risques de marché. Avant toute transaction, vous devez consulter votre conseiller et, si nécessaire, obtenir l'avis d'un conseiller professionnel indépendant concernant les risques et toutes les conséquences juridiques, réglementaires, fiscales comptables et de crédit. Nous vous recommandons de contacter vos conseillers habituels afin de prendre vos décisions de manière indépendante, à la lumière de votre situation financière et de vos connaissances et expérience financières.

Les taux de change sont susceptibles d'affecter négativement la valeur, le prix ou les revenus de l'investissement après conversion dans la monnaie de référence de l'investisseur.

CA Indosuez, société de droit français, maison mère de l'activité de gestion de fortune du groupe Crédit Agricole, et ses filiales ou entités apparentées, à savoir CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, leurs filiales, succursales et bureaux de représentation respectifs, quel que soit leur lieu d'implantation, exercent leurs activités sous la marque unique Indosuez Wealth Management. Chacune des filiales, leurs propres filiales, succursales et bureaux de représentation, ainsi que chacune des autres entités de Indosuez Wealth Management sont désignés individuellement par l'« Entité » et collectivement par les « Entités ».

Les Entités ou leurs actionnaires et plus généralement les entreprises du Groupe Crédit Agricole (le Groupe) ainsi que, respectivement, leurs mandataires sociaux, dirigeants ou employés peuvent, en leur nom personnel ou au nom et pour le compte de tiers, réaliser des transactions sur les instruments financiers présentés dans la Brochure, détenir d'autres instruments financiers liés à l'émetteur ou au garant de ces instruments financiers, ou fournir ou chercher à fournir des services concernant les titres, des services financiers ou tout autre type de service pour ou à partir des Entités. Lorsqu'une Entité et/ou une entité du Groupe Crédit Agricole agit en tant que conseiller et/ou gérant, administrateur, distributeur ou agent de placement pour certains produits ou services mentionnés dans la Brochure, ou exécute d'autres services dans lesquels une Entité ou le Groupe Crédit Agricole détient ou est susceptible de détenir un intérêt direct ou indirect, votre Entité accorde la priorité à l'intérêt de l'investisseur.

Certains investissements, produits et services, y compris la garde des titres, peuvent être soumis à des restrictions légales et réglementaires ou ne pas être disponibles dans le monde entier sans restriction, compte tenu de la législation de votre pays d'origine, de votre pays de résidence ou de tout autre pays avec lequel vous pourriez avoir des liens. En particulier, les produits et services présentés dans la Brochure ne sont pas destinés aux résidents des États-Unis et du Canada. Ces produits ou services peuvent être fournis par les Entités selon leurs prix et conditions contractuels, conformément aux lois et réglementations applicables et sous réserve de leur licence. Ils peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans notification.

Veuillez contacter votre chargé de relations clientèle pour plus d'informations.

Chaque entité met la Brochure à la disposition de ses clients conformément aux réglementations applicables :

- **en France** : la présente Brochure est distribuée par CA Indosuez, société anonyme au capital de 584 325 015 euros, établissement de crédit et société de courtage d'assurances immatriculée au Registre des intermédiaires en assurance sous le numéro 07 004 759 et au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, et dont les autorités de contrôle sont l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers ;
- **au Luxembourg** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 415 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;

- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de España (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;
- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe) ;
- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, 20121 Milan, Italie, inscrite au Registre des Banques n° 8097, code fiscal et numéro d'enregistrement au Registre du Commerce de Milan, Monza Brianza et Lodi n. 97902220157 ;
- **au sein de l'Union européenne** : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98 000 Monaco, enregistré au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341, agrément : EC/2012-08 ;
- **en Suisse** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Brochure est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Brochure ;
- **dans la Région administrative spéciale de Hong Kong** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571)(SFO) ;
- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, 068912 Singapour. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour 2001. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **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- Al Muhairy Center, Office Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Emirats arabes unis (EAU) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des EAU Conformément aux règles et réglementations applicables aux EAU, le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des EAU ou par une autre autorité réglementaire des EAU ;
- **autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette Brochure. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

La Brochure ne peut être photocopiée, reproduite ou distribuée, en partie ou en totalité, sous quelque forme que ce soit, sans l'accord préalable de votre Banque.

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

Crédits photos: Getty Images.

Achévé de rédiger le 21.07.2023.

