

# MONTHLY HOUSE VIEW

Avril 2024

Hanami

• Table des matières

01•	Éditorial HANAMI	P3
02•	Focus 2024, LA FIN DE LA CRISE ÉNERGÉTIQUE ?	P4
03•	Macroéconomie MANY RIVERS TO CROSS	P6
04•	Obligations UNE NOUVELLE ÈRE S'OUVRE AU JAPON	P8
05•	Actions QUELLES ALTERNATIVES À LA CONCENTRATION DES MARCHÉS ?	P10
06•	Devises LES BANQUES CENTRALES MÈNENT LA DANSE	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,

La saison des cerisiers en fleur arrive enfin. Cette tradition japonaise, « Hanami » ou « regarder les fleurs », remonte à la période Nara au huitième siècle. Étonnamment, des données<sup>1</sup> remontant à l'année 812 permettent de mesurer le jour de l'année avec le pic de floraison des cerisiers. Habituellement en avril, cette date arrive plus tôt chaque année et se rapproche désormais du mois de mars, une autre conséquence du changement climatique.

Tout comme le pic de la floraison, la principale question que se posent les clients et investisseurs est de savoir si nous avons atteint le pic des marchés actions. La performance de cette année a de nouveau été remarquable, et similaire à Hanami - l'heure de s'asseoir et contempler la nature - c'est aussi le bon moment pour se demander s'il est temps de prendre une pause.

### PIC DE FLORAISON AUSSI POUR LES ACTIONS ?

Il y a un an, 85 % des économistes interrogés dans une enquête<sup>2</sup> menée par le Financial Times prévoyaient une récession aux États-Unis à la fin 2023. Heureusement, ils ont eu tort. Alors qu'en juin dernier nous avions revu à plusieurs reprises nos prévisions de PIB à la hausse pour 2023, abandonnant l'idée d'une récession, nous avons récemment relevé nos prévisions de croissance pour 2024 de presque un point de pourcentage à 2,3 %. Nous avons été positifs sur les actifs risqués au cours des neuf derniers mois, prudents sur les taux longs, mais force est de constater que le marché a largement réajusté son environnement macro-économique désormais plus équilibré. Cela soulève naturellement la question de savoir si tout est intégré dans les prix. « Les bonnes nouvelles sont de bonnes nouvelles » pour le moment, mais pour combien de temps ?

Pour être clair, nous ne devenons pas négatifs et restons positifs, notre scénario macroéconomique reste inchangé. L'économie américaine continue de bien résister et nous observons également des signes avant-coureurs d'amélioration dans la zone euro, où les enquêtes PMI indiquent une reprise du cycle manufacturier. L'inflation poursuit son processus d'ajustement, mais dans une moindre mesure que prévu, les chiffres du mois de mars aux États-Unis ont été un peu difficiles à digérer pour le marché. En conséquence, le nombre de baisses de taux anticipées par les investisseurs pour cette année est passé de sept baisses aux États-Unis et en Europe à seulement trois et quatre respectivement à l'heure d'écrire ces lignes. Pourtant, les actions n'ont guère retenu l'attention des investisseurs et restent bien placées pour tirer leur épingle du jeu, soutenues par les résultats positifs publiés par les entreprises du secteur technologique en particulier et par le vif appétit des investisseurs individuels soutenus par des liquidités abondantes.

Un certain nombre d'indicateurs méritent d'être surveillés : le sentiment est nettement plus optimiste, mais pas euphorique ; le positionnement devenu plus haussier, dans certains domaines, très fortement acheteur pour les acteurs systématiques; les flux sur les actions sont solides depuis le début de l'année, mais ceux sur les fonds monétaires sont encore plus importants. On pourrait débattre pendant des heures de ce qui définit la limite entre optimisme et euphorie ; quoi qu'il en soit, beaucoup est désormais intégré au niveau du marché actions, en particulier aux États-Unis.

### DES NIVEAUX DE VOLATILITÉ ATTRAYANTS SUR LES ACTIONS

Les pessimistes évoqueraient la faiblesse record de la volatilité des actions comme un signe de complaisance et d'alerte majeur. Les actifs des fonds qui vendent des options pour accroître leurs revenus de distribution ont explosé pour atteindre plus de 60 milliards de dollars d'actifs sous gestion. Pourtant, les fonds vendeurs de volatilité, qui ont implosé lors du pic de volatilité fin 2017, demeurent avec des actifs très faibles et par conséquent, une situation très différente aujourd'hui.

Les pics des actions et les niveaux de volatilité extrêmement bas peuvent être utilisés dans l'intérêt des investisseurs. Pour ceux qui souhaitent réduire leur exposition aux actions tout en restant investis, ainsi que pour ceux qui souhaitent ajouter des actions sans être surpris par les sommets atteints, le timing de mise en place de ce que l'on appelle les « substituts d'actions » n'a jamais été aussi attrayant.

Avec des taux d'intérêt élevés, il est possible de maintenir un niveau d'exposition supérieur aux marchés actions via l'acquisition d'options d'achat à la hausse, valorisées à des niveaux de coût très bas en raison de la faible volatilité implicite. Cela nous permet d'adopter une approche plus nuancée dans la gestion de l'exposition aux actions avec une plus grande souplesse en cas de repli du marché. Comme nous l'écrivions dans notre [éditorial de février](#), le montant de liquidités restant toujours en marge, il y aura une concurrence pour acheter un creux de marché.

Dans cette édition, Nicolas Mugeot se penche sur la baisse significative des prix du gaz en Europe, qui ont été divisés par 10 par rapport à leur sommet de 2022. La forte augmentation de l'offre devrait garantir que les prix restent bas et, à son tour, constituer un facteur de soutien pour les consommateurs européens ainsi que pour les entreprises industrielles.

Bonne lecture.

1 - Our World in data, Yasuyuki Aono (2021-2024).

2 - Financial Times (07.12.2022), *Le taux de chômage aux États-Unis devrait dépasser les 5,5 %, selon les économistes.*



Nicolas MOUGEOT  
Head of Investment Strategy  
& Sustainability

Après des prix du gaz historiquement élevés ces deux dernières années, 2024 pourrait marquer le début d'un supercycle baissier grâce notamment à de nombreux projets de GNL aux États-Unis et au Qatar. Cela devrait se traduire par une baisse des factures tant pour les ménages que pour certains secteurs très énergivores.

La politique énergétique de l'Union Européenne (UE) a été fondamentalement remise en cause en mars 2022 après le début du conflit entre l'Ukraine et la Russie. Jusqu'à cette date, l'UE avait fortement soutenu les infrastructures, telles que les pipelines, permettant d'importer du gaz russe à moindre frais comparé à d'autres sources énergétiques à tel point qu'en 2021, l'UE consommait 400 milliards de mètres cube de gaz, dont 45 % provenait de Russie. En 2022, l'UE a mis en œuvre des sanctions contre la Russie afin de limiter ses achats de gaz russe mais cela s'est vite traduit par une forte hausse du prix gaz. Alors que le prix du gaz importé en Europe s'échangeait à moins de 50 EUR/MWH en moyenne en 2021, les prix des contrats à terme en Europe se sont envolés en 2022 au-delà des 300 EUR/MWH.

Tout d'abord, les prix élevés de l'énergie ont eu un impact négatif sur l'activité économique et la consommation en Europe, impliquant une demande moindre pour le gaz puisque les entreprises et les particuliers ont fait des efforts pour limiter leur facture énergétique. Par ailleurs, l'Europe a été aidée par deux hivers historiquement doux, nécessitant donc une consommation moindre du gaz pour se chauffer.

#### UN SUPERCYCLE DE PRODUCTION DU GAZ

L'Europe a aussi rapidement agi pour diversifier son approvisionnement en gaz, en augmentant ses achats en provenance des États-Unis et du Qatar. Fait intéressant, c'est bien ces pays-là qui pourraient contribuer à limiter les hausses futures de prix du gaz grâce à de nouveaux projets gaziers : d'après l'Agence Internationale de l'Energie, de nouveaux projets GNL (gaz naturel liquéfié) devraient être mis en service à partir de 2025 représentant environ 250 milliards de mètres cubes (mmc), principalement aux États-Unis et au Qatar.

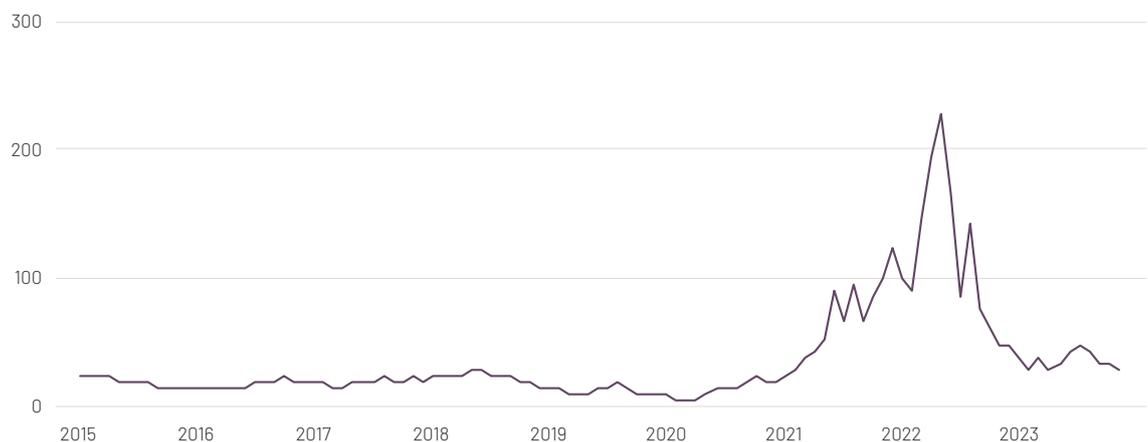


LE PRIX du gaz  
a été **DIVISÉ**  
**PAR 10**  
par rapport  
à son pic de 2022

#### DES PRIX DU GAZ À LA BAISSE

La crise énergétique est-elle derrière nous ? Si l'on en croit les marchés financiers, c'est bien le cas puisque ces mêmes contrats à terme sur le gaz importé en Europe se traitent aujourd'hui entre 25 et 30 EUR/MWH, soit 10 fois moins que le pic de 2022 (graphique 1). Cela s'explique par plusieurs facteurs.

GRAPHIQUE 1 : PRIX DU GAZ EUROPÉEN, EUR/MWH



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



**+ 45 % :**  
la hausse  
de l'offre  
mondiale  
de GNL

Pour donner un ordre de valeur, cela augmentera l'offre mondiale de GNL de 45 % et est bien supérieur aux 140 mmc produits par la Russie en 2021 avant les sanctions internationales. Cette offre abondante de gaz pourrait donc contribuer à ce que le prix reste bas dans les années à venir.

### UNE BONNE NOUVELLE POUR LES CONSOMMATEURS DE GAZ

Tout d'abord, c'est toute l'économie européenne qui devrait profiter de prix du gaz plus bas et plus stables car les variations du prix ont un impact majeur sur le prix des biens produits. Certains secteurs devraient en bénéficier plus que d'autres : la chimie qui utilise le gaz pour produire de l'encre ou encore les cimentiers, très énergivores.

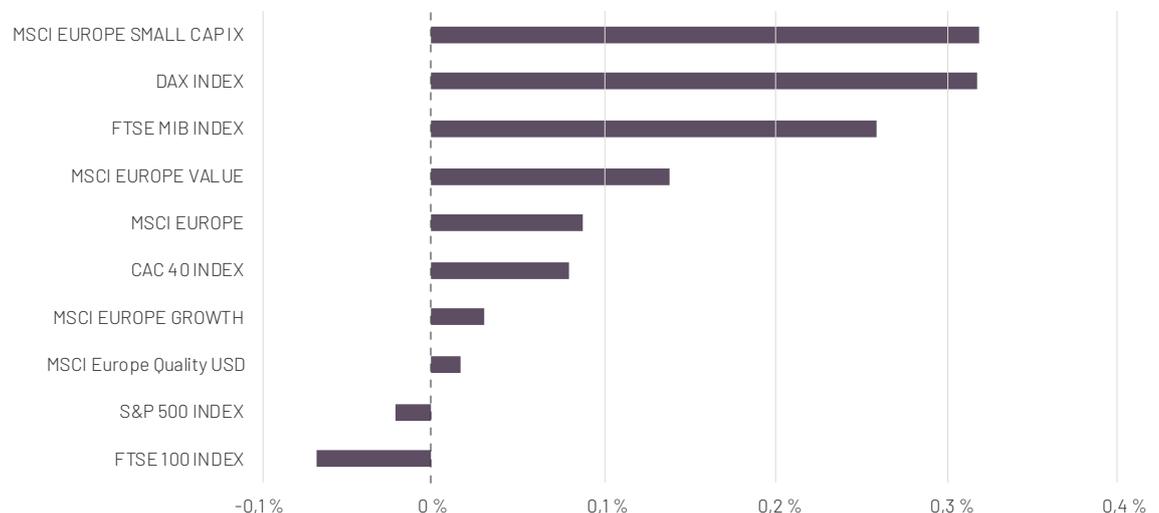
La consommation des ménages devrait aussi s'améliorer à la marge car la facture de gaz devrait baisser en 2024 même si la baisse ne devrait pas avoir la même amplitude que la hausse. En France par exemple, la Commission de Régulation de l'Énergie a annoncé une baisse du prix du gaz de 9 % entre décembre 2023 et mars 2024 suivie par une baisse annoncée de 4,5 % entre mars et avril.

Finalement, le graphique 2 montre l'effet d'une baisse de 10 % du prix du gaz sur différents indices actions en relatif par rapport au MSCI World.

Si l'effet est globalement limité, il est néanmoins plus élevé pour les sociétés à petites capitalisations et pour l'indice allemand DAX 30. Pour les sociétés allemandes, cela s'explique par la grande dépendance de l'Allemagne au gaz naturel après l'abandon du nucléaire. Les petites entreprises européennes, elles, ont souvent un caractère plus cyclique et une moindre capacité à fixer les prix d'où leur grande dépendance à des chocs externes comme une hausse du prix du gaz. Le FTSE 100 anglais est un des rares indices à avoir montré une corrélation historiquement positive au prix du gaz du fait de la forte pondération des sociétés énergétiques dans le FTSE 100.

La crise énergétique déclenchée par la guerre en Ukraine pourrait-elle être derrière nous ? Grâce notamment à ce supercycle de production de GNL, c'est probablement le cas et cela devrait supporter la consommation des ménages et certaines industries consommatrices de gaz. Mais gageons que cela n'empêche pas les gouvernements européens de continuer à réduire leur dépendance énergétique en ne devenant pas trop dépendant d'un nouveau partenaire.

GRAPHIQUE 2 : IMPACT D'UNE BAISSSE DU PRIX DU GAZ DE 10% SUR LA PERFORMANCE RELATIVE AU MSCI WORLD (DONNÉES MENSUELLES, %)



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Note : prix du gaz mesuré par les contrats à terme sur le gaz en Hollande (TTF).



Lucas MERIC  
Investment Strategist

L'économie américaine montre des signes de normalisation dans un environnement où la rigidité de l'inflation continue d'interroger les marchés. La zone euro semble marquer un point d'inflexion avec une amélioration de la dynamique ces derniers mois qui devrait poursuivre modestement cette année. En Asie, la croissance séquentielle s'améliore également en Chine même si l'absence de confiance des consommateurs et le frein immobilier demeurent, tandis qu'au Japon les négociations salariales envoient des signaux positifs pour une possible reflation même si la consommation reste encore atone.



## L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE semble enfin montrer des signes de NORMALISATION

### ÉTATS-UNIS : LA CROISSANCE SE NORMALISE

Après une croissance de près de 4 % (annualisé) au deuxième semestre 2023, l'économie américaine semble enfin montrer des signes de normalisation. La consommation ralentit même si celle-ci demeure robuste, les ménages américains bénéficiant d'effets de richesse importants, notamment grâce au rallye des marchés financiers tandis que l'immobilier semble également montrer des signes de modeste reprise en raison de conditions financières plus accommodantes. Parallèlement, l'inflation s'est avérée plus rigide qu'attendu depuis le début de l'année, nous amenant à réviser à la hausse nos anticipations d'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) pour 2024 à 3,2 % (+20 points de base). Cependant, la publication de février s'est avérée rassurante concernant la composante services, qui reste le principal moteur de l'inflation américaine actuellement, venant tempérer les préoccupations liées au fort rebond du chiffre de janvier. Par ailleurs, même s'il demeure robuste, le marché du travail décélère comme en témoigne la hausse du taux de chômage à 3,9 % en février, une dynamique qui devrait selon nous se poursuivre et permettre une continuation du ralentissement des salaires : un élément essentiel pour que la pression sur l'inflation des services se normalise au cours des prochains mois.

### ZONE EURO: LA DYNAMIQUE MACROÉCONOMIQUE S'AMÉLIORE

Comme nous anticipions, la zone euro a évité la récession au dernier trimestre de 2023, grâce à une contribution positive de l'investissement et des dépenses gouvernementales, tandis que la consommation est restée stable. Une surprise positive pour le consensus qui vient alimenter la dynamique macroéconomique positive observée depuis plusieurs mois en zone euro et va dans le sens de notre scénario de reprise de la croissance du Vieux Continent en 2024. Celle-ci devrait selon nous s'appuyer sur l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages alors même que les salaires devraient refaire leur retard sur une inflation que nous voyons continuer à décélérer et flirter avec la cible de 2 % de la Banque centrale européenne (BCE) en 2025. Cependant, les enquêtes de confiance témoignent encore d'une certaine frilosité du consommateur européen qui malgré une importante épargne accumulée depuis la pandémie, continue d'afficher des intentions d'épargne importantes. Une certaine prudence qui peut en partie s'expliquer par une inflation qui reste encore élevée sur des composantes de base pour les ménages tel que l'alimentation qui trônait encore à plus de 5 % en glissement annuel (GA) en début d'année et pour laquelle nous attendons davantage de désinflation.

3 - En référence à la chanson de Jimmy Cliff.



Les enquêtes d'activité semblent également montrer des signes d'inflexion depuis plusieurs mois, à l'exception de celles dans l'industrie en Allemagne, une dynamique qui devrait selon nous continuer en 2024. Particulièrement, la normalisation des prix de l'énergie par rapport au pic atteint en 2022 et la reprise du cycle manufacturier pourraient continuer à soutenir l'amélioration de la dynamique industrielle alors même que cycle de déstockage semble bien avancé au niveau global.

Début mars, l'assemblée nationale populaire de Chine a montré une volonté de stabilité avec des objectifs de croissance et d'inflation fixés respectivement à 5 % et 3 % pour 2024, en ligne avec ceux de 2023. Des attentes qui nous apparaissent quelque peu optimistes notamment au regard de mesures qui demeurent timides pour dompter les freins liés au manque de confiance des consommateurs dans l'économie et un secteur immobilier toujours en berne. Malgré le ralentissement structurel de la Chine, les économies d'Asie émergente devraient contribuer à plus de la moitié de la croissance mondiale avec près de 4,5 % de croissance attendue en 2024 et 2025.

Au Japon, la récession a également été évitée fin 2023 grâce à un rebond des dépenses d'investissement, la consommation reste cependant déprimée alors que les salaires ont jusqu'à présent peine à suivre une inflation qui se situe à des niveaux historiquement élevés pour le Japon à 2,6 % (GA, hors énergie et alimentation). Cependant, les dernières négociations salariales pour 2024 ont débouché sur la plus forte augmentation de salaires depuis plus de 30 ans (5,3 %), des évolutions positives dans l'optique de l'instauration de boucles prix-salaires essentielles pour permettre au pays de sortir de la déflation alors même que la Banque du Japon a mis fin en mars à sa politique de taux d'intérêts négatifs.



**4,5 % :**  
l'Asie émergente  
moteur de  
la croissance  
mondiale  
en 2024

### ASIE : ENTRE ESPOIRS ET RÉALITÉ

Un rebond du cycle manufacturier qui devrait également s'avérer bénéfique pour de nombreux pays émergents dont notamment certains pays asiatiques tels que la Corée du Sud et Taïwan qui sont situés en amont de la chaîne de valeur notamment sur les biens technologiques et les semi-conducteurs et dont les exportations, un indicateur avancé du cycle manufacturier, ont rebondi fortement ces derniers mois. En Chine, l'économie continue de montrer des signes d'amélioration, nous nous attendons à une poursuite du mouvement de stabilisation séquentielle tirée par une reprise légère de la consommation, de l'investissement en infrastructures ainsi que dans le secteur manufacturier et une continuation des politiques économiques accommodantes.

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2024-2025, %

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

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

Source : Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

Avec la contribution  
de l'équipe Obligations

Les marchés obligataires des pays développés évoluent dans des bornes étroites depuis le début d'année. Les taux souverains remontent légèrement après avoir baissé de façon surprenante fin 2023. Sur les marchés de crédit, le resserrement des primes de risques compense les hausses de taux longs.

Nous n'avons pas l'habitude de commenter les actions de la Banque du Japon dans ce document mensuel, et pour cause : la dernière hausse de taux datait de janvier 2007 ! Le 19 mars de cette année, la Banque du Japon est sortie de sa politique de taux négatifs en haussant ses taux courts de -0,1 % à 0 %. L'institution a également mis fin à sa politique de contrôle de la courbe des taux. Tout en maintenant sa politique d'achat d'obligations. Une nouvelle ère s'ouvre grâce au rebond, certes modeste, mais durable, de l'économie japonaise. Les taux longs avaient déjà fortement progressé depuis début 2023, anticipant cette fin de politique monétaire exceptionnelle. La courbe japonaise est la seule dont la pente est positive parmi les pays du G7 (graphique 3).

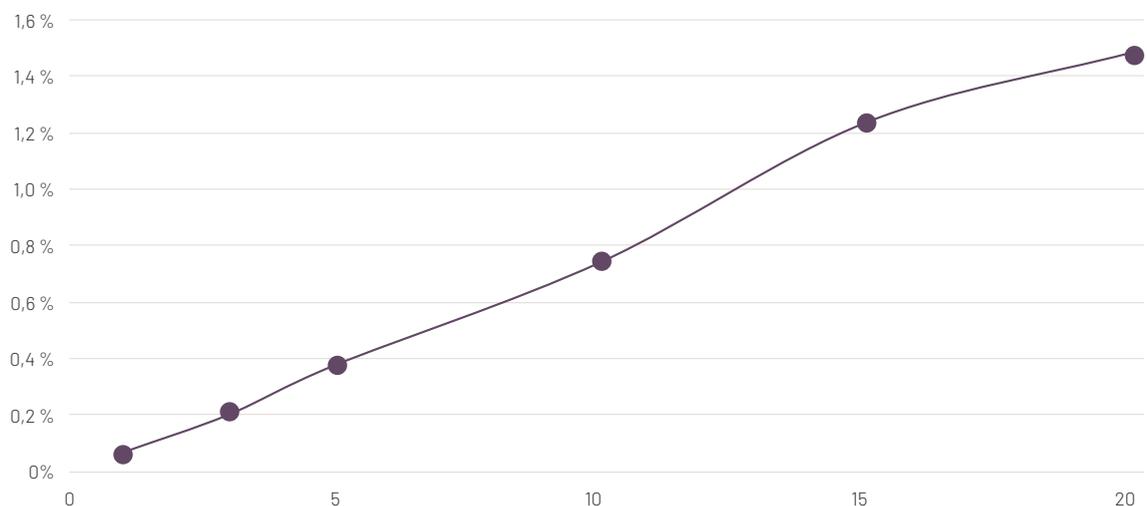
Aux États-Unis, la réunion de la Réserve fédérale (Fed) du 20 mars confirme trois baisses de taux pour l'année 2024. La première interviendra selon toute vraisemblance au mois de juin. La réunion du 31 juillet prochain se tiendra entre la convention Républicaine (mi-juillet) et la convention Démocrate (mi-août). Pour éviter d'être taxée de favoriser un camp politique, la Fed devrait éviter d'intervenir, sauf en cas de dégradation marquée de l'économie, ce qui n'est pas le scénario central. Dans ce cas uniquement, des baisses de taux de 50 pb sont envisageables, par extension, la réponse des actifs risqués sera négative.



128 % :

le poids du bilan  
de la Banque  
du Japon en %  
du PIB

GRAPHIQUE 3 : COURBE DES TAUX JAPONAIS, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



En zone euro, Christine Lagarde a pré-signalé une baisse des taux directeurs de la BCE pour le mois de juin. L'amplitude sera selon toute vraisemblance de 25 pb. Le 13 mars, la BCE a également revu son cadre opérationnel, optant pour un système orienté vers la demande de besoin de liquidité des banques. Le niveau des réserves obligatoire des banques est maintenu à 1 %, contre une hausse à 2 % envisagée. Il s'agit d'une nouvelle encourageante pour le secteur bancaire, car ces réserves ne sont pas rémunérées.

La volatilité des marchés obligataires diminue continuellement (graphique 4). Cette normalisation succède à deux années qui marqueront les esprits des gérants et investisseurs obligataires pour une génération. Par extension, la faiblesse persistante de la volatilité sur les marchés actions nous incite à aborder avec prudence les mois qui viennent. Il est certainement encore trop tôt pour parler de complaisance des marchés, mais les valorisations intègrent déjà de nombreuses bonnes nouvelles.

#### LES PRIMES DE RISQUE CONTINUENT DE SE RESSERRER

Dans les pays développés, le marché *Investment grade* (crédit de qualité) compense la hausse des taux par une rémunération du risque toujours plus faible. Cette rémunération surcompense les investisseurs au regard des taux de défaut historique. Les ratios de hausse/abaissement de notation se détériorent légèrement, toutefois les fondamentaux d'entreprises sont sains.

Une année après la faillite de la Silicon Valley Bank (SVB) aux États-Unis, et le rachat de dernière minute de Credit Suisse par UBS, le secteur bancaire attire à nouveau les investisseurs. Les banques rappellent leur dette très subordonnée (AT1) le plus souvent à la première date de call, et bénéficient de conditions de marché favorables pour se financer sur l'ensemble de leurs piliers réglementaires.

Sur le haut rendement, les entreprises optimisent leurs courbes de crédit, en rachetant de la dette à court terme pour réémettre de la dette à moyen terme, bénéficiant ainsi de la structure inversée de la courbe des taux. La dispersion dans le marché est actuellement très faible, signe de grande vigueur.

Sur les marchés émergents, l'Amérique latine surperforme le marché américain. En termes de valeur relative, cette zone devient moins attractive.

Sur le marché asiatique, nos gérants spécialisés considèrent les valorisations trop chères sur la zone. Ils réduisent les risques de crédit pour rester réactifs et opportunistes. Suite à la vague de faillites dans le secteur immobilier chinois, ce secteur qui pesait 47 % du marché en 2021 a diminué pour ne représenter que 9 % aujourd'hui. Le marché du haut rendement est dorénavant constitué de près de 20 % de services cycliques au consommateurs, de 24 % de financières et de 11 % d'énergie.

GRAPHIQUE 4 : VOLATILITÉ TAUX (MARCHÉ AMÉRICAIN)



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



# QUELLES ALTERNATIVES À LA CONCENTRATION DES MARCHÉS ?



Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio Manager

Avec la contribution  
de l'équipe Actions

L'année 2024 se poursuit dans la continuité de 2023 avec la domination des marchés américains et spécifiquement des méga *caps*. Sur le premier trimestre 2024, les « 7 Fantastiques<sup>4</sup> » affichent une performance presque deux fois plus importante que le reste du marché, mais avec de fortes divergences entre les valeurs. De ce fait, le moteur de la performance des marchés actions tend à se concentrer davantage.



## GRANOLAS :

profil

Qualité/Croissance,  
moins volatile et

**30% MOINS  
CHER**

que leurs paires  
américaines

### BÉNÉFICES

La concentration actuelle du marché n'est pas sans précédent historique et apparaît comme justifiée au regard des fondamentaux. Aux États-Unis, les « 7 Fantastiques » continuent d'afficher les plus fortes révisions de bénéfices (+9 % contre +1 % pour S&P 493 (ex-« 7 Fantastiques ») ainsi qu'un niveau élevé de rentabilité et de rendement des capitaux propres, leur permettant également d'investir pour préserver leur avance technologique (graphique 5).

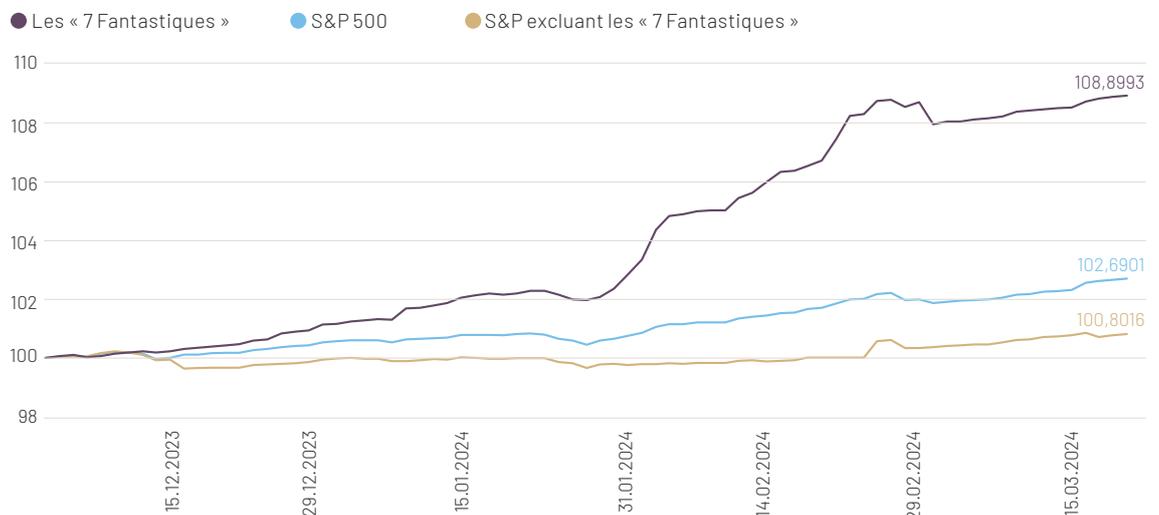
Néanmoins, la valorisation et le positionnement sur ces grands leaders technologiques a atteint un niveau élevé, et certains titres affichent une perte de dynamisme, amenant à considérer d'autres opportunités de diversification en dehors de ces valeurs.

### EUROPE

En Europe, le groupe de sociétés regroupé sous l'acronyme GRANOLAS<sup>5</sup> représente près d'un quart de la valeur des 600 plus grandes entreprises d'Europe. Ces sociétés sont plus diversifiées sur le plan sectoriel, avec une représentation des secteurs de la technologie, de la santé, du luxe et de la consommation de base.

Elles proposent également un profil attrayant typé Qualité/Croissance, avec des fondamentaux solides : une forte croissance des bénéfices avec des marges élevées et stables, des bilans robustes tout en affichant une plus faible volatilité que ses paires américaines. En termes de valorisation, ces sociétés se traitent en moyenne avec une décote de 30 % par rapport aux « 7 Fantastiques » et en dessous de leur valorisation historique par rapport au style Croissance.

GRAPHIQUE 5 : RÉVISIONS DE BÉNÉFICES  
SUR LES DIFFÉRENTES ZONES GÉOGRAPHIQUES ET STYLES



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

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

5 - Regroupe les 11 plus grandes capitalisations européennes : GSK, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP et Sanofi.



Dans un contexte où de nombreuses incertitudes persistent (élections, ralentissement macro-économique, conflits, etc.), le rebond de la volatilité au cours de l'année n'est pas à exclure et ces sociétés pourraient être plus résilientes grâce à leur profil défensif et offrent une opportunité de diversification intéressante.

### ÉTATS-UNIS

Malgré la domination des « 7 Fantastiques », nous restons constructifs sur les méga *caps* et plus largement sur les acteurs clés de l'Intelligence Artificielle (IA), mais nous sommes plus sélectifs et préconisons de diversifier le positionnement au cours de l'année avec des petites et moyennes capitalisations.

Après deux années de sous-performance, les *small & mid caps* présentent un niveau de décote et de valorisation attractif (proche d'un record de plus de 20 ans par rapport aux large *caps*).

Les perspectives pour 2024 demeurent solides avec des attentes de progression de résultats de l'ordre de 10 % pour les 12 prochains mois. De nombreuses entreprises opèrent sur des marchés en croissance structurelle et résilients, soutenus par les plans fiscaux tel que l'Inflation Reduction Act (loi sur la réduction de l'inflation). Celles plus exposées à la conjoncture devraient bénéficier du desserrement des politiques monétaires. Enfin, les élections américaines pourraient raviver le thème de « l'Amérique d'abord » (*America First*), ce qui devrait être favorable pour les entreprises exposées au marché domestique.

Néanmoins, bien que la conjoncture plaide pour un retour progressif des *small & mid caps*, nous privilégions les entreprises à forte rentabilité avec des bilans solides et une visibilité des revenus. En effet, les sociétés profitables démontrent une meilleure performance globale dans chaque phase du cycle monétaire.

### ASIE

Les places asiatiques ont globalement toutes rebondies sur ce dernier mois, supportées entre autres, par des facteurs spécifiques en Chine et en Corée du Sud. Les autorités chinoises ont annoncé de nouvelles mesures de soutien à l'économie (notamment une baisse du taux d'intérêt de référence pour les prêts hypothécaires) ainsi que des achats massifs d'actions chinoises par l'« équipe nationale ». En Corée du Sud, une réforme dite *value-up* similaire à celle mise en place au Japon, visant à améliorer la gouvernance d'entreprise soutient le marché. Le Japon continue d'attirer les flux des investisseurs (étrangers et domestiques) grâce à des révisions bénéficiaires toujours en hausse et des multiples de valorisation qui restent très attractifs. À noter que plus de la moitié des entreprises japonaises disposent de liquidités nettes et accélèrent leurs programmes de rachat d'actions, ce qui devraient continuer de soutenir les cours des marchés.

### STYLE D'INVESTISSEMENT

Malgré le rebond des taux d'intérêt, les actions n'ont pas fléchi et plus étonnamment, les valeurs de Croissance continuent de surperformer le reste du marché, tant aux États-Unis qu'en Europe. Cette surperformance s'explique en partie par des bénéfices qui continuent d'être plus élevés pour les sociétés de Croissance par rapport à celles du style *Value*. Cependant, une certaine complaisance s'est peut-être installée sur les marchés, au regard notamment du positionnement global élevé sur les actions. Il est probablement opportun d'équilibrer ce positionnement par une exposition aux valeurs de Qualité, ainsi que sur certaines valeurs Cycliques décotées (industrie, ressources de base, etc.) dès que l'inflexion des PMI (indice des directeurs d'achats) sera amorcée.



Maxime GARCIA  
Investment Strategist

Nous adoptons une vue plus neutre sur l'EUR/USD à court terme, les surprises positives en Europe soutenant la monnaie unique alors que le dollar dispose désormais de moins de marge de progression. Sur le JPY, la Banque du Japon n'a pas entraîné de changement majeur sur les marchés. Nous prenons nos profits sur l'USD/CHF après la bonne performance récente. L'or présente de bons fondamentaux mais nous préférons attendre après le nouveau record atteint.

## USD

### Marge fine

Les devises cycliques surperforment sur un mois, dans un environnement marqué par l'appétit pour le risque. Pour autant, le dollar résiste ne cédant que quelques points de base de performance, alors que les autres valeurs refuges, telles que le JPY et le CHF, sont pénalisées. En effet le billet vert s'est repris après la publication des chiffres du CPI (indice des prix à la consommation) et du PPI (indice des prix à la production) américain sortis tous deux au-dessus du consensus, mettant en exergue le risque d'une réaccélération de l'inflation. Les anticipations de baisses de taux sont en ligne avec notre scénario (trois baisses pour 2024) ce qui limite le potentiel de hausse du dollar de ce point de vue. Du côté macroéconomique, les attentes sont désormais plus élevées qu'au début de l'année, laissant moins de marge pour des surprises positives. Ainsi, après avoir été positifs au cours des deux derniers mois, nous adoptons une vue tactiquement plus neutre sur le billet vert, en gardant à l'esprit qu'il reste un actif de protection contre une reprise de l'inflation. Sur le plus long terme, notre scénario d'atterrissage en douceur devrait favoriser les devises plus cycliques, dans la lignée du mouvement observé au cours des dernières semaines.

## EUR

### Porté par des surprises positives

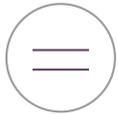
L'euro s'est repris face au dollar depuis la mi-février, principalement porté par une dynamique macroéconomique qui surprend les attentes et un marché positionné en faveur d'une synchronisation du cycle de baisse de taux de la BCE et de la Fed.

Nous pensons que la bonne dynamique et le recul du risque de récession en zone euro pourraient continuer à porter la monnaie unique. Cependant, la divergence en termes de croissance reste présente entre les États-Unis et la zone euro et cela pourrait tôt ou tard se refléter dans le chemin que prendront les différentes banques centrales. Les facteurs positifs et négatifs se contrebalancent pour le moment. *In fine* nous adoptons une vue plus neutre tactiquement, après avoir été plutôt négatifs sur l'euro ces derniers mois. L'EUR/USD devrait continuer à évoluer entre 1,07 et 1,10.

## JPY

### La donne n'a pas changé

La Banque du Japon a mis fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs, relevant son objectif de court terme entre 0 % et 0,1 %, et le contrôle de la courbe de taux a également été abandonné. Cependant, la Banque du Japon a déclaré qu'elle maintiendrait ses achats d'obligations d'État et a confirmé que la politique monétaire resterait accommodante. Ce mouvement a donc été interprété comme une hausse *dovish* par le marché, ce qui a *in fine* pesé sur la devise qui s'était apprécié depuis début mars. Ce comité n'ayant donc pas changé la donne, nous conservons une position neutre à court terme sur le JPY qui devrait continuer à évoluer entre 147-152 face à l'USD. Il faudra désormais attendre les signes d'une inflation plus durable au Japon, qui pourrait passer par une répercussion de la hausse des salaires négociés dans le secteur des services, ou bien une Fed plus accommodante avant de voir l'USD/JPY autour des 145-147.



La politique  
monétaire  
Japonaise restera  
accommodante,  
nous restons  
**NEUTRES SUR  
L'USD/JPY**



## CHF

### Une baisse surprise

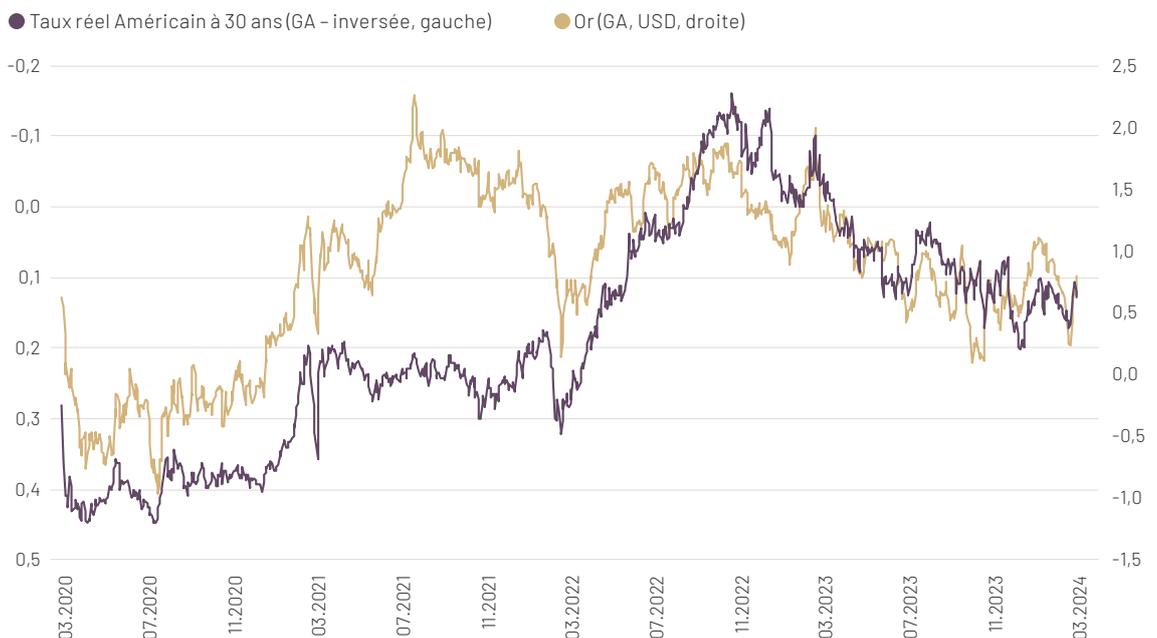
Le franc Suisse s'est vu être affecté par un *momentum* macroéconomique global positif et l'appétit pour le risque des investisseurs. De plus, l'inflation continue de ralentir, s'établissant à 1,2 % en février, signant ainsi un neuvième mois consécutif en dessous de la cible d'inflation de la banque centrale, les amenant à procéder à une baisse de taux. Aussi, la Banque nationale suisse (BNS) avait déclaré lors de son comité de décembre qu'elle ne chercherait plus à défendre un franc fort afin de lutter contre l'inflation importée. La banque centrale subit également la pression des petites et moyennes capitalisations, car une devise plus faible renforcerait leurs exportations. L'ensemble de ces éléments pèsent sur le CHF, c'est pourquoi nous avons adopté une vue positive sur l'USD/CHF au cours des derniers mois. Compte tenu de la performance passée de la paire de devise, nous préférons prendre nos profits et opter pour une vue plus neutre sur l'USD/CHF à court terme.

## OR

### L'ascension se poursuit

Le prix de l'or a affiché un nouveau plus haut au-delà de USD 2 200/onçe après le comité de la Fed et faisant suite à une hausse de 7 % sur la première semaine de mars. En effet, sur le plan géopolitique et politique l'incertitude règne, ainsi que le ralentissement de la dynamique des taux réels (graphique 6). Enfin les achats des banques centrales dans une logique de diversification des réserves de changes, et possiblement les achats d'or par les investisseurs Chinois, comme alternative à un marché immobilier en difficulté, continuent de supporter le métal jaune. Après la surchauffe récente nous préférons attendre des points d'entrée plus bas, mais nous restons positifs à long terme pour les raisons évoquées au-dessus.

GRAPHIQUE 6 : RELATION COURS DE L'OR ET TAUX RÉELS



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



Lucas MERIC  
Investment Strategist



Amélioration  
du **POUVOIR  
D'ACHAT**  
et reprise de  
l'économie  
européenne

### SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : l'activité économique se normalise aux États-Unis et cette dynamique devrait se poursuivre dans les prochains mois avant de converger vers des niveaux de croissance potentielle en 2025. La dynamique macroéconomique s'améliore en zone euro et nous continuons de penser que l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages devrait porter la reprise de l'économie du Vieux Continent en 2024, même si ce rebond pourrait être retardé en raison d'enquêtes de confiance des ménages encore timorées. La croissance mondiale devrait être tirée en 2024 et 2025 par les pays émergents, notamment Asiatiques et ce malgré un ralentissement structurel de l'économie chinoise.
- **Inflation** : des données plus rigides qu'attendu en début d'année sur l'inflation sous-jacente américaine nous amènent à revoir légèrement à la hausse nos anticipations pour 2024 à 3,2 % (+20 pb, Core CPI). Malgré cette révision, une poursuite de la désinflation est toujours attendue ; la décélération du marché du travail et de la dynamique des salaires permettant d'assouplir la pression sur l'inflation des services aux États-Unis. En zone euro, la désinflation devrait être plus généralisée sur les différentes composantes, excepté sur l'énergie en raison d'effets techniques.
- **Banques centrales** : nous continuons d'attendre les premières baisses de taux de la Fed et la BCE au cours du deuxième trimestre, cependant, en raison de la rigidité récente de l'inflation sous-jacente américaine, nous n'anticipons plus que 75 pb de baisses pour la Fed en 2024, contre 100 pb pour la BCE.
- **Résultats d'entreprises** : la dynamique de révisions bénéficiaires reste positivement orientée pour les entreprises américaines, notamment grâce au secteur technologique. Nous demeurons en relatif plus confiants dans leur capacité à délivrer les anticipations de bénéfices que leurs homologues européennes dont les attentes continuent d'être révisées à la baisse.

- **Environnement de risque** : le risque d'une inflation plus persistante à moyen terme impliquant un taux terminal de la Fed plus élevé constitue le principal risque de marché. Nous surveillons également les risques liés à la soutenabilité des dettes publiques, la situation géopolitique à travers le globe tandis que les élections américaines sont susceptibles d'accroître la volatilité des marchés à court terme.

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

#### Actions

- La résilience de l'environnement macroéconomique, en particulier aux États-Unis, nous incite à maintenir notre scénario d'atterrissage en douceur de l'économie mondiale, qui devrait continuer de bénéficier aux marchés actions tout au long de l'année 2024. Si nous restons positifs sur les actions, nous notons une forte hausse des indices depuis le début de l'année, matérialisée par des indicateurs techniques particulièrement tendus. Par conséquent, nous réduisons légèrement notre surpondération en actions, mais restons prêts à renforcer notre exposition en cas de baisse du marché.
- Nous maintenons notre préférence pour les actions américaines au sein de notre allocation. L'environnement macroéconomique est favorable aux actions de la région et la récente saison de publication des résultats laisse penser que les entreprises seront en mesure de réaliser leurs prévisions pour 2024. De plus, la dynamique liée à l'Intelligence Artificielle (IA) reste très positive pour les actions américaines cotées.
- En dépit de valorisations historiquement faibles, les actions européennes nous semblent moins attrayantes en termes relatifs. Nous préférons attendre une inflexion de la dynamique bénéficiaire et une meilleure visibilité sur la croissance économique avant de renforcer notre exposition existante.



- Enfin, nous restons positifs sur les actifs émergents. Cependant, compte tenu des risques idiosyncratiques qui pèsent sur les marchés émergents, une approche diversifiée semble préférable. Une exposition plus large nous permettra également de tirer profit de certains cas spécifiques, tels que la Corée du Sud, qui bénéficie du retournement du cycle des semi-conducteurs.

### Obligations

- Notre scénario continue de se matérialiser avec une tendance haussière durable des taux d'intérêt, reflétant les récentes surprises à la hausse sur le front de l'inflation. Bien que nous soyons confortables concernant le niveau actuel des taux d'intérêt, nous restons sous-pondérés en termes de durée, dans la mesure où les incertitudes entourant l'évolution de la désinflation restent élevées. Pour ces raisons, nous réitérons notre opinion positive pour les emprunts d'État à maturité courte (jusqu'à 5 ans), par opposition à des maturités plus longues, plus volatiles et moins rémunératrices.
- En ce qui concerne le marché du crédit, nous réitérons notre préférence pour les obligations d'entreprises de haute qualité avec des maturités courtes au sein de notre allocation, qui offrent selon nous le meilleur ratio rendement/risque. Nous restons à l'écart des obligations à haut rendement, les risques de refinancement sur le marché restant élevés.
- Nous restons positifs sur la dette émergente libellée en devise locale, dans la mesure où elle celle-ci constitue une source supplémentaire de diversification.

### Marché des changes

- Comme nous l'avions anticipé, les investisseurs ont revu à la baisse leurs anticipations de baisse des taux de la Fed dans le sillage de nouvelles surprises inflationnistes. Si cela devrait profiter au dollar à court terme, le cycle d'assouplissement potentiel ainsi que divers facteurs structurels pourraient peser sur le billet vert.
- Nous n'avons pas modifié notre opinion sur le franc suisse qui ne bénéficie plus du soutien de la Banque nationale suisse (BNS) alors que le processus de désinflation semble bien engagé localement.
- Pour la première fois depuis 2007, la Banque du Japon a décidé de sortir de sa politique de taux d'intérêts négatifs. Néanmoins, la devise reste

faible face au dollar et pourrait bénéficier de nouvelles interventions de la banque centrale. En substance, le changement de parité à moyen terme reste contraint par la future politique monétaire de la Fed.

### CONVICTIONS CLÉS

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

Source : Indosuez Wealth Management.



# 08 • Market Monitor (devises locales)

## APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 21 MARS 2024



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	4,27 %	-5,38	38,78
France 10 ans	2,85 %	-6,70	28,90
Allemagne 10 ans	2,40 %	-3,50	38,30
Espagne 10 ans	3,21 %	-13,30	22,80
Suisse 10 ans	0,70 %	-17,90	-0,40
Japon 10 ans	0,74 %	2,20	12,80

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	36,18	0,79 %	-1,48 %
Emprunts d'État en EUR	202,55	0,62 %	-0,78 %
Entreprises haut rendement en EUR	218,23	0,06 %	0,88 %
Entreprises haut rendement en USD	338,51	1,13 %	1,06 %
Emprunts d'État américains	306,01	0,52 %	-0,66 %
Entreprises émergentes	44,40	0,54 %	0,61 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9748	2,32 %	4,94 %
GBP/USD	1,2658	-0,02 %	-0,57 %
USD/CHF	0,8975	1,97 %	6,67 %
EUR/USD	1,0860	0,34 %	-1,62 %
USD/JPY	151,62	0,72 %	7,50 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	12,92	-1,62	0,47

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	5 241,53	3,04 %	9,89 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 882,55	2,58 %	1,93 %
STOXX Europe 600	509,77	2,96 %	6,43 %
Topix	2 796,21	5,09 %	18,16 %
MSCI World	3 434,69	3,15 %	8,38 %
Shanghai SE Composite	3 581,09	2,71 %	4,37 %
MSCI Emerging Markets	1 048,34	1,84 %	2,40 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 528,82	-1,60 %	-5,03 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	201,53	-0,94 %	0,38 %
MSCI Asia Ex Japan	659,87	2,31 %	2,86 %
CAC 40 (France)	8 179,72	3,39 %	8,44 %
DAX (Allemagne)	18 179,25	4,66 %	8,52 %
MIB (Italie)	34 327,95	6,09 %	13,10 %
IBEX (Espagne)	10 867,50	7,19 %	7,58 %
SMI (Suisse)	11 703,66	2,79 %	5,08 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 528,00	-8,20 %	-12,67 %
Or (USD/Oz)	2 181,33	7,75 %	5,74 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	81,07	3,13 %	13,15 %
Argent (USD/Oz)	24,85	9,06 %	3,17 %
Cuivre (USD/Tonne)	8 950,50	4,26 %	4,57 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	1,68	-2,83 %	-33,05 %

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

DÉCEMBRE 2023	JANVIER 2024	FÉVRIER 2024	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (21 MARS 2024)
7,74 %	7,81 %	9,35 %	5,09 %	18,16 %
4,81 %	1,59 %	5,52 %	3,15 %	9,89 %
4,71 %	1,39 %	5,17 %	3,04 %	8,38 %
4,42 %	1,14 %	4,89 %	2,96 %	6,43 %
3,77 %	-1,02 %	4,63 %	2,71 %	4,37 %
3,75 %	-1,33 %	4,11 %	2,58 %	2,86 %
3,71 %	-4,68 %	1,84 %	2,31 %	2,40 %
3,35 %	-4,85 %	1,58 %	1,84 %	1,93 %
-0,36 %	-5,49 %	-0,01 %	-0,94 %	0,38 %
-1,86 %	-6,29 %	-0,52 %	-1,60 %	-5,03 %

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

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE





**AIE** : Agence internationale de l'énergie.

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

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

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

**BNEF** : Bloomberg New Energy Finance.

**BPA** : Bénéfice par action.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**FMI** : Le Fonds monétaire international.

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

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

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

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

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

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

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

**IRENA** : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

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

**ISR** : Investissement socialement responsable.

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

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

**OCDE** : Organisation de coopération et de développement économiques.

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

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

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

**OMC** : Organisation mondiale du commerce.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



## AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup> - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'Industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S0034, agrément : EC/2012-08 ;

- **en Suisse** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pellì 3, 6900 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Brochure est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Brochure ;

- **dans la Région administrative spéciale de Hong Kong** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571)(SFO) ;

- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, 068912 Singapour. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour 2001. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;

- **au DIFC** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai - UAE, une société réglementée par la Dubai Financial Services Authority (« DFSA »). La présente Brochure est uniquement destinée aux clients professionnels et/ou contreparties de marché. Aucune autre personne ne doit agir sur la base de celle-ci. Les produits ou services financiers dont il est question dans la présente Brochure seront uniquement mis à disposition des clients satisfaisant les critères de la DFSA relatifs aux clients professionnels et/ou aux contreparties de marché. La présente Brochure est fournie exclusivement à titre d'information. Elle ne doit pas être interprétée comme une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier ou de participation à une stratégie de négociation en particulier dans toute juridiction ;

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

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

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

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

Crédits photos: Envato.

Achevé de rédiger le 22.03.2024.





