



MONTHLY HOUSE VIEW

Juin 2023

Le pire n'est jamais certain

Architects of Wealth

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	LE PIRE N'EST JAMAIS CERTAIN	
02•	Focus	P4
	ZONE EURO : LA STABILITÉ A DU BON	
03•	Macroéconomie	P6
	DEUX MONDES DISTINCTS	
04•	Obligations	P8
	GARDER LA FOI	
05•	Actions	P10
	UNE DICHOTOMIE SUR LE MARCHÉ DES ACTIONS ?	
06•	Devises	P12
	LA SAISON DES VALEURS REFUGES	
07•	Allocation d'actifs	P14
	SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION	
08•	Market Monitor	P16
	APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Depuis quelques mois les risques augmentent aux États-Unis. La crise bancaire s'enlise. En effet, les banques américaines ayant moins de 250 milliards USD d'actifs ne sont pas considérées comme systémiques et ont donc la possibilité en théorie de faire faillite. Ces banques représentent pourtant 80 % des prêts immobiliers professionnels et fournissent environ la moitié des prêts à la consommation et à l'investissement non-immobilier. La bonne nouvelle est que cette crise, en provoquant une augmentation des taux de crédit, se substitue à une hausse des taux de la banque centrale et aboutit à un ralentissement de l'économie et donc de l'inflation. C'est exactement ce que cherche à faire la Réserve fédérale (Fed) en relevant ses taux. Cet effet, couplé à un ralentissement des créations d'emplois et des premiers signes d'affaiblissement de l'inflation sous-jacente¹, nous incite à penser que la limite de la Fed est probablement atteinte. Après dix hausses de taux consécutives, les taux directeurs vont probablement atteindre un taux maximum en étant passés de 0 % (borne basse) début 2022 à 5 % le 3 mai dernier.

A côté de cette crise bancaire américaine, se rajoute aujourd'hui la crainte du plafond de la dette. Janet Yellen, secrétaire d'État au Trésor, a déclaré qu'un défaut de paiement des États-Unis sur leur dette entraînerait le « chaos financier et économique » alors que l'opposition républicaine refuse toujours de relever le plafond de la dette sauf au prix de coupes drastiques dans les dépenses gouvernementales. Cette histoire n'est pas nouvelle et elle revient comme l'histoire du garçon qui criait au loup. En effet, cette procédure a été enclenchée à 78 reprises depuis le début des années 1960. Après avoir récolté moins d'impôts que prévus pour cette année, les États-Unis pourraient atteindre le mur de la dette dès le 1^{er} juin. L'incertitude autour du plafond a systématiquement été défavorable au dollar et source de volatilité. En 2011, l'agence de rating S&P avait abaissé la notation des États-Unis de AAA à AA+ et avait justifié sa décision par « des risques politiques » de voir le pays prendre des mesures insuffisantes contre son déficit budgétaire. À l'époque la dette était deux fois plus faible qu'aujourd'hui (14 500 milliards USD contre 31 000 milliards USD).

Même si le risque est réel car c'est la première fois depuis 2008 qu'on constate une telle tension sur le CDS² US il est fort probable qu'un accord de dernière minute soit trouvé.

L'autre plafond qui va probablement être relevé en fin d'année lors de la COP28 à Dubaï est le seuil de 1,5 degrés de limitation de l'augmentation des températures par rapport aux niveaux préindustriels. Il avait été fixé en 2015 lors des Accords de Paris pour lutter contre le réchauffement climatique à l'occasion de la COP21. Néanmoins, l'action politique dans les pays développés n'a jamais été aussi forte pour la transition énergétique, tant aux US (IRA³) qu'en Europe (REPowerEU⁴).

Dans ce contexte, notre scénario macroéconomique reste constructif. Alors que nous étions plus optimistes que le consensus en début d'année, c'est désormais le consensus qui s'est rapproché de nos prévisions. Nous ne voyons pas de récession aux États-Unis, uniquement une contraction modeste et temporaire de l'activité sur la deuxième moitié de 2023. L'économie mondiale sera tirée cette année par la Chine et l'Inde qui représenteront la moitié de la croissance mondiale. L'inflation devrait continuer de se normaliser.

Nous sommes passés d'un environnement de taux négatifs appelé « TINA » (*there is no alternative*, soit il n'y a pas d'alternative aux actions) à « TARA » (*there are reasonable alternatives*, soit il existe des alternatives raisonnables aux actions) car ce nouvel environnement de taux élevés est désormais propice aux solutions de court terme peu volatiles et à haut rendement ou à des solutions garanties. C'est une bonne nouvelle pour les investisseurs. L'adage de marché dit « *sell in May and go away* » (vendez en mai et partez) peut-être que cette année le mois de mai rimera avec opportunité.

Je vous souhaite une très agréable lecture de ce numéro, dans lequel nous examinons de plus près les divergences macroéconomiques en Europe, mais aussi entre les États-Unis et la Chine, et leur impact sur nos différentes classes d'actifs dans un contexte d'incertitude importante.

1 - Hors prix de l'énergie et de l'alimentation.

2 - *Credit Default Swap* : Dérivé de crédit qui permet de s'assurer contre un défaut de paiement.

3 - *Inflation Reduction Act* : Un axe de ce plan est dédié au développement de la transition énergétique sur le sol américain.

4 - Plan européen visant à réduire rapidement la dépendance à l'égard des combustibles fossiles russes et à accélérer la transition écologique.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Strategist

Après un choc énergétique majeur, l'économie de la zone euro affiche des performances inférieures aux anticipations du marché, mais parviendra à éviter la récession en 2023. Nos prévisions de croissance du PIB pour l'année en cours restent modestes et masquent de nombreuses divergences, mais elles n'ont pas changé depuis début janvier. La stabilité a parfois du bon. Dans ce contexte, faut-il encore favoriser les investissements en zone euro ?



La zone euro
devrait **ÉVITER**
LA RÉCESSION
en 2023

CROISSANCE DE LA ZONE EURO : DES DIVERGENCES ACCRUES

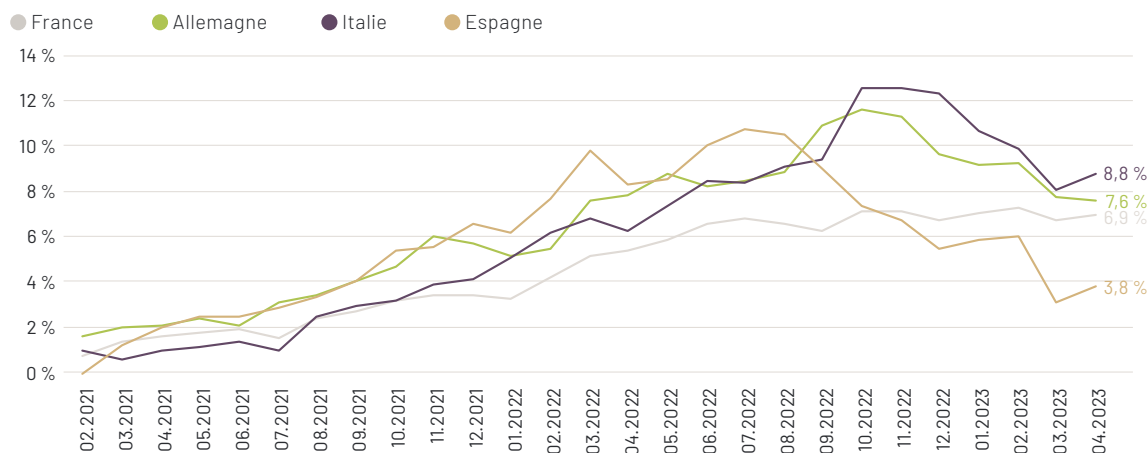
Après avoir évité la récession fin 2022, la zone euro partait sur de meilleures bases en 2023 : les marchés ont été continuellement surpris par des chiffres plus solides qu'anticipé, la région commençant à se stabiliser en même temps que les prix de l'énergie. Si les surprises à la baisse sont aujourd'hui plus nombreuses, on observe une divergence accrue entre les États membres en fonction de leur mix énergétique, de leurs politiques et du poids des services dans leur économie. L'économie allemande, qui n'a bénéficié que marginalement de la réouverture de l'économie chinoise et se caractérise par des consommateurs hésitants après le choc énergétique massif de 2022, constitue à ce stade notre plus grande déception. En France, les chiffres de l'industrie et des services au premier trimestre ont été entachés par la montée des tensions sociales liées à la récente réforme des retraites, ce qui laisse espérer un rebond au deuxième trimestre. La croissance de la région provient désormais des pays d'Europe du Sud. Après la levée de l'incertitude politique, le PIB italien a progressé de 0,5 %

en variation trimestrielle au premier trimestre 2023 et a dépassé les prévisions (0,2 %). La croissance a été tirée par les secteurs de l'industrie et des services, ainsi que par la demande d'exportations liée à la vigueur du tourisme hivernal. De son côté, la croissance espagnole – qui bénéficie d'une consommation privée domestique toujours solide et d'un afflux de touristes – suscite de nombreux espoirs pour 2023. La politique budgétaire a permis d'amortir la hausse de l'inflation, certes parmi les plus faibles de la zone euro en avril.

MARGES DES ENTREPRISES : UN ÉLÉMENT À SURVEILLER

Les divergences observées au sein de la zone euro n'ont pas aidé les responsables politiques, que ce soit sur le plan budgétaire ou monétaire. Si la politique budgétaire reste neutre au niveau de la région, les discussions de l'automne prochain s'annoncent houleuses. Sur le front de l'inflation, les prix ont augmenté de 7 % en glissement annuel (GA) en avril, avec des taux nationaux allant de 2 % à 15 % et une différence de cinq points entre les quatre principales économies (graphique 1).

GRAPHIQUE 1 : INFLATION DES 4 GRANDS PAYS DE LA ZONE EURO, GA, %



Sources : Reuters, Indosuez Wealth Management.

Cela rend tout assouplissement de la politique de la Banque centrale européenne (BCE) difficilement justifiable d'un point de vue macroéconomique. Sur le plan sectoriel, la baisse des prix des biens industriels a jusqu'à présent été compensée par la hausse de l'inflation des services, qui ne montre aucun signe de ralentissement et ajoute à l'inconfort de la BCE.

Le comportement des entreprises aura un impact sur la pérennité de l'inflation. À ce stade, celle-ci n'a pas eu d'effet véritable sur les marges des entreprises, car les prix ont été répercutés sur les consommateurs. Toutefois, l'atténuation des tensions au niveau de l'offre, la suppression progressive du soutien budgétaire, l'épuisement de l'excès d'épargne privée et le ralentissement de l'activité économique mondiale devraient peser sur les prix et contraindre les entreprises à réduire leurs marges en 2023. Le récent resserrement du crédit pourrait également freiner la demande. Néanmoins, comme l'a récemment souligné la Commission européenne, si la part des bénéfices ne s'ajuste pas, les augmentations de salaire finiront par provoquer une nouvelle hausse de l'inflation, renforçant les craintes de voir apparaître une spirale salaires/prix. En raison de conditions météorologiques difficiles en Europe, les prix des denrées alimentaires représentent également un risque croissant. Dans l'ensemble, les prix de l'énergie et des produits industriels devraient contribuer à freiner l'inflation. Mais comme l'a rappelé la BCE, les perspectives d'inflation demeurent « trop élevées sur une période trop longue ».

REPRISE DU TOURISME

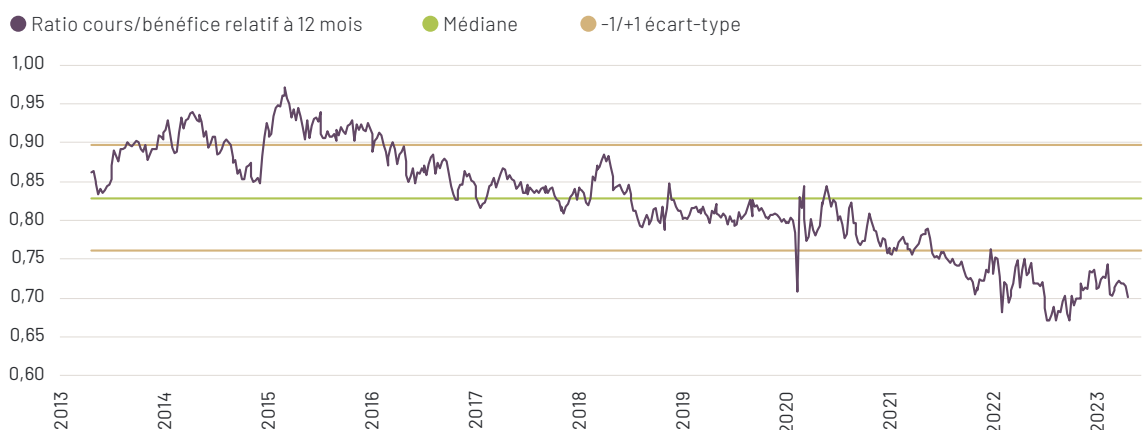
Enfin, le tourisme (qui représente directement 5 % de l'économie de la région) dispose encore d'une marge de progression en zone euro.

Selon les données les plus récentes, le trafic aérien en Europe a atteint, au mois de mars, 88 % du niveau qui prévalait en mars 2019. Fait important, ces chiffres n'intègrent pas le rétablissement complet du tourisme impliquant les voyageurs long-courriers, plus « rentables » car ils dépendent davantage et séjournent plus longtemps que les touristes régionaux. Si les voyageurs américains sont aujourd'hui de retour, le flux des touristes chinois vers les destinations européennes devrait rester, en 2023, inférieur de 60 à 70 % aux niveaux pré-pandémie. En effet, les délais dans les renouvellements de passeport, l'incertitude politique et l'essor des attractions touristiques domestiques ont retardé le rétablissement complet des voyages en provenance de la Chine vers l'Europe.

PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS POUR L'INVESTISSEUR

Malgré ces perspectives sombres, les actions européennes sont sous-évaluées par rapport à leurs homologues américaines (graphique 2), alors même qu'elles bénéficient d'un biais de qualité (notamment grâce aux produits de luxe). Le ciblage des exportateurs européens est un thème d'investissement clé depuis la mi-2022, qui permet de privilégier la qualité et de miser sur la reprise chinoise (même si celle-ci s'est quelque peu essouffée récemment - voir la section Macroéconomie, page 6). Sur les marchés de taux, les investisseurs en obligations européennes devront rester patients, car la BCE n'a pas tout à fait terminé son cycle de resserrement. À plus long terme, le nouveau plan d'investissement de l'Union Européenne (UE) associé au Pacte Vert pour l'Europe⁵ va dans la bonne direction et renforcera la compétitivité de la région sur le segment des investissements dans des initiatives durables.

GRAPHIQUE 2 : LES ACTIONS EUROPÉENNES RESTENT SOUS-ÉVALUÉES PAR RAPPORT AUX ACTIONS AMÉRICAINES



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

5 - Un plan qui examine les lois existantes au prisme de leurs mérites en matière de climat, tout en introduisant une nouvelle législation sur l'économie circulaire, la rénovation des bâtiments, la biodiversité, l'agriculture et l'innovation. Ce plan mobilise 25 % du budget de l'UE pour le financement de la lutte contre le changement climatique.



Lucas MERIC
Investment Strategist

D'un côté, l'économie américaine devrait se contracter au second semestre 2023, alors que le cycle de resserrement monétaire de la Fed touche à sa fin et que l'inflation se maintient à des niveaux historiquement élevés. De l'autre, l'économie chinoise devrait croître de 5,6 % en 2023, dans un contexte d'absence d'inflation et de politique économique accommodante.



4,5 % :
les anticipations
D'INFLATION
À UN AN AUX
ÉTATS-UNIS
restent
préoccupantes

ÉTATS-UNIS : UN MARCHÉ DU TRAVAIL EXTRÊMEMENT RÉSISTANT

Freiné par la baisse des stocks, le PIB américain a fortement déçu au premier trimestre 2023 avec une progression limitée à 1,1 % en rythme annualisé (le consensus tablait sur 1,9 %), malgré une performance encore solide de la consommation privée (3,7 %).

À ce stade, le durcissement des conditions de financement semble néanmoins limité : la proportion de petites entreprises déclarant que « les prêts sont plus difficiles à obtenir » diminue par rapport au record d'avril (enquête NFIB⁶), tandis que la dernière enquête de la Fed montre un moindre resserrement des conditions de prêt bancaire au premier trimestre 2023. L'activité a enregistré un léger rebond en avril, mais reste caractérisée par une dichotomie entre un secteur manufacturier en récession depuis le début de l'année (le PMI⁷ est sous la barre des 50 à 47,1) et un secteur des services qui ralentit mais résiste (PMI à 51,9), soutenu par la vigueur des nouvelles commandes.

La confiance des consommateurs a fortement chuté en avril en raison des inquiétudes concernant la trajectoire de l'économie américaine - les anticipations d'inflation à un an atteignent le niveau préoccupant de 4,5 %. Dans ce contexte difficile, l'essoufflement de la consommation devrait peser sur la croissance américaine au second semestre, mais nous n'adhérons pas au scénario d'une contraction prolongée envisagé par certains analystes. Le marché du travail américain a continué de montrer des signes de normalisation post-pandémie : le ratio postes vacants/chômeurs a reculé à 1,64 (contre 1,96 en décembre 2022), mais la création d'emplois reste résiliente. Le taux de chômage a atteint un niveau historiquement bas de 3,4 %, qui se traduit par des pressions sur les salaires (les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté de 6,3 % au premier trimestre 2023). Cette résistance des salaires continue de soutenir l'inflation des services (sauf la composante du logement, qui a ralenti pour la première fois en deux ans en avril), tandis que la composante alimentaire décélère en raison d'effets de base.

6 - National Federation of Independent Business.
7 - Indice des directeurs d'achat.



L'inflation atteint
0,1 % EN GA,
un niveau
nettement inférieur
à **L'OBJECTIF
DE LA BPC**

L'inflation sous-jacente (5,5 % en GA) est désormais supérieure à l'inflation globale (4,9 %), ce qui s'explique par la contribution négative de l'énergie. Sur la base d'un premier trimestre 2023 moins dynamique qu'anticipé, nous avons révisé nos prévisions de croissance annuelle à 1,1 % (tableau 1).

Nous tablons toujours sur une légère contraction au second semestre 2023, sur base d'un marché du travail et de conditions de crédit moins favorables. Pour 2024, nous prévoyons un redressement de la croissance porté par la reprise du pouvoir d'achat des ménages, des taux d'utilisation des capacités encore élevés et la fin de la purge dans l'immobilier résidentiel. En prenant en compte l'important acquis de croissance négatif lié à la fin de l'année 2023, nous estimons que la croissance du PIB avoisinera 0,4 % en 2024.

CHINE : DE L'AUTRE CÔTÉ DU CYCLE ÉCONOMIQUE

En Chine, le rebond des services (PMI Caixin à 56,4 en avril) confirme le caractère essentiellement domestique de la réouverture. Les vols intérieurs ont d'ores et déjà dépassé les niveaux de 2019, tandis que les ventes de détail ont enregistré un vif rebond. Sans surprise, le secteur manufacturier est resté à la traîne, retombant en récession tandis que les importations ont chuté de 7,9 % en GA en avril. Dans l'ensemble, malgré le rebond des indicateurs économiques, la dynamique de la reprise semble déjà s'essouffler. L'indicateur des surprises économiques s'est effondré en mai après avoir atteint son plus haut niveau depuis 2006 en

avril, cela pouvant toutefois également s'expliquer par l'optimisme excessif des économistes (les ventes de détail étaient attendues à 21 % en avril).

Une fois l'impact de la réouverture passé, il est essentiel – comme nous l'écrivions dans le précédent numéro – que le sentiment des consommateurs chinois se redresse afin de donner un second souffle à la croissance. Dans cette optique, les prémices d'un redressement du secteur immobilier sont de bon augure pour la consommation. En avril, les prix des logements neufs ont augmenté pour le troisième mois consécutif, près de 90 % des villes ayant enregistré des hausses de prix. Parallèlement, les ventes de détail ont enregistré un bond de 18,6 % en GA en avril. Le chômage des 16-24 ans, qui dépasse 20 %, constitue toutefois un point noir. En outre, l'inflation (0,1 % en GA) reste nettement inférieure à l'objectif de la Banque populaire de Chine (BPC) (3 %), tandis que les nouvelles demandes de prêts ont fortement ralenti en avril, des signaux indiquant que le rétablissement complet de la consommation se fait attendre. On peut espérer que ces mauvais chiffres laissent entrevoir de meilleures perspectives. De fait, la situation chinoise diffère de celle de la plupart des économies développées, dans la mesure où les autorités disposent d'une marge de manœuvre dans un contexte de reprise et d'inflation quasiment neutre. Nous pensons que les politiques monétaires et budgétaires resteront favorables cette année, ce qui permettra à l'économie chinoise de croître de 5,6 % en 2023.

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	1,1 %	0,4 %	4,0 %	2,6 %
Zone euro	0,5 %	1,0 %	5,7 %	3,0 %
Chine	5,6 %	4,7 %	1,3 %	2,5 %
Japon	1,1 %	1,3 %	2,7 %	2,2 %
Inde	5,4 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Brésil	0,9 %	1,2 %	5,0 %	5,0 %
Monde	2,4 %	2,8 %	-	-

Source : Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Avec la contribution
de l'équipe Obligations

Comment se réinventer mois après mois quand on travaille sur la classe d'actifs supposée la plus ennuyeuse : les obligations ? La réponse est simple : après plus d'un an de turbulences, les perspectives des marchés de taux sont liées à la capacité – ou la volonté – des banques centrales des pays développés de restaurer des régimes d'inflation proches de 2 %. Nous gardons la foi et continuons à limiter les investissements à la partie courte de la courbe, en évitant pour l'instant le risque de durée.



LA FED
A RELEVÉ
ses taux directeurs
de 500 PB
depuis mars 2022

BANQUES CENTRALES

Les investisseurs obligataires doivent désormais tenir compte de la volatilité. Ce nouveau contexte est essentiellement dû à l'action des banques centrales : la Fed a relevé son taux de référence de 500 points de base (pb) depuis mars 2022, soit le rythme le plus rapide depuis les années 1970. Après ce mouvement, elle est à présent en mode attentiste. « Dépendante des données » selon Jerome Powell, la banque centrale ne s'interdit pas de continuer à relever les taux, mais notre scénario central envisage plutôt un plateau. De leur côté, les marchés anticipent une première baisse des taux dès le mois de septembre 2023. Ce scénario, qui suppose une récession américaine imminente et sévère, est très éloigné de nos prévisions et du consensus des économistes.

Par ailleurs, les investisseurs s'interrogent sur la forme de la courbe des taux. La Fed gère délibérément une courbe des taux inversée (comme l'a récemment expliqué Neel Kashkari, président de la Fed de Minneapolis). Par conséquent, les primes de terme restent très faibles et les taux à long terme sont susceptibles d'être fortement impactés par un scénario de croissance relativement optimiste. Nous privilégions donc les investissements sur la partie courte de la courbe, notamment parce que le portage et le *roll-down*⁸ protègent les investisseurs contre la hausse des taux à court terme.

8 - Le *roll-down* des obligations consiste en un changement de valeur dû au passage du temps. À mesure qu'une obligation approche de son échéance, sa valeur converge vers le prix de remboursement.

PLAFOND DE LA DETTE

Où en sommes-nous sur la question du plafond de la dette ? Existe-t-il un risque de défaut du Trésor américain ? Pour faire simple, le plafond de la dette représente une limite législative au montant que l'administration des États-Unis peut emprunter. Avec un encours de 31 500 milliards USD, le Trésor atteint très souvent cette limite. Cette fois-ci, les divergences entre démocrates et républicains au Congrès semblent trop importantes pour qu'un accord puisse être trouvé. Cela rappelle aux investisseurs l'épisode de 2011, lorsque les États-Unis avaient perdu leur note AAA en raison d'efforts de concertation insuffisants. À ce jour, la probabilité de défaut dérivée du marché des CDS (graphique 3) se situe néanmoins en dessous de 4 %.

CRÉDIT

Comme en 2011, l'absence d'accord et/ou un dénouement incertain pèseront sur toutes les classes d'actifs, notamment les marchés de crédit. Le marché des swaps deviendra le nouveau baromètre des taux d'intérêt. La courbe de rendement des bons du Trésor américain sera la première impactée, puis ce sera le tour de la dette d'entreprise.

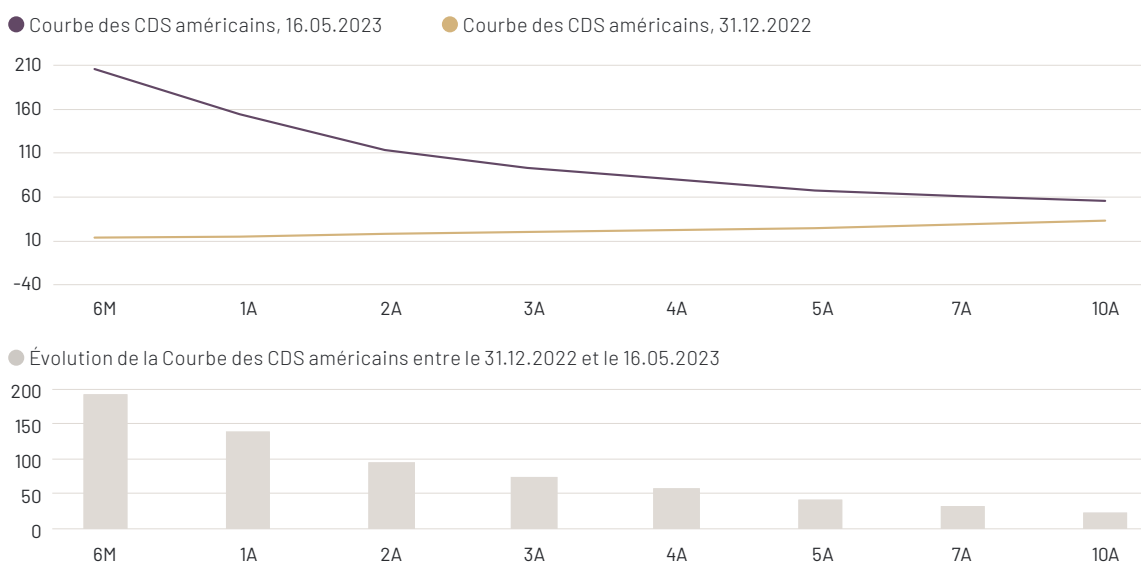
En ce qui concerne les tensions bancaires, les investisseurs scrutent à présent les signes de resserrement du crédit dans l'ensemble de l'économie. Cependant, il est difficile d'identifier un impact concret à ce stade.

En zone euro, le narratif semble plus simple. Les indicateurs économiques faiblissent et surprennent à la baisse, tandis que la BCE se prépare à engager son resserrement quantitatif (QT). La demande de prêts a marqué le pas au premier trimestre. Après dix années dans un environnement de taux très bas ou négatifs, le réveil s'annonce difficile pour les économies européennes.

En avril, les marchés de crédit européens ont partiellement comblé la sous-performance de mars grâce à des rendements plus élevés, des bilans solides et l'absence de signaux inquiétants liés à la volatilité des marchés actions. Les taux d'intérêt sur les investissements en crédits de haute qualité à un ou trois ans dépassent les rendements associés aux échéances plus longues. Par conséquent, les investisseurs en portage privilégient les instruments à court terme. Cette approche comporte un risque de réinvestissement, mais élimine le risque de duration (lié à la volatilité évoquée au premier paragraphe).

Sur les marchés obligataires, on privilégie généralement la prudence par rapport à une prise de risque agressive. Notre équipe a fait le choix tactique de réduire l'exposition aux segments les plus risqués du crédit : dette subordonnée, haut rendement et crédit asiatique. Comme indiqué précédemment, il semble difficile d'anticiper des plus-values sur la baisse des taux ou la compression des *spreads*.

GRAPHIQUE 3 : ÉVOLUTION DE LA COURBE DES CDS AUX ÉTATS-UNIS, PB



Remarque : il y a 9 pays notés AAA dans le monde, en tenant compte des 3 agences de notation.
Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Avec la contribution
de l'équipe Actions

Dépassant les attentes, la saison des résultats du premier trimestre 2023 a été globalement satisfaisante. Ce catalyseur positif semble toutefois sous-estimé par les investisseurs, qui se concentrent désormais sur le risque lié au plafond de la dette américaine. En outre, nous observons une dissonance évidente entre la Fed, qui n'envisage aucune baisse de taux, la résilience des marchés actions et les attentes des marchés obligataires – qui intègrent des baisses de taux dès cette année.

ÉTATS-UNIS

Les marchés boursiers américains affichent une très forte concentration des performances depuis le début de l'année, les 15 plus grandes capitalisations contribuant à hauteur de 97 % de la performance du S&P 500 (graphique 4). Dans le même esprit, depuis le lancement de ChatGPT en novembre 2022, l'indice NYSE FANG+⁹ a surperformé l'indice Russell 2000 de plus de 50 % !

Depuis un mois, les investisseurs qui surveillent de près les résultats du premier trimestre 2023 ont observé plusieurs évolutions positives : des résultats supérieurs aux attentes du marché, un certain nombre de prévisions optimistes des entreprises, et enfin des analystes commençant à relever leurs anticipations. Cependant, les titres des entreprises concernées ont réagi de manière décevante à ces bonnes nouvelles. Il est vrai que les bénéficiaires trimestriels accusent, par rapport à la fin de l'année précédente, un recul d'environ 3 %.

Cette saison des résultats renforce donc notre volonté de privilégier les acteurs de qualité présentant des bilans sains et des niveaux de marge stables. De fait, certaines entreprises évoquent déjà des difficultés d'accès au crédit, tandis que d'autres annoncent des programmes de rachat d'actions parce qu'elles disposent de liquidités excédentaires.

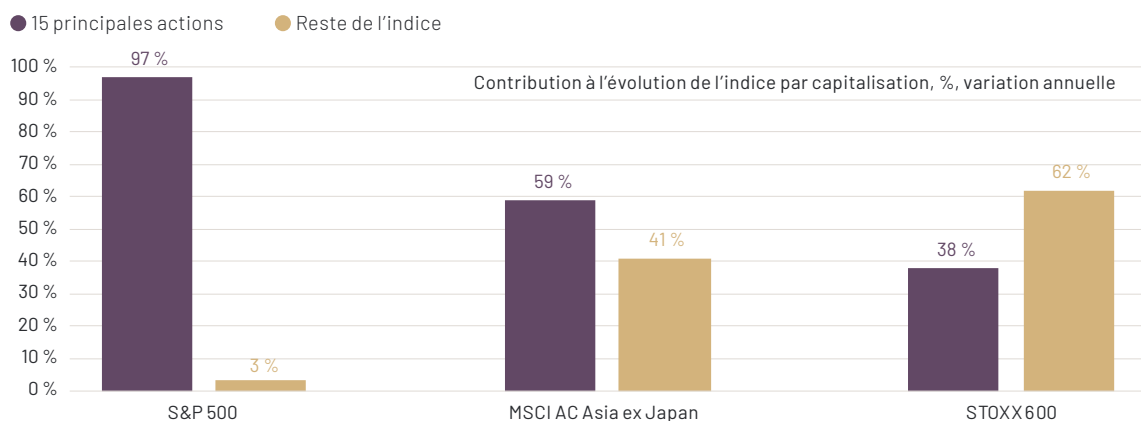
EUROPE

Au cours du mois dernier, les actions européennes ont continué à surperformer les actions américaines. La zone euro demeure soutenue par divers facteurs tels que la baisse des prix de l'énergie et la réouverture de la Chine (directement avec la reprise des exportations vers la Chine, mais aussi indirectement, car de nombreux investisseurs ont misé sur la réouverture via les actions européennes).



LES
INVESTISSEURS
surveillent de près
les résultats du
1^{ER} TRIMESTRE

GRAPHIQUE 4 : LES MÉGA CAPITALISATIONS SONT LES GRANDES GAGNANTES



Remarque : on observe une divergence extrême, 97 % de la performance du S&P 500 provenant des 15 plus grandes actions de l'indice.
Sources : Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.

⁹ - Acronyme désignant, entre autres, les actions de quatre entreprises technologiques américaines de premier plan : Meta (anciennement Facebook), Amazon, Netflix et Alphabet/Google.



En termes de valorisation, les actions européennes restent attrayantes et se négocient avec une décote record par rapport au marché américain. En outre, la saison des résultats du premier trimestre 2023 est plutôt rassurante, la proportion d'entreprises ayant battu les estimations de chiffre d'affaires et de bénéfice par action (BPA) ayant fortement augmenté. Alors que plus de 80 % des sociétés du STOXX 600 ont publié leurs comptes, 70 % ont battu les estimations du marché en matière de BPA (ce qui est nettement supérieur au chiffre de 55 % enregistré au trimestre précédent). Globalement, l'ampleur des surprises sur les bénéfices a atteint 10 %. Nous restons optimistes sur les actions de la zone euro et privilégions toujours les titres de qualité, notamment présents dans les secteurs du luxe et de la santé.

MARCHÉS ÉMERGENTS

Jusqu'à présent, l'année 2023 s'est avérée particulièrement volatile sur les marchés boursiers asiatiques. Actuellement, l'incertitude et les préoccupations restent élevées dans la région. Les tensions entre les États-Unis et la Chine sont notamment source d'inquiétude pour les investisseurs internationaux. Or, il existe une profonde déconnexion entre les fondamentaux de l'économie et des entreprises chinoises et la performance réelle des marchés actions. Nous pensons que cette déconnexion est seulement temporaire. Les investisseurs chinois, qui disposent encore d'une épargne excédentaire, ne sont pas complètement revenus sur les marchés boursiers.

En outre, la perception par les investisseurs occidentaux des risques associés à la Chine assombrit l'horizon à court terme. Une nouvelle amélioration des indicateurs concrets semble nécessaire pour dépasser cette situation. Parmi les marchés asiatiques, nous privilégions la Chine en 2023 en raison de valorisations attrayantes, d'un rebond économique sensible et de dépenses de consommation potentiellement massives (soutien significatif de l'épargne et du cycle de crédit) dans tous les sous-segments de la consommation. Néanmoins, le sentiment des consommateurs doit préalablement s'améliorer.

STYLES D'INVESTISSEMENT

Nous restons concentrés sur les actions de qualité qui tendent à surperformer dans les périodes où la Fed atteint son taux terminal, mais aussi lorsque les risques liés au plafond de la dette américaine sont élevés.

Après la nette sous-performance des titres *Value* par rapport aux titres *Growth* au premier trimestre 2023, la performance relative se situe désormais dans une fourchette plus étroite. Nous attendons un rebond substantiel du segment *Value* pour prendre des bénéficiers et accroître notre exposition au segment *Growth*. Parmi les valeurs de croissance, nous privilégions les grandes entreprises rentables n'ayant pas de besoins de financement, exposées à l'intelligence artificielle (IA) ou ayant des modèles d'abonnement qui bénéficieront du recul des taux à long terme.



Maxime GARCIA
Investment Strategist

Si le dollar est susceptible d'afficher une certaine résistance à court terme, nous restons positifs sur la tendance à long terme de la paire EUR/USD, soutenue par un écart de taux d'intérêt qui devrait évoluer en faveur de l'euro. De leur côté, le dollar australien et le yuan restent étroitement liés à la réouverture de la Chine. Enfin, le franc suisse, l'or et le yen devraient bénéficier des incertitudes macroéconomiques.



La tendance de long terme à la
FAIBLESSE
DU DOLLAR
reste intacte

USD

Résistance à court terme

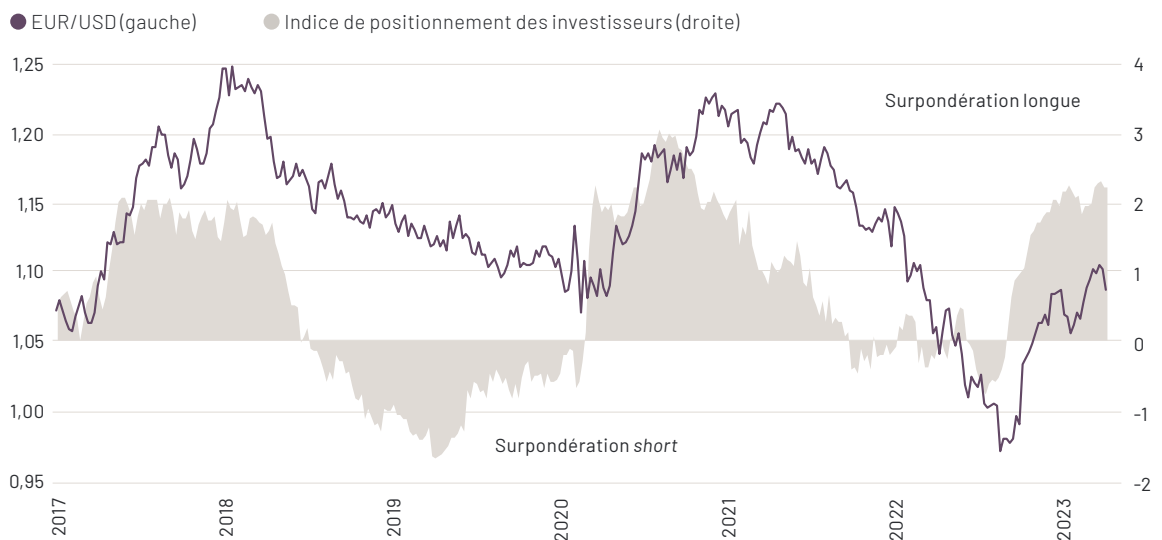
Le dollar pourrait retrouver des couleurs dans les semaines à venir, aidé par une dynamique macroéconomique positive susceptible d'entraîner une réévaluation à la hausse des prévisions concernant les taux de la Fed, alors que le marché anticipe une baisse des taux agressive depuis le mois de mars. Le statut de valeur refuge de la devise américaine reste toutefois menacé par les inquiétudes concernant les banques régionales américaines et le plafond de la dette. Si l'histoire nous enseigne qu'un compromis ou une suspension temporaire du plafond pourrait donner un coup de pouce au billet vert, la tendance de long terme à la faiblesse du dollar reste intacte.

EUR

Essoufflement de la dynamique

L'euro risque de perdre du terrain à court terme, puisqu'une grande partie des éléments positifs sont déjà intégrés dans les cours. Le taux de change effectif nominal de la monnaie unique étant proche de ses sommets historiques et le positionnement des investisseurs reflétant une forte surpondération (graphique 5), le potentiel de hausse semble épuisé à ce stade. En outre, des surprises moins négatives aux États-Unis devraient peser sur la paire EUR/USD à court terme. Nous maintenons cependant notre cible de 1,08-1,12, une BCE plus agressive devrait en effet soutenir la devise européenne en renforçant l'écart de taux d'intérêt en faveur de l'euro. Une sortie de la fourchette vers 1,15 – voire plus haut – n'est pas exclue, mais nécessiterait un positionnement nettement plus accommodant de la Fed.

GRAPHIQUE 5 : LES INVESTISSEURS SURPONDÈRENT LARGEMENT L'EURO



Sources : Bloomberg, CACIB, Indosuez Wealth Management.

AUD

Dynamique de l'inflation et réouverture de la Chine

Alors que la Banque centrale d'Australie (RBA) a surpris en relevant ses taux d'intérêt de 25 pb après une pause en avril, les marchés évaluent maintenant à environ 50 % les chances d'une nouvelle augmentation de 3,85 % à 4,10 % d'ici le mois d'août. La banque centrale souhaite ramener l'inflation (7 % au premier trimestre après un pic à 7,9 %) dans une fourchette de 2 à 3 % dans un délai raisonnable. Les importations chinoises en provenance d'Australie restent solides (+22 % en GA, contre -7,9 % pour les importations chinoises totales en avril). En effet, la Chine demeure un acheteur important de matières premières australiennes telles que le minerai de fer et le charbon. À moins d'une récession sévère, toute baisse du dollar australien sera limitée. Les supports se situent à 0,6630 (avant la hausse des taux de la RBA) et, de façon plus critique, à 0,6560 (le pivot du récent double creux).

CNY

Des atouts et des faiblesses

Le yuan subit actuellement des pressions à court terme, les marchés craignant que la réouverture de la Chine s'essouffle. Les services sont stimulés par la demande refoulée des consommateurs, mais l'activité industrielle pâtit de la montée des pressions extérieures. La Banque populaire de Chine demeure plutôt accommodante, même si aucune mesure de relance supplémentaire n'a été annoncée pour l'instant. Nous restons toutefois positifs à long terme : la paire USD/CNY pourrait se situer dans une fourchette de 6,8-6,6 en 2023/24, soutenue par une économie qui affiche parmi les meilleures prévisions au niveau mondial pour 2023.

CHF

Vigueur persistante

Depuis le début de l'année, le franc suisse s'est bien comporté malgré les turbulences causées par l'effondrement de Credit Suisse. Cela réduit le potentiel de gains supplémentaires à court terme, mais la devise devrait rester solide, soutenue par de nouvelles hausses de taux et d'éventuelles interventions sur le marché des changes, alors que l'inflation sous-jacente reste bien supérieure à l'objectif de la Banque nationale suisse (BNS).

En outre, le statut de valeur refuge du franc suisse reste attrayant dans un environnement marqué par de nombreuses incertitudes. Nous anticipons une fourchette de 0,97-1,00 pour la paire EUR/CHF et un niveau proche de 0,90 pour la paire USD/CHF.

JPY

Dans l'attente d'un changement de politique monétaire

Le nouveau gouverneur de la banque centrale, Kazuo Ueda, s'est engagé à maintenir une position accommodante, liant toute évolution du contrôle de la courbe des taux à la tendance sous-jacente de l'inflation. Ce discours a exercé une pression à la baisse sur le yen. Toutefois, comme les craintes de récession augmentent aux États-Unis et que l'inflation sous-jacente accélère au Japon, la politique monétaire de la Banque du Japon devrait être révisée dans les mois à venir. Nous maintenons notre opinion positive à moyen terme sur le yen, qui devrait retrouver son attrait de valeur refuge.

OR

Demande toujours robuste

Malgré la récente correction qui a succédé au pic de 2 070 dollars l'once atteint début mai, le métal jaune reste proche de niveaux historiquement élevés et sa tendance haussière à long terme demeure intacte, soutenue par les risques pesant sur l'économie américaine. Les craintes de récession et le plafond de la dette américaine pourraient en effet permettre à l'or de continuer à flirter avec les sommets. Les analystes de Bank of America envisagent un prix proche de 2 500 dollars l'once cette année en cas de défaut de paiement des États-Unis. Néanmoins, des cours historiquement élevés pourraient inciter les banques centrales émergentes qui avaient ciblé l'or pour des raisons stratégiques ou géopolitiques à cesser leurs achats, ce qui limiterait le potentiel de hausse.

07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



**PAS DE
CHANGEMENT**
dans le scénario
global de
la zone euro

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : une croissance mondiale modeste en 2023, tirée par les marchés émergents, en particulier la Chine. L'économie américaine continue de ralentir : deux trimestres de contraction sont prévus au second semestre 2023, suivis d'un léger rebond en 2024. Pas de changement notable du scénario économique en zone euro, mais une divergence économique accrue entre l'Allemagne et les pays d'Europe du Sud qui bénéficient de la reprise des services.
- **Inflation** : la désinflation est en cours dans les économies avancées, en particulier dans le secteur manufacturier (résorption des difficultés de la chaîne logistique), tandis que l'inflation touchant les logements, l'énergie et l'alimentation commence à montrer des signes de ralentissement. À l'inverse, l'inflation des services devrait persister en raison de la forte dynamique des salaires, justifiant notre prévision d'une trajectoire d'inflation en forme de racine carrée.
- **Banques centrales** : nous ne souscrivons pas au scénario du marché envisageant une inflexion de la Fed dès l'été 2023, mais estimons que les taux d'intérêt connaîtront un plateau pendant une période prolongée. La stabilité financière, sous le feu des projecteurs après les récentes turbulences bancaires aux États-Unis, constitue aujourd'hui la principale préoccupation de la Fed. La BCE n'a pas encore achevé son cycle de hausse des taux et devrait procéder à un nouveau relèvement de 25 pb en juin.
- **Bénéfices** : la saison des résultats du premier trimestre 2023 a reflété une certaine résilience des entreprises. Mais ces bons résultats ne se sont pas traduits par une hausse des cours. Parallèlement, les prévisions semblent meilleures qu'habituellement observées par le passé, même si des doutes subsistent quant à la capacité des entreprises à maintenir des marges élevées.
- **Environnement de risque** : la probabilité du scénario de risque alternatif augmente en raison des conséquences des événements du secteur bancaire (malgré un apaisement des tensions), de la détérioration des conditions de prêt et de la focalisation accrue du marché sur la question du

plafond de la dette américaine. Parallèlement, les risques externes – en particulier les risques géopolitiques – restent élevés. Le faible niveau de l'indice de volatilité des actions incite à renforcer les stratégies optionnelles, soit pour se protéger à la baisse, soit pour accroître la participation à la hausse.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

Actions

- Positionnement neutre sur les actions mais avec un biais prudent à court terme, compte tenu de la forte performance des marchés européens au cours des deux derniers trimestres, d'une saisonnalité défavorable et de l'absence de catalyseurs clairs pour une nouvelle hausse, qui viennent dégrader le ratio rendement/risque des actifs risqués. Nous sommes néanmoins prêts à redéployer nos réserves de liquidités en cas de correction du marché.
- Les actions des marchés développés affichent un bilan mitigé, avec des perspectives macroéconomiques moins encourageantes, compensées par de solides fondamentaux des entreprises. Malgré le manque d'attrait des investisseurs internationaux, la Chine reste une conviction forte, notamment en ce qui concerne les actions domestiques. Ce segment, qui offre des valorisations attrayantes, devrait bénéficier du rebond économique en cours et du redressement de la consommation.
- Dans un environnement macroéconomique complexe, nous privilégions les entreprises de qualité offrant une bonne visibilité sur les bénéfices. Le style *Growth* risque de s'avérer vulnérable à la hausse des taux à court terme, mais une consolidation des valeurs technologiques pourrait offrir des points d'entrée intéressants à l'approche de la fin du cycle de resserrement monétaire. La montée en puissance de l'intelligence artificielle est un facteur positif pour cette thématique. Nous restons prudents vis-à-vis des petites et moyennes capitalisations, qui ont tendance à être davantage corrélées au cycle économique.

Obligations

- Nous continuons à maintenir une sous sensibilité taux dans nos portefeuilles : les risques liés aux taux d'intérêt restent orientés à la hausse tant que la dynamique de l'inflation sous-jacente est éloignée de la zone de confort des banquiers centraux. L'effet de décorrélation entre les obligations d'État et les actifs risqués semble limité par rapport à celui des actifs monétaires.
- Nous préférons la partie courte de la courbe des taux des deux côtés de l'Atlantique. Ce segment offre un portage attrayant, tandis que les échéances plus longues sont pénalisées par une volatilité plus élevée et le risque de reconstitution de la prime de terme.
- Nous identifions de la valeur dans les stratégies de pentification sur la courbe des taux américains : le niveau d'inversion étant anormalement élevé par rapport aux normes historiques, ces stratégies offrent un fort potentiel d'appréciation en cas de normalisation de la courbe des taux. Ces stratégies offrent également un portage positif sans risque de duration et une couverture macroéconomique en cas de ralentissement prononcé.
- Sur le segment du crédit, nous préférons la dette d'entreprise de qualité à celle du segment du haut rendement, compte tenu de la détérioration des conditions de financements. Nous avons abaissé notre recommandation sur la dette d'entreprise américaine alors que le rendement de celle-ci est désormais proche de celui offert par les fonds monétaires.

Marché des changes

- Après deux trimestres de surperformance par rapport au dollar, la dynamique haussière de l'euro pourrait s'essouffler sur fond de surprises macroéconomiques moins négatives aux États-Unis et d'un positionnement agressif des investisseurs mondiaux. À long terme, une politique monétaire actuelle de la BCE constitue un facteur de soutien.
- La récente déclaration du nouveau gouverneur de la Banque du Japon a pesé sur le yen, alors qu'une évolution potentielle du contrôle de la courbe des taux semble avoir été repoussée à plus tard. Néanmoins, la dynamique de l'inflation sous-jacente pourrait inciter les autorités monétaires à agir et à communiquer davantage sur un changement de politique, ce qui pourrait soutenir la devise.

- Bien que la hausse des taux d'intérêt risque de peser sur le cours de l'or à court terme, nous restons positifs à l'égard du métal jaune pour des raisons structurelles (poursuite des achats par les banques centrales) et pour son rôle d'assurance au sein des portefeuilles.

CONVICTIONS 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	=/+	=
Rendement	+	=/+
Cycliques	=/-	=/+
Défensives	=	=/-
DEVICES		
États-Unis(USD)	=	=/-
Zone euro (EUR)	=	=/+
Royaume-Uni (GBP)	=/-	=
Suisse (CHF)	=/+	=/+
Japon (JPY)	=/+	=/+
Chine (CNY)	=	=
Or (XAU)	=/-	=/+

Source : Indosuez Wealth Management.

08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 19 MAI 2023



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	3,67 %	10,08	-20,22
France 10 ans	3,00 %	-3,90	-10,40
Allemagne 10 ans	2,43 %	-5,40	-14,00
Espagne 10 ans	3,47 %	-4,70	-18,00
Suisse 10 ans	1,03 %	-10,90	-58,80
Japon 10 ans	0,39 %	-7,40	-2,10

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	36,57	2,04 %	5,36 %
Emprunts d'État en EUR	195,78	0,56 %	1,62 %
Entreprises haut rendement en EUR	201,27	0,67 %	4,00 %
Entreprises haut rendement en USD	306,62	-0,54 %	3,34 %
Emprunts d'État américains	301,31	-0,16 %	2,01 %
Entreprises émergentes	43,10	-0,76 %	0,80 %

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9721	-0,87 %	-1,76 %
GBP/USD	1,2445	0,10 %	3,00 %
USD/CHF	0,8997	0,83 %	-2,68 %
EUR/USD	1,0805	-1,65 %	0,93 %
USD/JPY	137,98	2,85 %	5,23 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	16,81	0,04	-4,86

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4 191,98	1,41 %	9,18 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 756,87	-1,99 %	4,09 %
STOXX Europe 600	468,85	-0,03 %	10,35 %
Topix	2 161,69	6,22 %	14,27 %
MSCI World	2 842,76	0,70 %	9,22 %
Shanghai SE Composite	3 944,54	-2,18 %	1,88 %
MSCI Emerging Markets	977,24	-0,36 %	2,18 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 299,84	3,16 %	8,06 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	188,13	-2,84 %	-2,01 %
MSCI Asia Ex Japan	628,46	-0,82 %	1,49 %
CAC 40 (France)	7 491,96	-1,12 %	15,73 %
DAX (Allemagne)	16 275,38	2,48 %	16,89 %
MIB (Italie)	27 520,33	-0,81 %	16,09 %
IBEX (Espagne)	9 251,50	-1,74 %	12,42 %
SMI (Suisse)	11 571,16	0,96 %	7,85 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 629,00	-6,40 %	-11,38 %
Or (USD/Oz)	1 977,81	-0,26 %	8,43 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	71,55	-8,12 %	-10,85 %
Argent (USD/Oz)	23,92	-4,54 %	-0,50 %
Cuivre (USD/Tonne)	8 251,50	-6,17 %	-1,44 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	2,59	15,76 %	-42,23 %

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

FÉVRIER 2023	MARS 2023	AVRIL 2023	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (19 MAI 2023)
1,74 %	3,51 %	1,46 %	6,22 %	14,27 %
1,35 %	3,29 %	3,13 %	3,16 %	10,35 %
0,91 %	2,83 %	1,92 %	1,41 %	9,22 %
-2,10 %	2,73 %	2,69 %	0,70 %	9,18 %
-2,53 %	0,51 %	1,59 %	-0,03 %	8,06 %
-2,61 %	0,36 %	-0,54 %	-0,36 %	4,09 %
-4,41 %	0,04 %	-1,34 %	-0,82 %	2,18 %
-6,36 %	-0,46 %	1,63 %	-1,99 %	1,88 %
-6,54 %	-0,71 %	3,48 %	-2,18 %	1,49 %
-6,86 %	-3,10 %	-2,19 %	-2,84 %	-2,01 %

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.

Veillez 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 19.05.2023.

