



MONTHLY HOUSE VIEW

Février 2025

Quand la planète paie les droits de douane

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	QUAND LA PLANÈTE PAIE LES DROITS DE DOUANE	
02•	Focus	P4
	EUROPE : ET SI ?	
03•	Macroéconomie	P6
	UN TANGO SUR LES MARCHÉS	
04•	Obligations	P8
	LES MARCHÉS OBLIGATAIRES RENOUENT AVEC LA VOLATILITÉ	
05•	Actions	P10
	L'ÈRE TRUMP 2.0	
06•	Devises	P12
	EN 2025, ATTACHEZ-VOS CEINTURES	
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



QUAND LA PLANÈTE PAIE LES DROITS DE DOUANE



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Un adage financier dit que le marché achète la rumeur et vend la nouvelle. En réalité le marché a toujours un coup d'avance. Il anticipe systématiquement les événements futurs avec plus ou moins de réussite. Depuis que la Réserve fédérale (Fed) a commencé à baisser ses taux directeurs en septembre dernier, les taux américains à 10 ans ont augmenté d'un point, passant de 3,6 % à 4,6 %. Le marché avait intégré l'assouplissement monétaire et se met désormais à anticiper une inflation future plus importante, une prime de risque des obligations à long terme qui augmente liée en partie à la croissance future, à la mise en place des tarifs douaniers ainsi qu'au poids de la dette. Ce mouvement s'inscrit dans un ajustement global des rendements. Seul un pays de taille fait exception : la Chine, qui voit sa croissance ralentir structurellement et peine à générer une hausse des prix.

Le principal facteur d'inquiétude pour les investisseurs est l'inflation. Bien qu'elle ait diminué mondialement, passant de plus de 10 % fin 2022 à 4,4 % aujourd'hui, il reste difficile de la ramener au niveau cible de 2 % souhaité par les plus grandes banques centrales. Il faut admettre qu'il est assez compliqué de savoir comment le vent va tourner aux États-Unis entre les effets contraires attendus de la mise en place de droits de douane inflationnistes et de l'augmentation de la production de pétrole qui, à l'opposé, devrait entraîner une baisse des prix.

Une chose est sûre, la dette publique augmente ! Les gouvernements, confrontés à des sociétés vieillissantes, aux dépenses de défense accrues et à la transition énergétique, doivent également faire face à la résistance populiste qui s'oppose à la réduction des dépenses. Ce climat a contraint Justin Trudeau, le premier ministre canadien, à démissionner et a aussi provoqué une instabilité gouvernementale en France. Aux États-Unis, une bataille budgétaire s'annonce, avec un nouveau président qui plaide pour une réduction des impôts, malgré un déficit déjà élevé de l'ordre de 7 % du PIB.

Le ratio dette/PIB des grandes économies riches approche les 100 %, un seuil où une augmentation des rendements obligataires d'un point pourrait coûter 1 % du PIB annuellement. Cela représente plus de la moitié des budgets de défense européens actuels. La croissance est donc nécessaire dans l'équation de la réduction de la dette, mais à quel prix ? C'est un fait, la productivité a progressé de 10 % en cinq ans, ce qui a donné du carburant à la croissance américaine. Les développements autour de l'intelligence artificielle (IA) pourraient encore la nourrir. Mais alors que les feux en Californie font encore rage à l'heure où nous publions cette édition, un tournant de l'histoire est en train d'être pris. En janvier, des projets de lois visant à réduire la consommation d'eau et d'électricité alimentant les centres de données et l'IA ont été proposés en Californie. Jusqu'à présent c'est l'agriculture qui était visée par ces restrictions mais à l'avenir, l'IA sera de plus en plus dans le collimateur car vorace en eau. Aujourd'hui, les États-Unis hébergent plus de 5 000 centres de données qui ont un besoin important d'eau nécessaire au refroidissement car une grande partie de l'énergie qu'ils consomment se transforme en chaleur. La Californie regroupe près de 300 centres de données (en comparaison la Chine entière en regroupe environ 450) qui consomment plusieurs millions de mètres cubes d'eau par an. Même si ce n'est pas par conviction politique, lorsque l'on réalise que les incendies en Californie pourraient coûter jusqu'à un point de PIB aux États-Unis, la transition énergétique est en partie toujours en marche pour des raisons économiques.

Dans un environnement où tous les pays exportateurs vers les États-Unis pourraient potentiellement être touchés par l'augmentation des droits de douane et où la hausse possible mentionnée par Donald Trump à 25 % sur les importations venant du Canada et du Mexique pourrait entraîner jusqu'à un point de plus d'inflation en 2025, nous prenons dans cette édition le contre-pied du pessimisme ambiant sur l'Europe en vous proposant une analyse des catalyseurs qui pourraient faire redémarrer le Vieux Continent.

Excellente lecture !



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

Au milieu de l'enthousiasme suscité par la solide économie américaine et les puissantes mesures de relance en Chine, l'Europe était clairement l'outsider pour les investisseurs en 2024. Cependant, alors que nous entrons en 2025, les actions européennes montrent une belle performance. Explorons maintenant quels pourraient être les moteurs potentiels d'un retournement plus soutenu.

L'Europe traverse une crise de confiance visible, amplifiée par l'instabilité politique dans des pays clés comme la France et l'Allemagne. Elle souffre également de problèmes structurels qui ont réduit la productivité au fil du temps, creusant un énorme fossé en matière d'innovation et de compétitivité avec les États-Unis. Le PIB de la zone euro devrait croître de moins de 1 % en 2025, alors que l'incertitude pèse sur les perspectives de consommation et d'investissement. Les actions européennes font un beau retour en 2025 (graphique 1, page 5), un rallye de soulagement après six mois de mauvaises nouvelles, stimulé en partie par un Trump plus clément sur les droits de douane avec l'Europe. Cela pourrait-il durer ? Voici quelques catalyseurs potentiels pour 2025 ; rien n'est encore assuré.



TARIFS DE TRUMP :

1 point de pourcentage du PIB allemand en jeu en 2026

TARIFS DOUANIERS DES ÉTATS-UNIS : UN TRUMP PLUS PRAGMATIQUE ?

Les tarifs douaniers que le président Trump a menacé d'imposer à l'Union européenne (UE) pourraient représenter un obstacle significatif pour une région déjà confrontée à une croissance économique modeste. Le Peterson Institute for International Economics a estimé que la mise en œuvre de l'augmentation universelle de 10 % des tarifs douaniers américains sur les importations de biens et services réduirait le PIB allemand d'un point de pourcentage en 2026. Nous pensons que les tarifs douaniers de Donald Trump sont davantage des tactiques de négociation, possiblement pour plus d'importations d'énergie américaine ou d'équipements de défense, et il est donc possible que l'Europe puisse encore éviter cette guerre commerciale désordonnée, se limitant à quelques hausses de droits de douane sur les automobiles, notamment. Ce scénario serait un soulagement pour les marchés et apporterait plus de visibilité pour les perspectives d'investissement des entreprises.

Le meilleur scénario, cependant, serait que l'administration américaine augmente les tarifs douaniers sur toutes les importations sauf celles en provenance de l'UE – nous observons et attendons les décisions du président Trump.

FREIN À LA DETTE EN ALLEMAGNE : CHANGEMENT DE CULTURE

Les élections du 23 février sont cruciales pour l'Allemagne, qui a souffert depuis la pandémie en raison d'un manque de compétitivité dû à la crise de l'énergie, aux pressions croissantes de la Chine, et à un déficit d'investissement et de travailleurs qualifiés, malgré l'afflux d'immigrants. La coalition tripartite au pouvoir depuis 2021 n'a pas réussi à s'entendre sur les mesures de relance nécessaires à cause du « frein à la dette », une règle constitutionnelle limitant le déficit à 0,35 % du PIB par an. Modifier cette règle nécessite une majorité des deux tiers au parlement, ce qui n'a pas été réalisable jusqu'à présent. Le centre-droit CDU/CSU, reconnaissant le besoin de réforme, est attendu pour remporter le plus de voix, mais pas la majorité, surtout que le parti d'extrême droite AfD gagne du terrain avec une rhétorique anti-immigration et de réduction de la taille du gouvernement.

La réforme du frein à la dette pourrait être possible si le CDU/CSU, le SDP de centre-gauche et les Verts obtiennent une majorité des deux tiers. Si la réforme échoue, un « état d'urgence » pourrait être déclaré en 2025 pour créer un fonds spécial exempté des exigences du frein à la dette, destiné aux dépenses en défense et en infrastructures. Cela pourrait nécessiter seulement une simple majorité au parlement, bien que cela puisse aussi déclencher des débats avec les règles de l'UE. Le gouvernement pourrait ainsi libérer environ 5 % du PIB¹. Le budget étant validé à l'été 2025, les impacts se feraient donc sentir en 2026.

1 - Estimation selon une étude sur les options de réforme du frein de la dette en 2022 par la Bundesbank.



En allemand, le mot
« DETTE »
signifie aussi
« CULPABILITÉ »

Le CDU/CSU propose également la déréglementation et la réduction de l'impôt sur les sociétés de 30 % à 25 %. Un retour potentiel à l'énergie nucléaire pour réduire les coûts énergétiques est aussi envisagé, mais la stimulation de la demande intérieure reste peu discutée. Mettre fin à l'incertitude électorale et mettre en œuvre des politiques fiscales pro-entreprises et légèrement accommodantes pourrait bénéficier à l'économie et aux marchés boursiers. Cependant, un stimulus fiscal à grande échelle reste peu probable en raison de la position conservatrice du CDU/CSU et il en va de même pour des progrès significatifs sur la dette conjointe européenne, considérés comme politiquement difficiles dans le contexte allemand actuel.

CESSEZ-LE-FEU EN UKRAINE

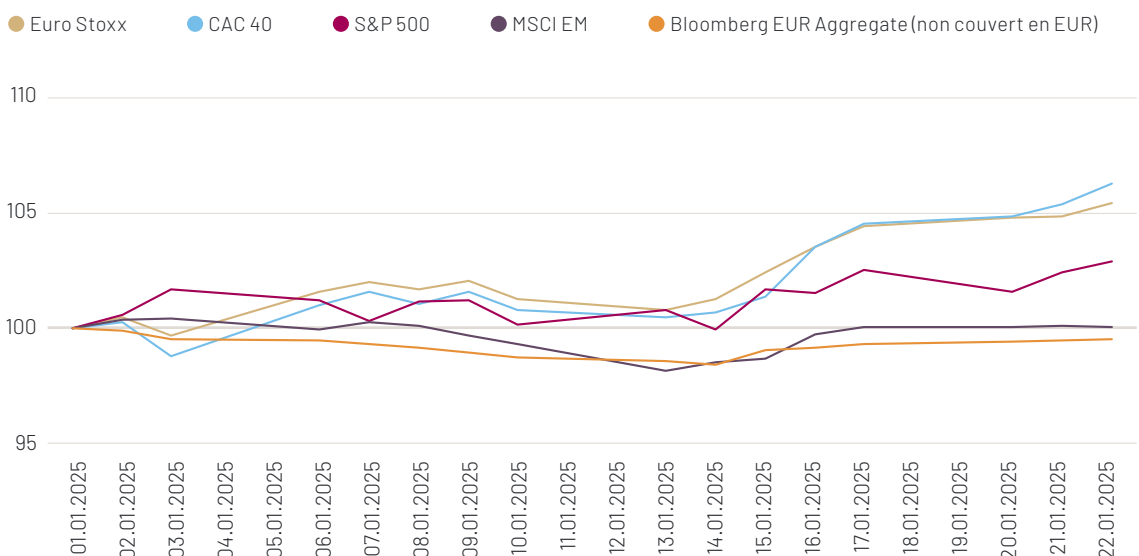
L'élection de Donald Trump a ravivé les espoirs d'un cessez-le-feu en Ukraine, ce qui pourrait redonner confiance à l'Europe après le long conflit. Bien que les prix de l'énergie puissent se stabiliser, il est peu probable que l'écart de compétitivité des prix de l'énergie en Europe s'estompe, car la région continuera à privilégier des sources d'énergie diversifiées mais plus coûteuses plutôt que de revenir à une dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie.

Cependant, la question de savoir qui financera les 700 milliards de dollars estimés nécessaires à la reconstruction de l'Ukraine reste posée. Cela pourrait bénéficier aux industries européennes de la construction et des équipements.

CONCLUSION : UNE APPROCHE ATTENTISTE

Malgré des incertitudes encore élevées, les actions européennes ne sont pas nécessairement bon marché. Certes, le ratio cours/bénéfices est inférieur à celui des États-Unis, mais cela s'explique par la composition sectorielle. Nous maintenons notre préférence pour les actions américaines, qui bénéficient d'un potentiel de croissance économique élevé. Toutefois, l'Europe peut offrir une opportunité d'investissement attrayante pour la diversification. Nous nous concentrons donc sur la sélection d'actions en attendant le déblocage de certains catalyseurs et un redressement de la croissance économique prévu pour 2026.

GRAPHIQUE 1 : UN REBOND DES MARCHÉS BOURSIERS EUROPÉENS EN 2025 ?
RENDEMENTS NETS, 100 = 01.01.2025, POINTS

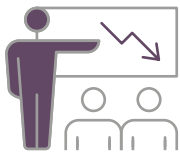


Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

L'exceptionnalisme américain et l'arrivée au pouvoir d'un Donald Trump dont de nombreuses mesures sont jugées inflationnistes, alimentent de nouveau les craintes des investisseurs que les perspectives d'inflation ne permettent pas à la Fed de baisser ses taux directeurs. Ce développement qui n'est pas sans rappeler les fortes oscillations des anticipations macroéconomiques des investisseurs ces dernières années, qui ont jusqu'à présent donné raison à l'inertie.



« BONNE
NOUVELLE
macro, égal
MAUVAISE
NOUVELLE
macro » de retour?

IL ÉTAIT UNE FOIS LA RÉCESSION

Le 18 septembre 2024, alors que la confiance des investisseurs concernant l'économie américaine a pris un coup après une série de rapports de l'emploi décevants depuis l'été, la Fed décide de baisser son taux directeur de 50 points de base (pb), plus qu'attendu, et ce malgré une économie qui affiche une croissance de près de 3 % (annualisée) depuis avril. Une surprise pour les économistes, mais pas pour les marchés qui s'attendent à ce moment-là à encore huit baisses de taux d'ici fin 2025 ! Les yeux des investisseurs ne sont rivés que vers un seul risque : la récession.

Depuis, ce risque a été balayé d'un revers de main : une croissance de 3,1 % (annualisée) au troisième trimestre de 2024, un rebond des créations d'emplois, un S&P 500 continuant de flirter avec des plus hauts historiques. Fait étonnant, alors qu'un début du cycle de baisse de taux de la Fed s'est pratiquement toujours suivi d'une baisse du 10 ans américain, celui-ci a depuis rebondi de 100 pb, approchant la barre des 5 % à la mi-janvier. Une dynamique de croissance et d'inflation si forte, qui implique le retour d'un environnement où les bonnes données macroéconomiques sont synonymes de davantage de rigidité de l'inflation, donc d'une Fed encore plus *hawkish*, un risque pour les valorisations des actifs risqués.

LE PRINCIPE DE RÉTROACTION DES ANTICIPATIONS DE MARCHÉ

Une telle évolution reflétant l'oscillation des anticipations macroéconomiques des investisseurs ces dernières années, conséquence de la forte dépendance aux données de la Fed et du marché où chaque tendance cyclique peut-être remise en cause par une poignée de données, souvent bruitées. Durant l'été 2023, un risque majeur : la surchauffe de l'économie américaine, le marché venant presque à anticiper des hausses de taux. Quelques mois plus tard, de bons chiffres d'inflation et c'est la désinflation immaculée, le marché anticipant désormais sept baisses de taux pour 2024.

Alors que les marchés financiers se caractérisent par leur capacité d'anticipation, dans le paradigme de marché des dernières années, ces anticipations ont eu tendance à devenir exagérées sur la base de quelques données macroéconomiques pointant dans une direction ou dans l'autre. Des exagérations reflétées dans la très forte variabilité des anticipations du chemin des taux de la Fed (graphique 2, page 7) et qui se démarque par rapport à l'inertie observée dans celles des économistes. Un jeu du chat et de la souris entre les marchés et la banque centrale qui n'est pas sans rappeler l'allusion du gouverneur de la banque d'Angleterre Lord Mervyn King au début des années 2000 à l'action légendaire

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2024-2026, %

● Prévisions à la baisse depuis novembre

● Prévisions à la hausse depuis novembre

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

Source : Indosuez Wealth Management.



En
RESSERRANT
les conditions
financières, les
MARCHÉS
effectuent le travail
de la Fed

de Diego Armando Maradona face à l'Angleterre lors de la Coupe du Monde 1986. Depuis le milieu du terrain, le génial argentin s'en va dribbler trois joueurs anglais avant de marquer le but de la victoire. Chose remarquable, alors que sur l'action, les défenseurs anglais ont tour à tour tenté d'anticiper la direction qu'allait prendre Diego Maradona, celui-ci a, grâce à sa capacité de feinte, été capable de se diriger vers le but en avançant en réalité tout droit. En effet, les projections de la Fed se sont caractérisées par une inertie qui a en réalité laissé les anticipations du marché effectuer le travail pour celle-ci. C'est un élément clé de ce paradigme d'oscillations des anticipations macroéconomiques des investisseurs qui se résume en un concept : les conditions financières. Alors que le marché vient à exagérer ses anticipations cycliques à des niveaux extrêmes, il crée en réalité les conditions pour leur propre revirement.

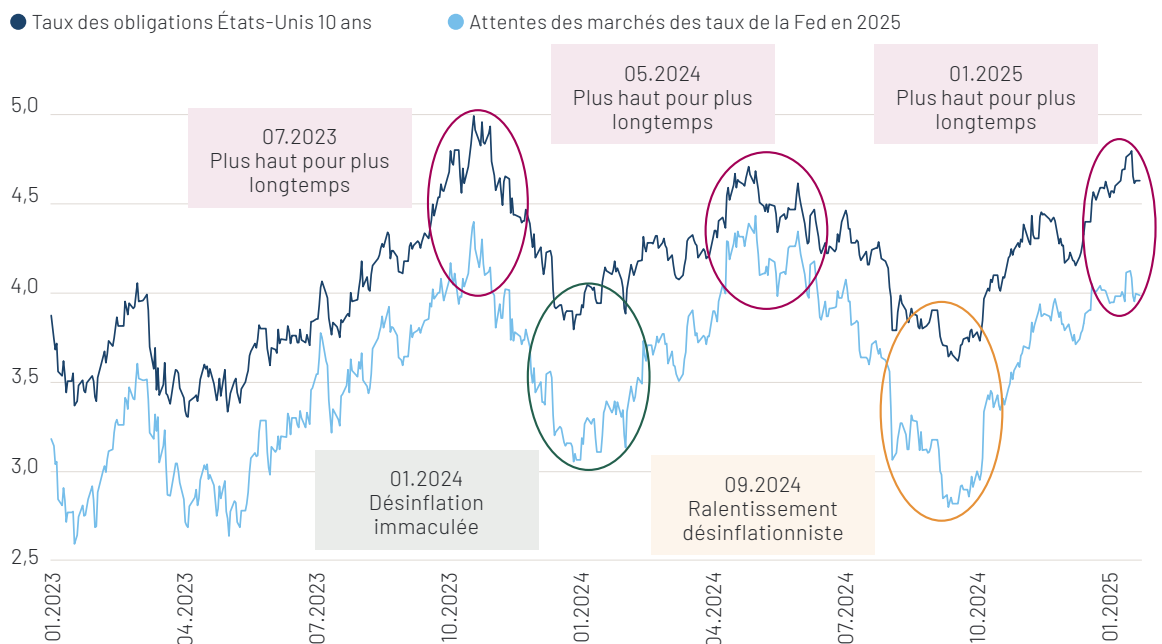
LA DÉSINFLATION RESTE NOTRE SCÉNARIO CENTRAL

Ainsi, depuis la mi-septembre 2024, le bond du taux d'emprunt américain à 10 ans, élément central pour le financement des ménages et des entreprises dans une économie très financiarisée, s'est traduit par un resserrement notable des conditions financières qui devrait agir à terme comme un frein sur la forte croissance américaine et par conséquent sur l'inflation. Au moment d'écrire ces lignes, le risque de surchauffe de l'économie reste présent dans l'esprit des investisseurs alors que

les prévisions de croissance et d'inflation n'ont cessé d'être révisées à la hausse ces dernières semaines, aussi justifiées par l'élection de Donald Trump jugé comme reflationniste, et que le marché anticipe désormais un plancher de 4 % pour les taux Fed dans les prochaines années. L'économie américaine est résiliente et il n'est pas impossible que dans les prochaines semaines, de solides données macroéconomiques viennent alimenter ces craintes d'inflation, pesant tant sur les obligations que sur les actifs risqués.

Des développements qui seraient synonymes, selon nous, de possibles points d'entrées. En effet, nous continuons d'anticiper une poursuite de la désinflation, permise par un marché du travail rééquilibré, un ralentissement de la composante logement et certains effets de base sur les services. Une dynamique que devrait venir accompagner le resserrement des conditions financières, permettant de rassurer les investisseurs quant aux perspectives d'inflation. Si tel devait être le cas et en considérant les mécanismes décrits plus haut, deux scénarios existent pour les marchés : une désinflation immaculée, positive à la fois pour les actions et les obligations, ou une désinflation justifiée par le ralentissement économique qui serait lui positif pour les obligations, probablement également pour les actions dans le court terme même si dans cette hypothèse, le risque subsisterait qu'à terme le marché vienne à exagérer le ralentissement, replaçant ainsi une possible récession dans les scénarios de risque.

GRAPHIQUE 2 : FORTE VOLATILITÉ DES ANTICIPATIONS DE MARCHÉ DEPUIS 2023



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Thomas GIQUEL
Head of Fixed IncomeAvec la contribution
de l'équipe Obligations

Reconstitution de la prime de terme, solides fondamentaux macroéconomiques et hausse du taux réel sous-jacent : voici les trois ingrédients explicatifs de la hausse des taux longs américains. La courbe américaine retrouve une forme conventionnelle, après des années de déformation dues à l'intervention de la Réserve fédérale (Fed).



Le
CONGRÈS
AMÉRICAIN
anticipe
un déficit de
1,9 MILLE
MILLIARDS DE
USD EN 2025

La dernière réunion de la Fed de 2024, relativement *hawkish*, a déclenché une hausse des taux longs américains. Toujours attentive aux derniers chiffres macroéconomiques en l'absence de choc sur les marchés ou sur l'économie US, la Fed conserve son approche « *data dependent* ». Selon cette approche, les signaux opposés envoyés par les chiffres d'emploi (réaccélération sur la fin 2024) et d'inflation (plus modérée qu'anticipée) génèrent de la volatilité dans les anticipations de politique monétaire. Le scénario central d'Indosuez Wealth Management anticipe désormais deux baisses de 25 points de base (pb) en 2025.

Ce mouvement s'est diffusé sur l'ensemble des marchés développés. Le GILT², symbole du taux 10 ans britannique, se rapproche du niveau psychologique de 5 %. Il faut revenir à l'été 2008 (!) pour retrouver ce niveau de marché. L'épisode de stress de septembre 2022, qui avait entraîné la démission de Liz Truss et de son gouvernement, est largement dépassé. Sans jouer les cassandres, la soutenabilité de la dette britannique pourrait être une interrogation pour les marchés au cours de l'année.

En Europe continentale, la Banque centrale européenne (BCE) poursuit sa politique de réduction des taux d'intérêt de 25 pb à chaque réunion. L'horizon économique pour la zone euro début 2025 demeure incertain. L'Allemagne fait face à une incertitude politique avec des élections à venir, tandis que la France connaît également des tensions politiques. Par ailleurs, après une excellente année 2024, l'Espagne et le Portugal voient leur croissance ralentir. Selon le scénario central d'Indosuez Wealth Management, les taux courts devraient se stabiliser à 1,75 % en 2025.

Les taux longs subissent les hausses décrites ci-dessus aux États-Unis et au Royaume-Uni. L'Europe subit la normalisation en cours aux États-Unis. La BCE a déjà commencé à réduire la taille de son bilan et donc de son impact sur les marchés (graphique 3, page 9). Les besoins de financement des états européens augmentent en raison des déficits publics. L'effet combiné du désengagement progressif de la BCE et des émissions souverains augmente la durée du marché. La hausse des rendements en zone euro reflète également un ajustement à une nouvelle réalité.

MARCHÉS DE CRÉDIT

Sans grande surprise, les marchés de crédit internationaux subissent la hausse des taux sous-jacents tout en attirant les investisseurs à la recherche d'un surcroît de rendement. Sur toutes les régions du globe, Asie, Europe, États-Unis, le très fort besoin de financement rencontre une demande insatiable. Qu'ils soient institutionnels ou privés, les investisseurs cristallisent les taux de rendement actuels en anticipation des baisses de taux des banques centrales. L'activité sur le sous-segment de la dette subordonnée, financière ou corporate, dépasse les attentes en ce début d'année. Le marché du haut rendement laisse présager un bon premier trimestre également, en dépit de flux nettement moins importants que sur les autres segments. Les taux de défaut, anticipés par les agences de notations, resteront aux alentours de 3 % sur l'ensemble de l'année. Compte tenu d'un *spread* d'environ 300 pb sur les indices dérivés iTraxx au moment d'écrire ces lignes, les investisseurs bénéficient d'une sur-rémunération pas rapport au taux de défaut implicite du marché de l'ordre de 5 % (sur la base d'un taux de recouvrement de long terme de 40 %).

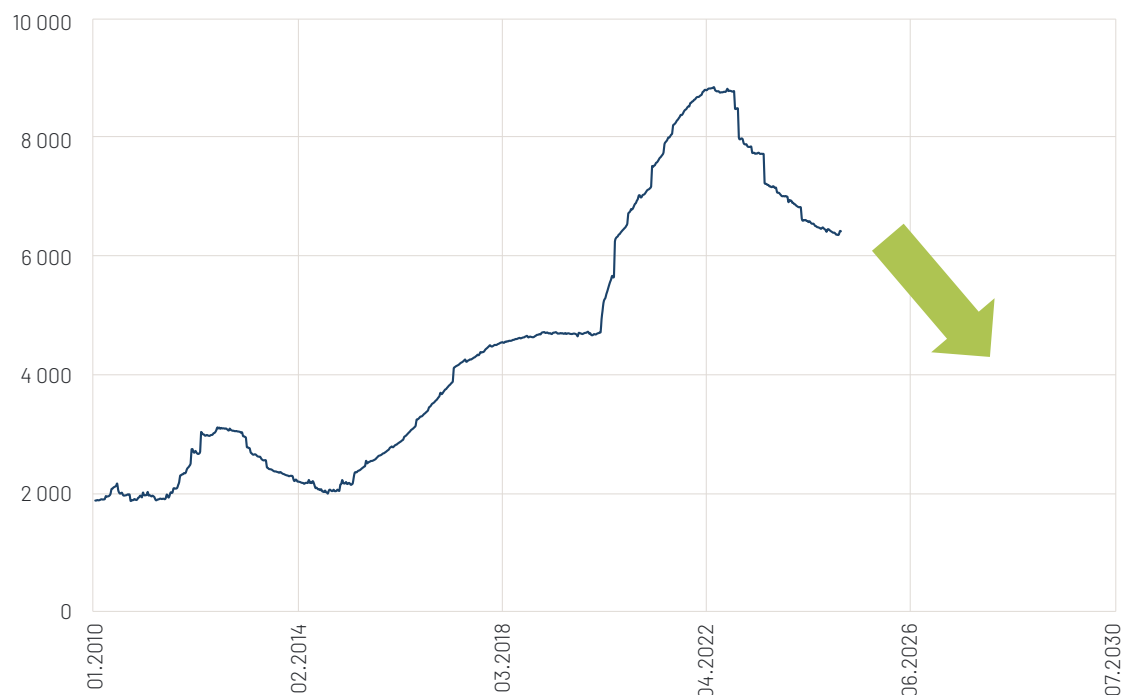


D'un point de vue sectoriel, les premiers résultats publiés par les banques américaines sont de très bonne qualité, toujours tirés par les activités de marché. Les premières estimations de coût des feux de Los Angeles s'établissent entre 30 et 50 milliards de dollars (source : Citigroup). L'impact pour les sociétés de réassurance, dont les activités géographiques sont par définition mondiales, est estimé supérieur à 10 milliards de dollars. Les acteurs de ce secteur disposent des ressources financières suffisantes pour y faire face.

En Europe, la BCE a lancé sa campagne de stress-tests pour 2025, portant sur 96 établissements.

Après une surperformance remarquable en 2024 (455 pb de rendement excédentaire (*excess return*) sur l'année), le secteur de l'immobilier européen reste une conviction d'investissement pour 2025. Les sociétés immobilières ont géré activement leur passif l'année dernière. Celles-ci ont la capacité de gérer plus activement leurs portefeuilles d'actifs cette année. Une reprise des opérations de fusions-acquisitions dans le secteur est probable.

GRAPHIQUE 3 : BILAN DE LA BCE, MILLIARDS D'EUROS



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Avec la contribution
de l'équipe Actions

L'année 2025 commence sur les chapeaux de roues pour les marchés actions. L'indice MSCI World affiche déjà +2,2 % depuis le début d'année, l'Europe en tête. Toutefois, l'arrivée du nouveau président Donald Trump à la Maison Blanche et l'intensification de la saison des résultats trimestriels pourraient être source de volatilité à court terme, même si les dernières données macro et micro-économiques américaines sont jusque-là encourageantes.



FAIBLESSE DE L'EURO :
favorable aux entreprises européennes ?

EUROPE

L'élection de Donald Trump ravive les questions sur le leadership politique en Europe. Le retour de l'« America First³ » avec la possible mise en place de nouveaux tarifs douaniers, ainsi qu'une politique étrangère américaine plus isolationniste pourraient mettre à mal la cohésion de l'Union européenne.

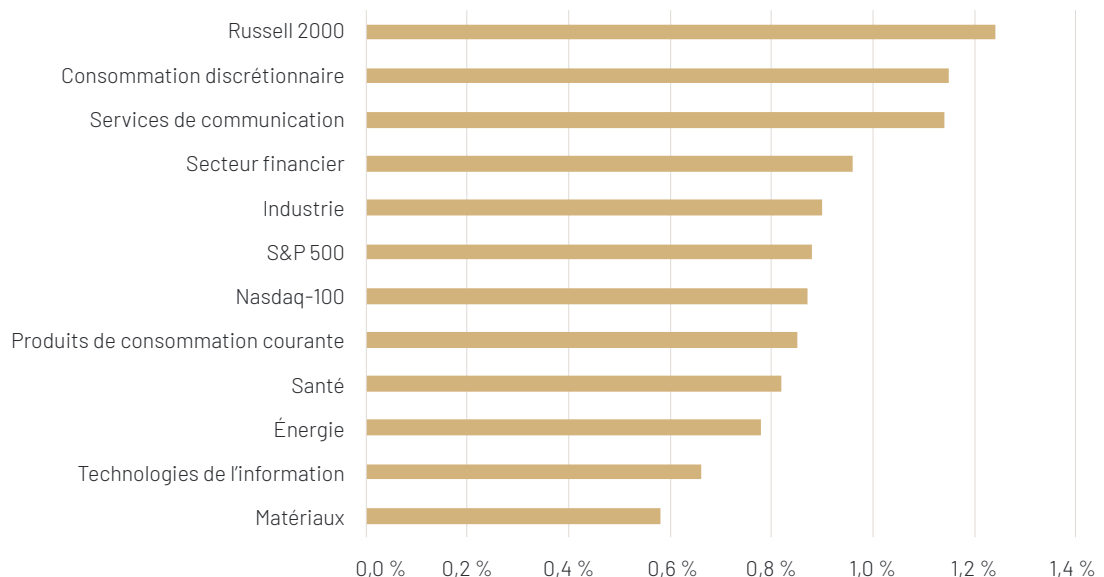
Toutefois, les élections législatives anticipées en Allemagne prévues le 23 février pourraient constituer un tournant politique majeur pour la zone. Contrairement à la situation française, la première puissance de la zone euro présente des finances publiques saines et un nouveau gouvernement pro-croissance pourrait abroger le frein constitutionnel à l'endettement (voir Focus page 4). Cela redonnerait davantage de marge de manœuvre fiscale, qui permettrait d'acter de nouvelles mesures de soutien pour sortir l'économie du marasme.

À court terme, la faiblesse de l'euro est favorable pour la compétitivité des entreprises européennes exportatrices. Enfin, l'attente concernant davantage de mesures de relance en Chine serait un facteur de soutien supplémentaire. Mais à ce stade, le sentiment des investisseurs reste prudent.

ÉTATS-UNIS

Donald Trump est devenu le 20 janvier le 47ème président des États-Unis. Cette nouvelle a été bien perçue par les investisseurs. D'un point de vue macroéconomique, la nouvelle administration laisse envisager un environnement de croissance favorable. Le futur président, considéré comme « *pro-business* » veut assouplir la réglementation dans tous les secteurs d'activité, ce qui pourrait avoir un effet positif sur le climat des affaires et, à terme, sur les décisions d'investissement (redémarrage des fusions et acquisitions par exemple).

GRAPHIQUE 4 : SENSIBILITÉ DES BPA À UNE BAISSÉ DU TAUX D'IMPOSITION DES SOCIÉTÉS, %



Note : Impact estimé sur les revenus d'un changement de 1 point de pourcentage du taux d'imposition statutaire.

Sources : Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.

3 - L'Amérique d'abord.



Une des promesses de campagne est de baisser l'imposition sur les sociétés, ce qui serait très bénéfique pour les petites et moyennes entreprises compte tenu de leur biais domestique (graphique 4, page 10).

Si la proposition de Donald Trump de réduire le taux d'imposition des sociétés de 21 % à 15 % était adoptée, cela augmenterait en moyenne les bénéfices par actions (BPA) des entreprises du Russell 2000 d'environ 7 %. Il faudra toutefois être vigilant quant aux risques inflationnistes liés aux mesures de réindustrialisation ou d'application de nouveaux tarifs douaniers. Si tel était le cas, la capacité de la Fed à poursuivre sa normalisation monétaire serait restreinte et des taux plus hauts pour plus longtemps (*higher for longer*) pourraient impacter les marchés actions. D'un point de vue micro-économique, les estimations de croissance des bénéfices pour l'année 2025 sont proches des +15 % aux États-Unis pour le MSCI US et d'environ +25 % pour l'indice technologique Nasdaq, soit plus du double de l'Europe (graphique 5).

En parallèle, la Chine devrait continuer de se concentrer sur son économie intérieure (stabilisation immobilière, relance de la consommation intérieure) et l'expansion des exportations vers d'autres pays asiatiques. L'Inde présente également certains attraits, avec une économie plus axée sur l'émergence d'une classe moyenne, elle serait potentiellement plus à l'abri des tensions commerciales mondiales.

Malgré l'incertitude, les fondamentaux des marchés émergents asiatiques restent attrayants, notamment au regard du différentiel de croissance avec les économies développées.

STYLES D'INVESTISSEMENT

L'élection de Donald Trump a déjà alimenté le rebond du marché vers les secteurs dits « *Value/Cyclique* » (financières, industriels, énergie) qui devraient bénéficier des mesures de déréglementation et de relocalisation. Le segment des petites et moyennes entreprises a aussi été largement plébiscité par les investisseurs. Très décotées en termes de valorisations par rapport aux grandes capitalisations, elles sont plus sensibles aux baisses de taxes et leurs revenus plus domestiques devraient être plus immunisés face aux potentielles hausses des droits de douanes. Parallèlement, les valeurs de Croissance et notamment les grandes capitalisations technologiques (les « 7 Fantastiques ») continuent de soutenir la croissance des bénéfices du marché. Leur exposition aux tendances séculaires (comme l'IA, les *data centers*, le *cloud*,...) justifie de conserver une exposition substantielle. Enfin, grande oubliées du rallye, les valeurs de qualité particulièrement en Europe (Santé, Luxe, Consommation de base), ont souffert de leur aspect proxy obligatoire plus défensif et de problématiques intrinsèques, mais pourraient retrouver de l'attrait en cas de baisse des taux.



15 %
DE CROISSANCE
des bénéfices pour
2025 aux
États-Unis

ASIE

L'arrivée de Donald Trump renforce les incertitudes sur la zone asiatique, particulièrement sur la Chine, grande rivale commerciale des États-Unis. Cependant, l'ampleur des futures mesures coercitives à l'égard de la Chine pourraient s'avérer différentes des déclarations électorales. Bien que Donald Trump ait promis des droits de douane élevés sur les produits chinois (allant jusqu'à 60 %), la réalité pourrait être plus nuancée, avec des négociations transactionnelles en échange de concessions. Cela dit, les actions asiatiques resteront probablement volatiles tant que les intentions réelles de la nouvelle administration ne seront pas claires.

GRAPHIQUE 5 : ATTENTES DE CROISSANCE DES BPA SUR 2025

	CROISSANCE DU BPA SUR 1 AN 2025
MSCI World Index	12,01
MSCI USA	14,70
NASDAQ Composite Index	25,09
MSCI Europe	7,50
MSCI EMU	7,78
MSCI Europe Value	4,73
MSCI Europe Growth	14,07
MSCI Japan	8,03
MSCI EM (Emerging Markets)	13,71
MSCI AC Asia ex Japan	12,50

Sources : FactSet, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

2024 aura été une année porteuse pour les actifs de couverture macro, notamment l'or et le dollar. Après une année marquée par l'incertitude électorale, 2025 devrait davantage se présenter comme une année d'incertitude de politique économique, que ce soit aux États-Unis, en Europe mais aussi plus globalement du point de vue des politiques monétaires. Un contexte qui devrait apporter son lot de volatilité cette année et dans lequel nous continuons à privilégier l'or et le dollar pour leur attractivité en tant qu'actifs de diversification.

USD : LE DOLLAR, LA FED ET LES TARIFS DOUANIERS

Sur sa lancée de fin d'été, le dollar a continué à surperformer depuis l'élection de Donald Trump en tant que 47ème président des États-Unis. Une dynamique reflétant la forte dynamique de croissance et d'inflation outre-Atlantique ayant poussé la Réserve fédérale (Fed) à adopter une approche plus *hawkish* lors de la réunion de décembre, mais également les différentes discussions et annonces autour de possibles tarifs douaniers américains ayant notamment visé la Chine, le Canada et le Mexique. Dans un contexte où la moindre nouvelle, concrète ou non, sur de possibles taxes douanières peut impliquer de forts mouvements sur les devises, l'année 2025 devrait s'avérer être une année particulièrement volatile sur le marché des devises avec des indicateurs de volatilité ayant augmenté significativement dans la foulée de l'élection présidentielle américaine.

À l'heure actuelle, les marchés nous semblent déjà intégrer un scénario que l'on pourrait qualifier de *hawkish* sur les anticipations de taux de la Fed, ce qui pourrait justifier d'une stabilisation du dollar américain après plusieurs mois de surperformance. Cela dit, nous n'anticipons pas pour autant de faiblesse particulière du billet vert dans un futur proche, qui devrait notamment rester soutenu à la hausse par la menace des taxes douanières que pourrait brandir l'administration Trump dans les prochains mois dans le but de négocier des accords politiques avec les pays étrangers.

EUR : MALGRÉ LA BAISSSE, DES PERSPECTIVES QUI RESTENT MITIGÉES

De l'autre côté de l'Atlantique, l'euro continue à être pénalisé par une dynamique macroéconomique européenne en demi-teinte et un sentiment mitigé des investisseurs dans un contexte incertain, que ce soit d'un point de vue de la politique (avec les discussions sur le budget en France et les élections anticipées en Allemagne) mais également du commerce international avec la crainte des investisseurs que de potentielles taxes douanières viennent à peser sur la croissance européenne. Autant d'obstacles qui se sont traduits par une hausse notable du différentiel de taux transatlantique, en faveur des États-Unis, trainant l'euro début janvier à son plus bas niveau depuis fin 2022.

Sans adopter une vue nécessairement positive sur l'euro, nous pensons que la monnaie unique intègre aujourd'hui beaucoup de négatif, mais celle-ci pourrait cependant rester sous pression, notamment si la nouvelle administration américaine venait à viser l'Europe dans le cadre de sa politique de taxes douanières, ce que nous n'anticipons pas dans notre scénario central mais qui représente un risque non négligeable qui pourrait justifier de voir l'euro se rapprocher de la parité, justifiant ainsi nos attentes d'une fourchette 1,00 - 1,05.

CHF : LE RISQUE DES TAUX ZÉRO

Le franc suisse n'a pas échappé à la forte hausse du dollar ces derniers mois, restant dans le même temps plutôt stable face à l'euro, traitant dans une fourchette 0,93 - 0,95 depuis l'été. Nous continuons d'avoir une vue prudente sur la devise helvète qui demeure à des niveaux historiquement élevés, notamment face à l'euro et ce malgré une Banque nationale suisse (BNS) particulièrement accommodante, ayant acté en décembre une baisse de 50 pb de ses taux directeurs, avec une inflation inférieure à 1%, divergeant significativement des dynamiques observées dans les autres économies développées.



2025

devrait être une
ANNÉE DE
VOLATILITÉ
pour les devises



D'autant que dans un contexte où le banquier central suisse n'écarte pas le retour à une politique de taux négatifs, la devise helvète apparaît aujourd'hui, pour les investisseurs, comme un candidat de choix pour le financement d'opérations de portage, en concurrence avec le yen, un développement qui pourrait peser sur le franc suisse.

JPY : LE SOUTIEN DE LA NORMALISATION MONÉTAIRE

Le yen a quant à lui été supporté au début de l'année par les anticipations du marché d'une poursuite du cycle de hausse des taux directeurs de la Banque du Japon, avec un resserrement de l'écart de taux transpacifique qui devrait se poursuivre à mesure que la Fed abaisse ses taux, s'avérant ainsi moins pénalisant pour le yen. Une dynamique qui, en considérant également la volatilité de la paire USD/JPY, devrait par ailleurs réduire l'intérêt des investisseurs pour le yen en tant que devise de financement pour les opérations de portage, ce qui avait tendance à peser sur la devise ces dernières années. Nous gardons cependant une vue assez neutre sur le yen qui devrait continuer à être influencé par les mouvements sur les taux américains tout en étant soutenu à la baisse par de potentielles interventions si la devise japonaise venait à s'approcher des 160.

OR : LA PRISE DE HAUTEUR STRUCTURELLE

En 2024, l'or a été l'un des actifs les plus performants avec une hausse de 27 %, soutenu par des facteurs structurels voyant se combiner la forte demande d'or des banques centrales des marchés émergents et un risque géopolitique élevé. L'élection américaine n'a pas changé la donne avec un métal jaune qui, contrairement aux principales devises internationales, s'est montré extrêmement résilient face au dollar et ce malgré une hausse de près de 65 pb des taux réels à 10 ans américains, un phénomène qui devrait pourtant normalement peser sur l'or en raison du coût d'opportunité que représente sa détention. Dans un contexte combinant des facteurs structurels en soutien et nos attentes d'une Fed plus accommodante que ce qu'anticipe le marché, nous continuons à considérer l'or comme un actif de diversification attractif dans les portefeuilles.

GRAPHIQUE 6 : LE CNY A SOUFFERT FACE L'USD SUITE AUX ANNONCES DE TARIFS DOUANIERS EN 2018-2019



Sources : Reuters, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

• **Croissance** : la croissance mondiale devrait atteindre 3 % en 2025, avec des disparités régionales marquées. L'économie américaine devrait rester robuste soutenue par une consommation des ménages solide. La zone euro, fragilisée par des incertitudes politiques pesant sur la confiance des ménages et des entreprises, verra son activité rester sous son potentiel. Les pays émergents devraient afficher une croissance similaire à 2024, avec néanmoins des signes de reprise observés en Chine dans les services.

• **Inflation** : la désinflation se poursuit, mais une convergence plus rapide vers l'objectif de 2 % est attendue en zone euro par rapport aux États-Unis. Outre-Atlantique, notre scénario d'inflation intègre une approche pragmatique de la politique économique du président Donald Trump. Nous surveillerons toutefois les annonces de l'administration républicaine et leurs implications sur les anticipations d'inflation.

• **Banques centrales** : la révision à la hausse des prévisions de croissance et d'inflation aux États-Unis combinée à une politique monétaire plus stricte de la Fed nous amènent à anticiper deux baisses de taux cette année (contre quatre précédemment), avec un taux terminal néanmoins maintenu à 3,5 % d'ici fin 2026. En zone euro, nous prévoyons cinq baisses de taux en 2025 en réponse à la dégradation des fondamentaux économiques.

• **Résultats d'entreprises** : les perspectives bénéficiaires continuent de s'améliorer aux États-Unis. Nous anticipons toutefois une convergence des taux de croissance des bénéfices entre le secteur technologique et les autres secteurs dans les trimestres à venir. En Europe, les révisions à la baisse observées devraient se poursuivre à court terme sans catalyseur macroéconomique tel que la fin de la guerre en Ukraine ou la levée des incertitudes politiques.

• **Environnement de risque** : l'attention de la Fed et des marchés s'est recentrée sur l'évolution des prix aux États-Unis. Ainsi, les prochaines annonces politiques et leurs incidences sur les taux d'intérêts à long terme risquent de multiplier les épisodes de volatilité sur les marchés actions au cours des prochains mois. À moyen terme, les risques liés aux dettes publiques restent une préoccupation.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

Actions

• Nous entamons l'année avec une vision constructive sur les actions, anticipant des performances positives pour 2025 dans un contexte porteur pour la classe d'actifs : croissance macroéconomique, baisse de taux et fondamentaux d'entreprises solides. À court terme, toutefois, la forte remontée des taux longs représente un défi pour les actifs risqués, en particulier au regard des niveaux de valorisation, notamment aux États-Unis.

• Au sein de nos allocations, nous privilégions les actions américaines, qui offrent de meilleures perspectives bénéficiaires et devraient profiter d'un environnement politique et économique plus favorable. Après une première phase de démocratisation de l'IA bénéfique pour les entreprises de la technologie, nous anticipons une seconde phase qui pourrait bénéficier à d'autres segments du marché américain. Ainsi il nous semble crucial d'accentuer la diversification de notre poche actions américaines en vue d'un potentiel rattrapage d'autres segments de marché.

• En Europe, bien que la croissance macroéconomique reste modeste, elle semble en grande partie intégrée par les marchés avec un positionnement faible sur la zone. La dispersion sectorielle offre néanmoins des opportunités favorables aux gestions actives. Nous demeurons patients mais optimistes sur l'immobilier européen qui devrait bénéficier de la baisse des taux à venir et continue d'afficher des rendements attractifs.



Il est crucial
**D'ACCENTUER
LA DIVERSIFI-
CATION**
des poches actions



- Nous restons positifs sur une sélection d'actions de pays asiatiques où le potentiel de croissance est soutenu par un cycle d'assouplissement monétaire et la perspective d'une relance chinoise qui pourrait servir de catalyseur régional.

Obligations

- Depuis notre dernière édition, la hausse des taux s'est poursuivie avec une forte repentification de la courbe des taux : aux États-Unis, la reconstitution de la prime de de terme a atteint les niveaux les plus élevés depuis 2015. Bien que nous restions prudents à court terme, nous percevons toute exagération à la hausse des taux comme une opportunité pour renforcer la sensibilité de nos portefeuilles. Nous maintenons une préférence pour les échéances à court terme (jusqu'à 5 ans), où le rendement ajusté du risque reste selon nous le plus attractif.
- Nous avons récemment révisé positivement notre conviction sur les emprunts d'État de la zone euro, au regard du contexte économique en Europe et des anticipations de baisses de taux de la BCE (les marchés étant selon nous trop conservateurs à cet égard). Nous maintenons néanmoins un léger biais prudent sur les échéances longues, en raison des préoccupations liées à des problématiques d'offre et d'un écart de taux transatlantique relativement élevé.
- Nous maintenons une conviction forte sur le crédit de qualité. Malgré des *spreads* de crédit faibles, nous ne voyons pas de catalyseur immédiat pour un élargissement significatif en l'absence de chocs externes. En parallèle, les rendements demeurent attractifs, notamment en comparaison à ceux attendus cette année sur les fonds monétaires, ce qui devrait continuer de soutenir la demande pour cette classe d'actifs.

Marchés de change

- Le dollar demeure un actif de couverture privilégié, avec un potentiel de hausse dans un scénario de mesures tarifaires plus agressives. Une stabilisation semble possible à court terme car le marché a désormais réintégré la réévaluation des baisses de taux aux États-Unis, en réponse à la dynamique plus forte du couple croissance/inflation. À noter, une résolution rapide du conflit en Ukraine représente un risque pour le prix du billet vert face à l'euro.
- Le franc suisse nous semble vulnérable à la perspective de taux directeurs négatifs et à son utilisation plus fréquente dans des stratégies de portage. Nous abaïssons notre conviction sur la devise helvète.

CONVICTIIONS CLÉS

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

Source : Indosuez Wealth Management.



08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 22 JANVIER 2025



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	4,61 %	2,22	4,19
France 10 ans	3,27 %	12,80	7,10
Allemagne 10 ans	2,53 %	20,90	16,50
Espagne 10 ans	3,15 %	12,70	9,00
Suisse 10 ans	0,43 %	11,10	10,10
Japon 10 ans	1,19 %	12,60	10,60

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	36,70	1,21 %	1,69 %
Emprunts d'État en EUR	208,50	-0,36 %	-0,34 %
Entreprises haut rendement en EUR	231,56	0,23 %	0,15 %
Entreprises haut rendement en USD	365,92	1,40 %	1,20 %
Emprunts d'État américains	315,88	0,38 %	0,12 %
Entreprises émergentes	44,62	0,25 %	0,54 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9438	0,82 %	0,39 %
GBP/USD	1,2316	-1,95 %	-1,60 %
USD/CHF	0,9069	0,72 %	-0,06 %
EUR/USD	1,0409	0,02 %	0,53 %
USD/JPY	156,53	-0,51 %	-0,43 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	15,1	0,83	-2,25

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	6 086,37	0,77 %	3,48 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	8 545,13	5,02 %	4,55 %
STOXX Europe 600	528,04	4,81 %	4,02 %
Topix	2 737,19	0,12 %	-1,71 %
MSCI World	3 838,19	1,58 %	3,52 %
Shanghai SE Composite	3 797,02	-4,73 %	-3,50 %
MSCI Emerging Markets	1 082,34	-0,32 %	0,64 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	1 962,26	4,47 %	5,92 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	211,65	3,21 %	3,66 %
MSCI Asia Ex Japan	702,17	-1,24 %	-0,27 %
CAC 40 (France)	7 837,40	7,62 %	6,19 %
DAX (Allemagne)	21 254,27	7,08 %	6,76 %
MIB (Italie)	35 854,07	6,27 %	4,88 %
IBEX (Espagne)	11 882,70	3,56 %	2,48 %
SMI (Suisse)	12 207,89	6,26 %	5,23 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 216	-0,89 %	-2,49 %
Or (USD/Oz)	2 756,48	5,33 %	5,03 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	75,44	7,62 %	5,19 %
Argent (USD/Oz)	31,42	4,82 %	7,45 %
Cuivre (USD/Tonne)	9 223,50	3,05 %	5,20 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	3,96	0,35 %	9,00 %

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

OCTOBRE 2024	NOVEMBRE 2024	DÉCEMBRE 2024	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (22 JANVIER 2025)
22,95 %	12,37 %	25,25 %	5,02 %	5,92 %
18,42 %	1,57 %	18,17 %	4,81 %	4,55 %
17,35 %	1,49 %	15,23 %	4,47 %	4,02 %
14,40 %	1,10 %	14,64 %	3,21 %	3,66 %
13,63 %	1,09 %	10,30 %	1,58 %	3,52 %
12,83 %	0,29 %	5,69 %	0,77 %	3,48 %
9,60 %	0,17 %	4,99 %	0,12 %	0,64 %
8,08 %	0,12 %	4,78 %	-0,32 %	-0,27 %
3,97 %	-1,76 %	1,93 %	-1,24 %	-1,71 %
-17,78 %	-3,17 %	-29,36 %	-4,73 %	-3,50 %

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 universe*, 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 853 571 130 euros, maison mère du groupe Indosuez et établissement bancaire de plein exercice agréé pour la fourniture de services d'investissement et l'activité de courtage en assurance, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Paris, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635 (numéro individuel d'identification d'assujetti TVA : FR 075 72 17 16 35) ;
- **au Luxembourg** : la Brochure est distribuée par :
 - CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 415 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
 - Banque Degroof Petercam Luxembourg S.A., dont le siège social est situé 12 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg, autorisée par et soumise au contrôle prudentiel de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »), 283 route d'Arion, L-2991 Luxembourg, site Internet www.cssf.lu, tél. (+352) 26251-1, et de la Banque Centrale Européenne dans le cadre de leurs compétences respectives.

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

- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par :

- CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe).
- la Banque Degroof Petercam SA, située Rue de l'Industrie 44 B-1040 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre des Entreprises sous le numéro 0403 212 172, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA BE 0403 212 172 (RPM Bruxelles) ;

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

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

- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1er - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341, agrément : EC/2012-08 ;

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

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

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

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

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

Crédits photos: Adobe Stock.

Achévé de rédiger le 24.01.2025.

