



MONTHLY HOUSE VIEW

Octobre 2023

Finance durable : un été paradoxal

• Table des matières

01•	Éditorial « BOUCLES D'OR »	P3
02•	Focus FINANCE DURABLE : UN ÉTÉ PARADOXAL	P4
03•	Macroéconomie À LA CROISÉE DES CHEMINS	P6
04•	Obligations UN ESSAI ARRIVE SOUVENT AU TERME D'UN TRAVAIL COLLECTIF !	P8
05•	Actions UN ENVIRONNEMENT DE TAUX ÉLEVÉS POUR LONGTEMPS ?	P10
06•	Devises DES FORCES EN ÉQUILIBRE	P12
07•	Allocation d'actifs SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION	P14
08•	Market Monitor APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	P16
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18

01 • Éditorial

« BOUCLES D'OR »



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Chère lectrice, Cher lecteur,

J'espère que vous avez passé un bel été, en famille ou entre amis, à la recherche de soleil ou de fraîcheur selon les régions, ou loin des réseaux sociaux, pour profiter des moments présents.

Ni trop chaud, ni trop froid : c'est ainsi que l'on peut décrire l'état de l'économie américaine en se référant ainsi au scénario économique dit « boucles d'or ». L'été vient avec son moment de pause et de réflexion : qui aurait pu dire ainsi, il y a un an, que la Réserve fédérale (Fed) allait piloter l'atterrissage de l'économie américaine et éviter une récession devenue inévitable ? Force est de constater que depuis le début de l'année, l'économie américaine n'en finit pas de surprendre. Pour preuve, les prévisions de croissance du PIB américain pour 2023 étaient proches de zéro en début d'année, pour finalement s'établir aujourd'hui autour de 2 %. Nous avons nous-mêmes dès le second trimestre, commencé à revoir nos prévisions à la hausse sans tomber dans l'excès de pessimisme. « La récession qui n'en finira jamais d'arriver » sera peut-être un bestseller l'été prochain.

L'été a finalement été (trop) chaud sur les taux longs américains. Le taux des obligations 10 ans est passé de 3,7 % à 4,3 % au moment d'écrire ces lignes. Mais c'est bien le taux réel qui a été le principal facteur explicatif. La première phase de remontée de taux était liée au durcissement de la politique monétaire suite aux chocs inflationnistes. Mais cette montée récente des taux réels s'est traduite par une stabilité des anticipations d'inflation oscillant désormais autour de 2,3 % (point mort à 10 ans), pendant que les taux nominaux ont poursuivi leur remontée. La Fed a restauré sa crédibilité dans sa lutte contre l'inflation, maintenant un discours de taux qui resteront élevés plus longtemps, le marché repoussant et révisant les premières baisses de taux dans le temps. Une première explication de la remontée des taux longs serait donc liée à la vigueur de l'économie américaine, justifiant un taux réel plus élevé. Une seconde trouve sa source dans la reconstitution d'une prime de terme demandée par les investisseurs : dit autrement, un taux de rémunération plus élevé pour compenser le risque de détenir des obligations d'État à long terme par rapport à des maturités courtes. L'offre (émission du Trésor américain pour financer la dette publique) est en constante dérive : la dette nationale approche les 32 000 milliards de dollars, en hausse de 50 % en 5 ans et de 1 500 milliards de dollars depuis l'accord trouvé sur le plafond de la dette en juin.

Plus d'investissements sont requis pour financer les déficits liés à la guerre, la transition énergétique, et supporter la consommation. En face, les investisseurs habituellement acheteurs d'obligations pour investir leurs dollars, se détournent du billet vert. Certains, pour des raisons de diversification, de changement de politique monétaire domestique, d'autres pour des raisons politiques, comprennent devenir moins dépendant des États-Unis. Comme toute équation offre/demande, la question sera le point d'équilibre.

Cette question est cruciale pour la gestion de portefeuille. Depuis quelques mois, la corrélation entre le marché actions et obligataire est repassée positive : les actions baissent car les taux remontent (le prix des obligations baissant dans le même temps). Un investisseur ayant acheté une obligation 10 ans US cette année est en performance négative. La performance des fonds diversifiés dis 50-50 en pâtissent, les flux également : 20 milliards d'euros de flux sortants à fin juin selon Morningstar, contre 100 milliards d'euros de flux entrants sur les obligations (principalement à échéances courtes) et monétaires. Pour un client privé, cette volatilité sur les taux longs n'est pas supportable. Pour autant, un point d'équilibre redonnera de l'attractivité aux obligations longues et apportera la diversification nécessaire et donc l'attrait dans les portefeuilles diversifiés.

Au global, nous sommes proches de la neutralité en termes de durée, mais privilégions toujours le portage jusqu'à cinq ans. Nous sommes passés positifs sur les actions au début de l'été et maintenons une vue constructive. Au sein des actions, ce sont les valeurs liées aux énergies renouvelables qui ont passé un été difficile : la hausse des taux longs vient fortement impacter les plans d'investissement à long terme de ces projets, couplée à une inflation des coûts, des changements de réglementation aux États-Unis, ou encore des problématiques de défaut sur le stock existant. Je vous invite à lire l'article passionnant « Finance durable : un été paradoxal » sur ce sujet dans cette édition ainsi que nos spécialistes sur les différentes classes d'actifs.

Bonne lecture.



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability



Fabrice DE SOUSA
Portfolio Manager

Les sociétés liées aux énergies renouvelables ont connu un été difficile avec des pertes importantes pour certaines. Si elles ne semblent pas avoir bénéficié à court terme d'un effet d'aubaine lié à la prise de conscience suite à un été historiquement chaud, les initiatives publiques restent fortes et devraient représenter un soutien de taille à long terme.



2023 :
L'ÉTÉ LE PLUS
CHAUD
jamais
enregistré

L'été 2023 a peut-être marqué un tournant dans la prise de conscience du réchauffement climatique tant les événements climatiques dits exceptionnels se sont accumulés. Le Canada a été ravagé par des feux qui ont émis plus de CO₂ que le Japon pendant une année entière. L'Europe a connu des alertes canicule en plein mois de septembre, une première. Et plus globalement, la période juin-juillet-août a été la plus chaude jamais enregistrée avec une moyenne de 16,77°C.

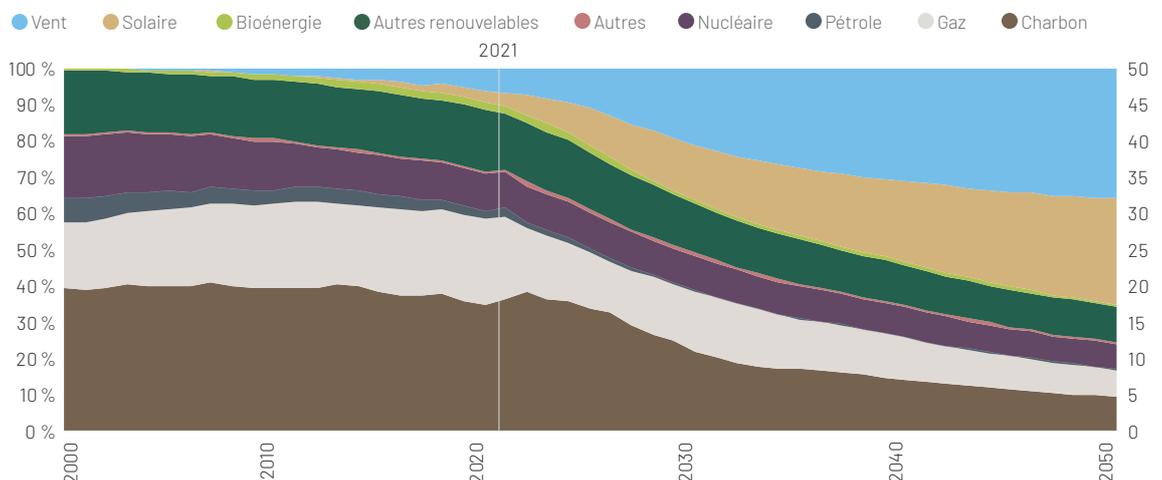
Paradoxalement, au même moment, de nombreuses sociétés spécialisées dans les énergies renouvelables ont vu leur cours de bourse baisser autant que les températures ont augmenté. À titre d'exemple, l'indice Solactive European Renewable index a perdu 10 % pendant les mois d'été quand l'indice global STOXX 600 était presque inchangé. Comment donc expliquer que les entreprises liées aux énergies renouvelables ne soient pas les grandes gagnantes du réchauffement climatique ?

Orsted et Siemens Energy illustrent bien à elles deux les problèmes du secteur et la crise de confiance que celui-ci traverse. Tout d'abord, ces sociétés sont jeunes et font face à une crise de

croissance marquée par une qualité et un niveau d'exigence qui n'ont pas été à la hauteur. Siemens Energy a vu sa capitalisation boursière fondre de plus de 7 milliards d'euros fin juin après avoir annoncé une provision supplémentaire de 1,3 milliard d'euros concernant sa division éolienne provenant de l'achat de Gamesa. La qualité de certaines turbines, notamment issues de la nouvelle plateforme d'assemblage, est en cause. Sachant que cela pourrait représenter 63 000 turbines, le problème est d'envergure.

L'autre problème est que le business model du secteur des énergies renouvelables s'est retrouvé mis en cause. Fin août, c'était au tour du leader danois des énergies renouvelables Orsted de perdre près du quart de sa valeur en une seule journée à cause de trois facteurs : des problèmes de chaîne d'approvisionnement qui continuent post-COVID, un coût de la dette qui augmente suite à la hausse des taux d'intérêt et des aides publiques telles que des crédits d'impôts qui ne sont pas à la hauteur des attentes tant des investisseurs que de la direction d'Orsted.

GRAPHIQUE 1 : PRODUCTION D'ÉLECTRICITÉ PAR TECHNOLOGIE, %



Remarque : représente le pourcentage de part de la production d'électricité par technologie dans le scénario Net Zero du BNEF, une voie vers zéro émission nette d'ici 2050. Comprend la production d'électricité pour la production d'hydrogène. «Autre» comprend la géothermie et la bioénergie.

Sources : BloombergNEF, Indosuez Wealth Management.

COMMENT ATTEINDRE L'OBJECTIF NET ZÉRO ?

Si le secteur de l'éolien fait aujourd'hui face à de très forts vents contraires, il n'en reste pas moins un maillon très important de la transition énergétique et les investissements devraient continuer à être massifs. D'après Bloomberg, les énergies renouvelables, solaire et éolien en tête, devront représenter plus de 75 % de la production mondiale d'électricité afin d'atteindre un objectif net zéro (graphique 1, page 4).

LES ÉNERGIES RENOUVELABLES, UN ENJEU GÉOPOLITIQUE

Par ailleurs, la transition énergétique reste un enjeu géopolitique. Derrière les commentaires officiels plutôt timides lors des derniers G20 ou la COP 27, les grandes puissances rivalisent pour dominer le secteur des énergies renouvelables. D'après un rapport de la société de conseil Wood Mackenzie, les commandes d'éoliennes ont atteint plus de 40 milliards de dollars au premier semestre 2023, soit une hausse de 12 %. Si la Chine reste le plus gros acheteur, les États-Unis ont vu leurs achats quadruplés sous l'effet de l'Inflation Reduction Act (IRA) voté l'an dernier sous l'impulsion de l'administration Biden.

L'Europe avait bien pris les devants grâce au pacte vert qui devait en 2020 relancer l'économie tout en la rendant plus verte. Mais le mécanisme du Pacte vert pour l'Europe est lourd et fondé sur le financement lorsque l'IRA favorise les aides fiscales directes sous forme de crédit d'impôt. L'Union européenne (UE) a donc répondu à l'IRA par l'introduction de la Loi sur l'Industrie Net Zéro (NZIA) en

janvier de cette année. L'objectif de cette nouvelle initiative est de renforcer la capacité de fabrication européenne de technologies net zéro. Comme le montre le graphique 2, elle couvre un ensemble très large de technologies, bien au-delà des énergies renouvelables, en passant par les batteries, les électrolyseurs ou encore le biogaz.

Tant l'IRA que le NZIA portent donc sur des technologies variées afin de lutter contre le réchauffement climatique par différents aspects. Il en est de même pour les énergies renouvelables : il faut diversifier son portefeuille en investissant sur plusieurs sous-secteurs, que ce soit l'éolien, les batteries, l'hydrogène ou encore les réseaux électriques.

Rappelons qu'au début du XX^{ème} siècle, les voitures électriques représentaient près d'un tiers d'un marché automobile certes naissant et que la « Jamais Contente » fut la première automobile à atteindre 100 km/h en 1899. Les moteurs à explosion se sont ensuite imposés notamment grâce à l'abondance du pétrole et son coût très bas. Aujourd'hui, les véhicules électriques offrent toujours des performances de pointe et les énergies renouvelables mises en service l'an dernier ont un coût inférieur à celui de l'électricité produite grâce aux énergies fossiles d'après l'Agence Internationale pour les Énergies Renouvelables (IRENA).

Le dérèglement climatique devient malheureusement une réalité jour après jour et les énergies renouvelables font partie intégrante de la solution malgré le trou d'air qu'elles ont pu expérimenter cet été et représenteront probablement un formidable relai de croissance pour la décennie à venir.



40 MILLIARDS DE DOLLARS D'ÉOLIENS commandés au 1^{er} semestre 2023

GRAPHIQUE 2 : INDUSTRIE NET ZÉRO



Sources : Commission européenne, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Nos changements sur le scénario post-été mettent en avant la divergence de ces derniers mois entre une économie américaine résiliente qui flirte avec la possibilité d'un atterrissage en douceur, et une économie chinoise dont la faible dynamique a justifié l'implémentation de nombreuses mesures de la part des autorités. En Europe, l'horizon s'est quelque peu assombri cet été mais nous n'anticipons pas de contraction dans la zone euro.



L'IMMOBILIER
représente
indirectement
PLUS DE 20 %
DU PIB
CHINOIS

CHINE : LES YEUX RIVÉS SUR L'IMMOBILIER

Après plusieurs mois de données macroéconomiques décevantes, l'été fut actif dans l'Empire du Milieu, les autorités chinoises ayant multiplié les mesures fiscales, quasi-fiscales et monétaires. Objectif ? Relancer une économie qui fait face à de nombreux vents contraires : une reprise modeste, une inflation proche de zéro, une tendance baissière sur les créations de crédit, des incertitudes montantes autour de la situation financière de certains promoteurs immobiliers chinois et le ralentissement économique global peu favorable pour les exportations chinoises. Selon nous, ces mesures vont dans le bon sens, mais demeurent pour le moment insuffisantes pour stabiliser un secteur immobilier en forte contraction qui pèse sur la confiance au sein de l'économie chinoise.

Au rayon des bonnes nouvelles, les données d'août ont montré des premiers signes de stabilisation ; les ventes au détail et la production industrielle ont accéléré, surprenant positivement les attentes, tandis que les exportations se sont

contractées dans une moindre mesure, profitant de la fin progressive du cycle de déstockage mondial et d'effets de base plus favorables. Cependant, l'immobilier a continué de peser sur l'investissement, tandis que les ventes de nouvelles maisons poursuivent leur contraction et que les prix sur les maisons des villes Tier 3 et Tier 4 ne montrent pas de signes de stabilisation au contraire des plus grandes villes. Dans un pays où l'immobilier représente indirectement plus de 20 % du PIB qui, avant la pandémie, représentait 60 % du patrimoine des ménages, et grâce auquel l'État récolte près de 30 % des recettes fiscales par le biais des ventes de terrains et des taxes liées à l'immobilier, nous considérons qu'il est crucial que les autorités mettent en œuvre les moyens nécessaires pour stabiliser le secteur. Dans cet environnement de confiance en berne et de faible dynamique de consommation, nous révisons à la baisse à la fois nos prévisions de croissance et d'inflation chinoise pour 2023 et 2024, avec une croissance qui cette année devrait trôner juste au-dessus de l'objectif de 5 % fixé par le gouvernement chinois en mars dernier (tableau 1).

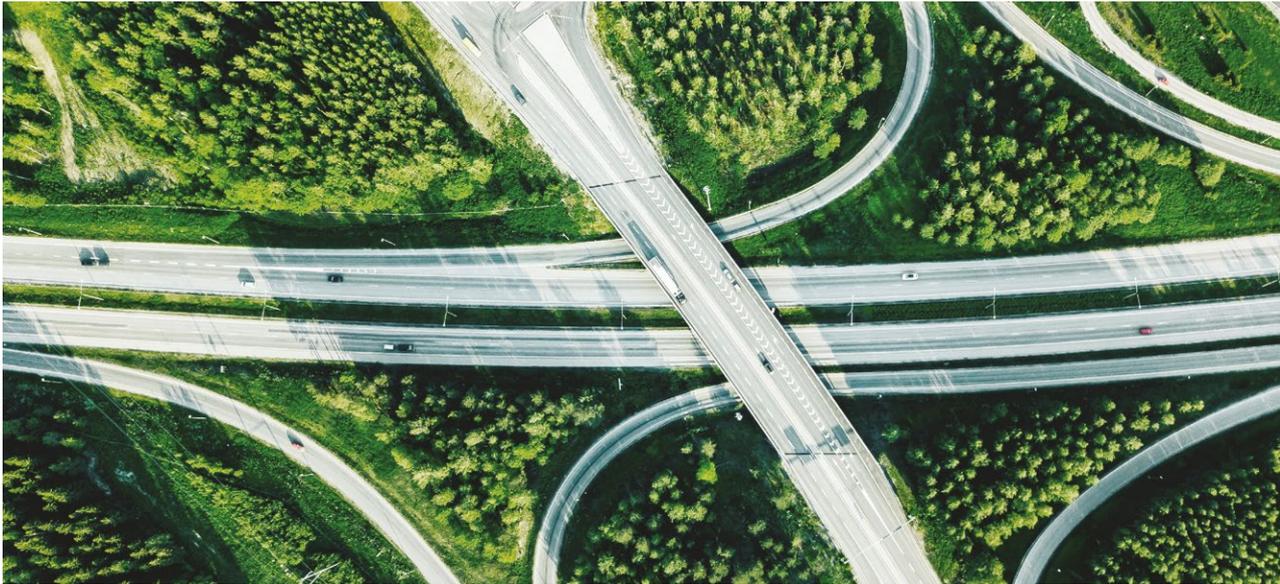
TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2023-2024, %

● Révisions à la baisse depuis le mois dernier

● Révisions à la hausse

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

Source : Indosuez Wealth Management.



ÉTATS-UNIS : UNE RÉSILIENCE À L'ÉPREUVE DES VENTS CONTRAIRES

Aux États-Unis, la situation est bien différente, l'économie américaine reste résiliente, maintenue à flot par l'épargne excédentaire accumulée qui a continué de soutenir le consommateur et les politiques de soutien à l'investissement ces derniers mois. Dans le même temps, les tensions sur le marché du travail américain (la demande de travail des entreprises était en début d'année deux fois supérieure à l'offre des travailleurs) continuent de se résorber en douceur, le nombre de postes ouverts diminue graduellement tandis que les suppressions d'emplois restent contenues (les nouvelles demandes d'emplois demeurant encore bien en-deçà de leur niveau pré-pandémie). Une dynamique positive qui a alimenté durant l'été les attentes d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine, d'autant que l'inflation a décéléré jusqu'à 3 % en juillet, avant de rebondir légèrement en raison d'effets de base sur l'énergie. Cependant, nous continuons de penser que la consommation devrait se contracter légèrement en fin d'année, pénalisée par l'évaporation de l'épargne excédentaire (la Fed de San Francisco estimant que cet excédant aura été entièrement dépensé à la fin du troisième trimestre), un environnement de taux élevés (les ménages américains ayant de plus en plus recours aux cartes de crédit) et la reprise des remboursements sur la dette étudiante à partir d'octobre.

Cela dit, nous ne voyons pas la consommation s'effondrer pour autant. En effet, le marché de l'emploi reste résilient, le pouvoir d'achat devrait être supporté par une désinflation toutefois sinueuse

(l'inflation devrait rebondir légèrement en fin d'année en raison de la composante énergie) tandis que les ménages affichent des situations financières saines notamment en raison d'effets de richesse positifs depuis la pandémie que ce soit par le biais de l'immobilier, des marchés actions mais aussi d'une épargne richement rémunérée.

ZONE EURO : DES RISQUES À L'HORIZON MAIS PAS DE CONTRACTION

Sur le vieux-continent, la dynamique de croissance a été quelque peu mitigée cet été, le ralentissement observé dans le secteur manufacturier s'étant désormais étendu au secteur des services, la contraction étant cependant plus prononcée en Allemagne et en France que dans les pays du sud de l'Europe. La reprise de la consommation en Europe nous semble plus modeste qu'attendue, la confiance du consommateur continue de se détériorer et nous pensons que les salaires réels devraient prendre plus de temps à rebondir, les salaires nominaux ayant montré quelques signes de décélération ces derniers mois. Dans ce contexte, nous avons légèrement revu à la baisse notre prévision de croissance pour 2024, cependant notre scénario d'une croissance modeste et graduelle en zone euro reste inchangé. En effet, au cours des prochains mois, le consommateur européen devrait profiter de la désinflation en cours (notamment tirée par décélération des composantes alimentaires et services) et d'un marché du travail solide. En 2024, la zone euro devrait également être supportée par la stabilisation dans le cycle manufacturier et du moindre impact de la politique monétaire sur l'économie.

UN ESSAI ARRIVE SOUVENT AU TERME
D'UN TRAVAIL COLLECTIF !Thomas GIQUEL
Head of Fixed IncomeAvec la contribution
de l'équipe Obligations

Une différence fondamentale distingue les gérants de fonds ouverts ou multi stratégies des gérants à maturité : pour les premiers, il reste encore un trimestre de performance et de risques après une année qui rattrape honorablement 2022. Pour les seconds, chaque point de base de hausse de taux est une opportunité de cristalliser du rendement pour leurs clients.

BANQUES CENTRALES

Décidément la décennie 2020 prend des chemins de traverse par rapport aux 15 dernières années. Après une restructuration forcée de sa dette au début des années 2010, une longue marche économique en direction des standards européens, la notation de la Grèce a été rehaussée courant septembre par l'agence Moody's. Un contraste saisissant après l'abaissement de notation des États-Unis au mois d'août. Le bureau du budget au Congrès (CBO) projette un ratio de dette/PIB de 195 % à horizon 2053¹. Des niveaux sur lesquels se pose la question de la soutenabilité de la dette. Sauf pour le Japon, à titre de contre-exemple.

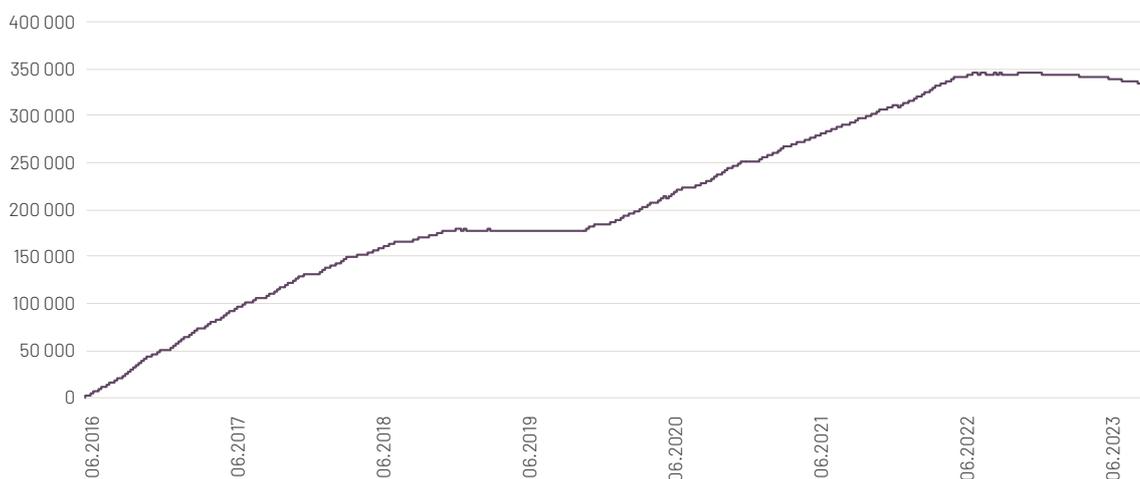
La charge de la dette, mesure du coût annuel versé aux investisseurs, atteindra 1 429 milliards de dollars, ou 3,6 % du PIB à horizon 2033, toujours selon le CBO.

Cette trajectoire a pour conséquence de peser sur les taux longs. Une reconstitution de la prime de terme est à l'œuvre aux États-Unis. Les taux nominaux et réels augmentent pour de multiples facteurs : la demande des ménages est démultipliée depuis la COVID-19 par des stimulus budgétaires, l'inflation persiste sur un plateau élevé, le Trésor américain recommence à se financer sur des maturités longues. Tous ces ingrédients poussent les taux longs à la hausse, tandis que les taux courts restent ancrés grâce au *statu quo* de la Fed.

En Europe, la récession se diffuse à bas bruit : la croissance gravite autour de zéro, la décru de l'inflation n'est toutefois pas suffisante pour redonner du pouvoir d'achat à des consommateurs déjà privés de soutien budgétaire. Et le marché de la promotion immobilière envoie déjà des signaux de grande faiblesse.



GRAPHIQUE 3 : BCE, PROGRAMME D'ACHAT CORPORATE, MILLIONS EUR



Sources : Bloomberg, BCE, Indosuez Wealth Management.

1 - <https://www.cbo.gov/publication/58946>

La hausse de taux de la Banque centrale européenne (BCE) du 14 septembre était certainement la dernière de ce cycle, et une première historique : à 4 %, le taux de dépôt n'a jamais été aussi élevé depuis la création de la banque centrale commune. Les taux longs européens pâtissent également de la reconstitution de la prime de terme, de la convergence des taux réels en territoires positifs et des besoins de financement des états. La BCE va progressivement retirer les liquidités injectées lors des programmes d'achats d'actifs implémentés depuis 2015. Ce désengagement, très progressif, poussera les taux longs à la hausse par la modification des anticipations des investisseurs qui aura un impact négatif sur les prix obligataires (graphique 3, page 8).

CRÉDIT

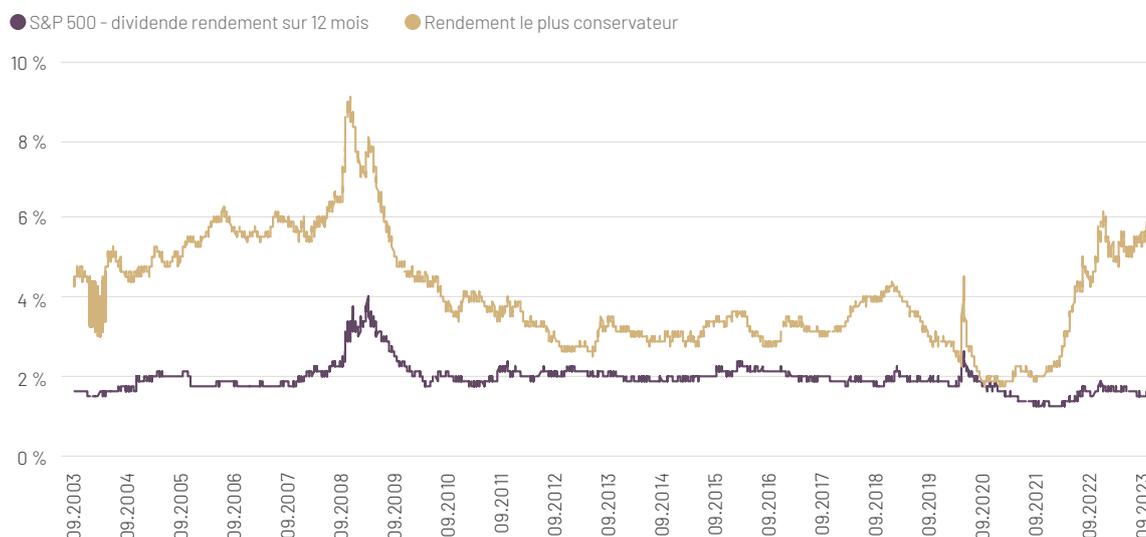
Pour les investisseurs, des taux réels positifs signifient qu'ils sont enfin rémunérés au-delà de l'inflation (anticipée). Ce raisonnement prend de plus en plus de sens à mesure que l'on compare des classes d'actifs entre elles. Sur l'obligataire, on prend généralement comme indicateur de référence les taux des emprunts d'État, pour lesquels il n'y a pas de risque de crédit (en principe). En ajoutant de la prime de risque crédit, les rendements obligataires sont désormais particulièrement attractifs. Notamment en comparaison du taux de dividende procuré par les marchés actions (graphique 4) et le marché du crédit américain.

Sur cette seule base, les actions doivent surperformer de plus de 4 % par an (après frais !) pour rattraper la rémunération obligataire. Un autre élément favorable pour les marchés obligataires : le point mort à un an. Ce point mort est calculé à partir du taux actuel sur le marché, divisé par le risque de duration, augmenté du taux de départ pour le portage.

Selon nos calculs basés sur les données disponibles dans Bloomberg à mi-septembre, le point mort sur un investissement en euro à horizon 2026 s'établit à 6,6 %. Cette rémunération procure un coussin de sécurité appréciable comparé aux autres classes d'actifs.

Dans leurs anticipations pour les mois qui viennent, les gérants d'Indosuez prennent en compte la remontée des taux et favorisent les maturités courtes (2 ans) afin de bénéficier du portage, sur les emprunts d'État. Les taux longs restent sous-pondérés dans le contexte de pression haussière décrit plus haut. Sur les marchés de crédit, les valorisations, mesurées par les primes de risques, ne sont pas attractives, notamment sur le secteur du haut rendement. En revanche le rendement global permet d'espérer une performance ajustée de la volatilité supérieure aux autres classes d'actifs. Enfin, le marché asiatique n'a pas encore terminé sa longue correction, les investisseurs globaux restent à l'écart, les gérants d'Indosuez sur place font encore preuve de prudence.

GRAPHIQUE 4 : TAUX DE DIVIDENDE SUR LE S&P 500 ET RENDEMENT DU CRÉDIT AMÉRICAIN, %



Note : Taux de dividende du S&P 500 contre le rendement des obligations d'entreprises américaines.
Sources : Bloomberg, Indices Bloomberg Barclays, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Avec la contribution
de l'équipe Actions

Les taux longs continuent leur ascension et ont déjà atteint des plus hauts depuis 2008 (pour le 10 ans US) !

Cela n'a pas freiné l'appétit pour le risque des investisseurs, notamment pour les valeurs de croissance américaines, qui continuent de mener la course en tête. Cette performance est appuyée par des révisions bénéficiaires qui s'améliorent également aux États-Unis. En Europe et en Asie, les performances et révisions bénéficiaires sont plus mixtes.

EUROPE

Les actions européennes ont connu des performances sectorielles très disparates depuis le début du mois d'août, avec une sous-performance de la consommation discrétionnaire (notamment le secteur du luxe) et des valeurs technologiques, tandis que l'énergie surperforme.

Les dernières données macroéconomiques en Europe sont en demi-teinte : malgré un léger ralentissement du taux d'inflation en août, la récente hausse des prix du pétrole pourrait peser sur le consommateur européen dans les mois à venir, et la BCE a récemment révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour la zone euro pour 2023 et 2024.

En termes de valorisation en revanche, les actions européennes restent attractives et continuent de se traiter avec une décote record par rapport aux actions américaines.

ÉTATS-UNIS

Concernant le marché actions américain, après une première moitié d'année particulièrement haussière, ce dernier évolue maintenant en phase latérale. Le S&P 500 et/ou le Nasdaq ne parviennent plus à atteindre des plus hauts. Cette configuration correspond assez bien aux standards historiques avec un été souvent plutôt faible. La dernière saison des publications des résultats des entreprises passée, les investisseurs sont alors focalisés sur les données macroéconomiques et sur les perspectives de politique monétaire de la banque centrale américaine. La valorisation du marché n'apporte pas de support par rapport aux historiques ou en relatif aux taux qui atteignent des points hauts. Les investisseurs sont sans aucun doute dans l'attente du début de la saison de publication des résultats du troisième trimestre qui arrivera mi-octobre pour reprendre des positions.



BCE :
prévisions de
**CROISSANCE
EN BAISSÉ**
pour 2023
et 2024

MARCHÉS ÉMERGENTS

Les incertitudes et la volatilité restent élevées pour l’instant sur les marchés boursiers asiatiques. Le pessimisme et le sentiment négatif à l’égard de la Chine persistent. Les récents flux entrants sur les marchés boursiers chinois couplés aux politiques monétaires et fiscales accommodantes n’ont pas suffi à casser la tendance baissière des marchés actions. Il est opportun de rappeler que les préoccupations structurelles restent importantes : le manque de confiance du secteur privé, l’insuffisance de la demande intérieure et la persistance des tensions sur l’immobilier continuent d’alimenter les craintes des investisseurs étrangers. Cependant, les autorités chinoises ont récemment accéléré le rythme des mesures de relance (assouplissement monétaire et soutien au secteur immobilier en particulier) et les fondamentaux de certaines entreprises chinoises sont attrayants, tant en termes de bénéfices attendus que de valorisations. Nous privilégions également certaines entreprises coréennes et taïwanaises (principalement les chaînes d’approvisionnement technologiques liées à l’Intelligence Artificielle (IA)).

STYLES D’INVESTISSEMENT

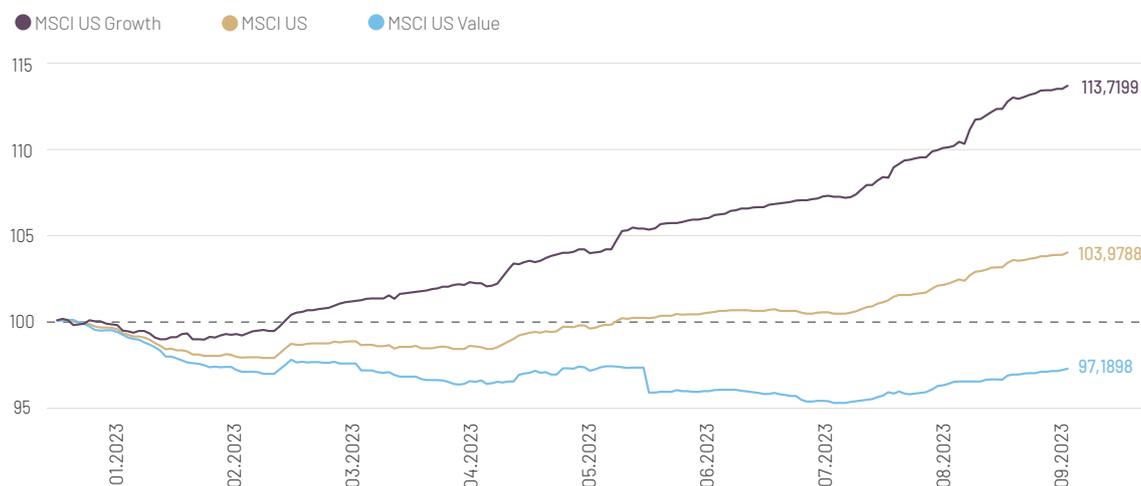
Le mois passé a été marqué par une divergence assez marquée en termes de performance entre les styles d’investissement aux États-Unis et en Europe. Aux États-Unis, la croissance continue de mener la course en tête ; tendance confirmée par des révisions bénéficiaires en accélération (graphique 5).

En Europe, le style Croissance est resté stable, principalement en raison des difficultés rencontrées par le secteur du luxe et d’une exposition moins prononcée à l’IA pour les entreprises de l’UE. À l’inverse, aux États-Unis, le style *Value* est resté stable alors qu’il a sur-performé en Europe, avec une tendance qui redevient plus haussière. Cela est principalement dû au poids important des secteurs bancaires et de l’énergie dans l’indice européen.

De ce fait, nous restons constructifs sur la croissance, notamment aux États-Unis. Les valeurs de Croissance américaines continuent d’attirer les investisseurs à la recherche des acteurs clés de l’IA dans un environnement de perspectives macroéconomiques qui restent solides.

Côté Europe, le style *Value* a profité du rebond des taux d’intérêt de long terme. Les valeurs *Value* sont, en outre, très attractives en termes de valorisation, tant en valeur absolue, qu’en relatif par rapport aux autres styles. Nous restons néanmoins plus prudents sur la partie cyclique du segment, qui a traditionnellement tendance à sous-performer lorsque l’inflation se normalise. À contrario, certains segments *Value* restent attractifs, notamment les banques et l’énergie qui bénéficient du rebond des prix du pétrole.

GRAPHIQUE 5 : RÉVISIONS BÉNÉFICIAIRES AUX ÉTATS-UNIS



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Maxime GARCIA
Investment Strategist

L'environnement continue d'être porteur pour le dollar américain mais de nombreux éléments positifs nous semblent déjà intégrés dans les cours et les perspectives nous paraissent désormais plus équilibrées sur la paire EUR/USD. Côté franc suisse, les fondamentaux sont désormais moins favorables. Le métal jaune continue d'être pris en étau entre des taux réels qui augmentent et les achats des banques centrales.

USD

Un environnement favorable mais des nuages à l'horizon

Le roi dollar continue de régner en maître sur les marchés des changes (+ 2 % ce mois-ci sur la base de l'indice DXY, graphique 6), alors que son avantage en termes de différentiels de croissance et de taux de rendement, ainsi que la demande de valeurs refuges à haut rendement, pourraient continuer à soutenir la devise. En revanche, de nombreux éléments positifs nous semblent être déjà pris en compte dans le prix du billet vert et certains nuages se profilent à l'horizon. À court terme le risque d'un « shutdown » du gouvernement américain s'accroît et nous notons que, historiquement, le dollar a eu tendance à céder du terrain lorsque cela s'est produit. À plus long terme, la fin du cycle de resserrement de la Fed devrait peser sur le dollar. Nous pensons donc que le potentiel d'appréciation du billet vert est limité, mais adoptons une vue moins négative sur ce dernier.



Les perspectives de l'EUR/USD nous semblent
PLUS ÉQUILIBRÉES

EUR

Un pessimisme déjà intégré

Les données solides américaines et les inquiétudes relatives aux perspectives de croissance de la zone euro ont pesé sur la monnaie unique alors que les flux qui ont soutenu l'euro en 2023, grâce notamment à l'amélioration de la balance commerciale, ont commencé à s'estomper. En revanche, les données de positionnement nous montrent que l'euro a été survendu depuis le début du mois et nous notons également que de nombreux éléments négatifs, particulièrement sur le plan macroéconomique, sont déjà intégrés dans le cours de l'euro. Les perspectives de l'EUR/USD nous semblent ainsi plus équilibrées et nous nous attendons à ce que la devise se traite entre 1,06 - 1,09 à moyen terme.

GRAPHIQUE 6 : PERFORMANCE DES DEVICES 100 = 31.12.2022, USD



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

CHF

Des fondamentaux moins favorables

Le franc suisse continue de se maintenir en tête du classement des devises du G10 pour l'année écoulée. Ce dernier a bénéficié d'une banque centrale qui a soutenu sa devise par des interventions directes sur le marché des changes et l'adoption d'un ton restrictif sur sa politique monétaire. Nous notons cependant que les fondamentaux devraient désormais apporter moins de soutien. En effet, l'inflation se situe à présent dans la cible de la banque centrale et les marchés anticipent que le cycle de resserrement touche à sa fin. De plus, la devise pourrait être affectée par son désavantage en matière de portage et rien n'indique que la Banque nationale suisse (BNS) continuera d'agir sur le marché des changes. Nous adoptons donc une vue plus neutre à l'égard du CHF et tablons sur un cours USD/CHF autour de 0,90 et EUR/CHF entre 0,95 et 0,97.

JPY

Une intervention à venir ?

Le yen continue de souffrir d'une politique monétaire japonaise à contre-courant du reste des principales économies développées. Avec une paire USD/JPY à 147, le niveau de préoccupation des décideurs politique s'est accentué, tout comme la probabilité d'une intervention des autorités sur le marché des changes, qui pourrait se produire autour de 150 selon notre vue (graphique 7), ce qui soutiendrait le yen à court terme. Cependant des changements dans l'environnement actuel seront nécessaires pour une appréciation durable du JPY (comme une pause de la Fed ou une normalisation de la politique de la Banque du Japon), et pourraient alors projeter la paire USD/JPY entre 138 et 140.

CNY

La gouvernement entre en jeu

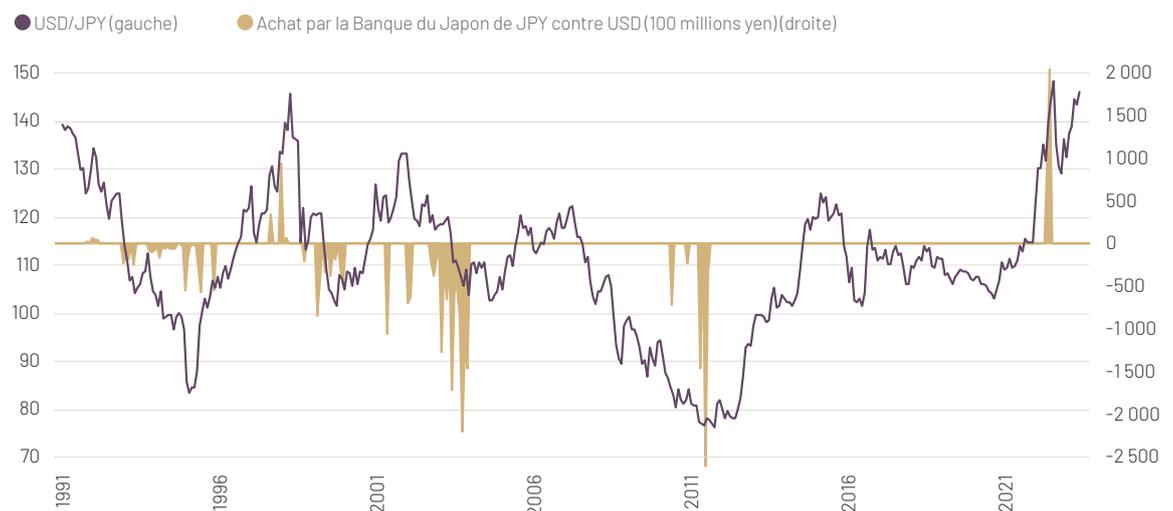
L'environnement actuel est peu porteur pour la devise chinoise, la faiblesse de la dynamique macroéconomique couplée à la divergence de taux entre la Chine et les États-Unis ont envoyé la paire USD/CNY à son niveau le plus haut depuis 2016. Cependant, nous restons neutres sur la devise puisque la Banque populaire de Chine a intensifié ses efforts pour ralentir le rythme de la dépréciation du CNY et les banques d'État ont quant à elles déclaré avoir vendu des USD à 7,30. Nous prévoyons donc que l'USD/CNY continuera d'évoluer dans sa fourchette actuelle entre 7,20 - 7,40.

OR

Pris en étau

La volatilité continue de diminuer sur l'or ce mois-ci, ce dernier évolue en effet de manière latérale depuis le début de l'été et affiche une performance presque neutre sur le mois. D'un côté, la hausse des rendements des emprunts d'état et la vigueur du dollar agissent comme des vents contraires sur le métal jaune. De plus, le sentiment reste faible comme en témoignent les sorties de fonds des ETF or et le positionnement qui est à son plus bas niveau depuis cinq mois. De l'autre côté, la demande d'or des banques centrales est plus élevée que jamais, ce qui devrait continuer à apporter du soutien. Nous nous attendons à ce que l'or se traite dans une fourchette comprise entre 1,870-1,970.

GRAPHIQUE 7 : INTERVENTION DE LA BANQUE DU JAPON SUR LE MARCHÉ DES CHANGES



07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



2024 :
prévisions de
CROISSANCE
en Europe
à la baisse

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : notre scénario de croissance reste globalement inchangé. Nous maintenons notre vue d'une légère contraction ponctuelle aux États-Unis mais décalée au dernier trimestre 2023 en raison d'une résilience forte de l'activité économique outre-Atlantique. Nous ajustons à la baisse nos prévisions de croissance en Europe pour 2024 ce qui s'explique par des effets techniques et une consommation moins importante qu'anticipée initialement. Enfin, nous révisons à la baisse la croissance chinoise en lien avec la persistance des difficultés rencontrées par le secteur immobilier cet été. Nous demeurons en revanche positifs sur la croissance des pays émergents dans leur globalité.
- **Inflation** : le processus de désinflation est en cours et devrait se poursuivre dans les économies avancées, en lien avec la décélération observée des prix des loyers et de l'alimentation et des effets de base favorables. En revanche, la disparition de ces effets techniques en fin d'année et le rattrapage des salaires devrait maintenir l'inflation à des niveaux élevés.
- **Banques centrales** : le cycle de hausse de taux de la Fed et de la BCE est désormais derrière nous. Les taux d'intérêt devraient maintenant connaître un plateau à minima jusqu'au début du deuxième semestre de l'année prochaine. Pour la Fed, nous prévoyons des réductions de 75 pb au second semestre si l'inflation sous-jacente se normalise vers 3 %. Pour la BCE, nous ne prévoyons aucune réduction en 2024 mais reconnaissons que la détérioration des perspectives économiques pourrait pousser les banques centrales à revoir leur politique monétaire. La réduction des bilans poursuit son cours et pourrait peser davantage sur la partie longue des courbes des taux.
- **Résultats d'entreprises** : la divergence des révisions bénéficiaires entre les États-Unis et le Japon d'un côté et l'Europe d'autre part se poursuit, avec une croissance des résultats désormais attendue autour de 12 % aux États-Unis contre 6 % pour la zone euro.

- **Environnement de risque** : la volatilité actions continue d'évoluer dans une fourchette étroite tandis que la volatilité taux revient sur ses points bas d'un an, un certain nombre d'opérateurs anticipant désormais le parfait scénario d'un atterrissage en douceur aux États-Unis. Nous pensons cependant que l'incertitude demeure élevée et reconnaissons en ce sens l'intérêt des stratégies optionnelles permettant d'accroître l'asymétrie des portefeuilles.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

Actions

- Au cours de la saison estivale, nous sommes devenus plus constructifs sur les actifs risqués à la faveur d'un environnement économique plus résilient (en particulier aux États-Unis). Ceci se traduit par une préférence pour les actions américaines au sein de nos portefeuilles. Si la saisonnalité est généralement défavorable pour les marchés actions en septembre, nous maintenons cependant une vue tactique positive à court terme sur cette zone du globe.
- Nous conservons une opinion neutre sur les actions européennes. Bien que les valorisations demeurent attractives, la croissance économique ne montre pas de signes nets d'amélioration à ce stade tandis que le resserrement monétaire et la raréfaction de la liquidité en zone euro pourraient continuer de peser sur le sentiment à court terme. En revanche, nous estimons que certains sous-secteurs et zones géographiques pourraient redevenir attractifs à l'image du marché actions britannique qui s'échange sur de faibles ratios de valorisation et pourrait profiter du rebond récent des prix de l'énergie.
- Les actions des pays émergents demeurent une conviction forte, ces dernières devraient profiter d'un différentiel de croissance à l'avantage des économies en cours de développement par rapport aux économies avancées.

Obligations

- Nous estimons que les récents mouvements sur la courbe des taux américains et européens peuvent offrir des points d'entrée attractifs pour réduire notre position sous-pondérée en termes de durée.
- Néanmoins, nous continuons de penser que le risque demeure orienté à la hausse sur la partie longue des courbes. Le changement de la structure des émissions du trésor américain aux États-Unis (et une potentielle accélération de la réduction du bilan de la BCE en zone euro) devrait continuer de mettre sous pression la partie longue des courbes. Notre préférence demeure ainsi pour la partie courte des courbes, dont les niveaux de rendement offrent une protection avantageuse, sans grande volatilité attendue.
- Nous appelons en revanche à davantage de prudence sur les emprunts des états périphériques, notamment sur la dette souveraine italienne, sur fonds de déséquilibre offre-demande et d'un environnement économique moins propice dans les mois à venir.
- Côté crédit, nous maintenons notre préférence pour la dette d'entreprise de qualité de courtes échéances (les courbes de crédit étant relativement plates) et restons à l'écart du segment du haut rendement, notamment les notations les plus faibles, dont les niveaux de valorisation nous semblent relativement élevés.

Marché des changes

- Au début de l'été nous avons tactiquement réduit notre conviction sur la parité EUR/USD. Depuis, l'euro est revenu sur ses points bas de mai, de concert avec l'élargissement de l'écart de taux transatlantique. À court terme, l'environnement macroéconomique pourrait continuer de soutenir le dollar mais les risques semblent désormais mieux équilibrés, limitant le potentiel d'appréciation de ce dernier.
- Si le franc suisse a longtemps bénéficié d'un environnement presque unique de taux d'intérêt réels positifs à travers le globe, ce temps semble révolu. Nous conservons ainsi notre opinion neutre sur la devise helvétique, alors même que la Banque nationale suisse devrait en avoir terminé avec son cycle de hausse de taux.
- Le yen continue de s'échanger à ses plus bas niveaux, se rapprochant des niveaux d'intervention précédents de la Banque du Japon. Il ne serait donc pas surprenant d'observer une plus grande volatilité de la devise à court terme, bien qu'un changement plus structurel de l'environnement monétaire soit nécessaire pour une appréciation durable du yen face au billet vert.

- L'attrait des rendements des emprunts d'état représente un frein à la détention d'or. À l'opposé, la forte demande de métal jaune de la part des banques centrales limite le potentiel de baisse. Nous continuons d'anticiper des prix de l'or évoluant dans une fourchette, sans tendance majeure, tant que les taux d'intérêt réels resteront sur ces niveaux.

CONVICTIIONS CLÉS

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

Source : Indosuez Wealth Management.

08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 21 SEPTEMBRE 2023



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	4,49 %	25,70	61,94
France 10 ans	3,28 %	23,80	16,90
Allemagne 10 ans	2,73 %	22,40	16,90
Espagne 10 ans	3,79 %	26,10	14,50
Suisse 10 ans	1,08 %	7,20	-54,20
Japon 10 ans	0,74 %	8,90	32,50

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	35,43	-2,45 %	2,07 %
Emprunts d'État en EUR	195,02	-0,86 %	1,22 %
Entreprises haut rendement en EUR	206,57	0,93 %	6,74 %
Entreprises haut rendement en USD	313,03	0,12 %	5,50 %
Emprunts d'État américains	295,95	-0,45 %	0,19 %
Entreprises émergentes	42,37	-0,59 %	-0,91 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9643	0,85 %	-2,55 %
GBP/USD	1,2298	-2,41 %	1,78 %
USD/CHF	0,9045	2,26 %	-2,16 %
EUR/USD	1,0661	-1,38 %	-0,41 %
USD/JPY	147,59	1,21 %	12,56 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	17,54	0,34	-4,13

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4 330,00	-1,06 %	12,78 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 678,62	4,70 %	3,04 %
STOXX Europe 600	454,67	0,69 %	7,01 %
Topix	2 383,41	4,23 %	25,99 %
MSCI World	2 886,07	-0,69 %	10,89 %
Shanghai SE Composite	3 672,45	-1,37 %	-5,14 %
MSCI Emerging Markets	956,25	-2,65 %	-0,01 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 343,94	-2,39 %	10,13 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	186,09	-3,63 %	-3,07 %
MSCI Asia Ex Japan	605,32	-2,52 %	-2,25 %
CAC 40 (France)	7 213,90	-0,01 %	11,43 %
DAX (Allemagne)	15 571,86	-0,32 %	11,84 %
MIB (Italie)	28 708,55	2,27 %	21,10 %
IBEX (Espagne)	9 548,90	2,40 %	16,04 %
SMI (Suisse)	11 084,74	0,98 %	3,31 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 730,00	2,36 %	-8,91 %
Or (USD/Oz)	1 920,02	0,16 %	5,26 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	89,63	13,38 %	11,67 %
Argent (USD/Oz)	23,44	-3,24 %	-2,48 %
Cuivre (USD/Tonne)	8 194,00	-1,98 %	-2,13 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	2,61	3,61 %	-41,68 %

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

RENDEMENT MENSUEL DES INDICES, HORS DIVIDENDES

- FTSE 100
- Topix
- MSCI World
- MSCI EMEA
- MSCI Emerging Markets
- STOXX Europe 600
- S&P 500
- Shanghai SE Composite
- MSCI Latam
- MSCI Asia Ex Japan

	JUIN 2023	JUILLET 2023	AOÛT 2023	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (21 SEPTEMBRE 2023)
MEILLEURE PERFORMANCE (+)	11,00 %	0,41 %	6,75 %	4,70 %	25,99 %
	7,41 %	-1,77 %	5,80 %	4,23 %	12,78 %
	6,47 %	-2,55 %	5,68 %	0,69 %	10,89 %
	5,93 %	-2,79 %	5,01 %	-0,69 %	10,13 %
	4,85 %	-3,38 %	4,48 %	-1,06 %	7,01 %
	3,23 %	-5,73 %	3,29 %	-1,37 %	3,04 %
	2,25 %	-6,21 %	3,11 %	-2,39 %	-0,01 %
	2,17 %	-6,36 %	2,23 %	-2,52 %	-2,25 %
	1,16 %	-6,61 %	2,04 %	-2,65 %	-3,07 %
MOINS BONNE PERFORMANCE (-)	1,15 %	-7,90 %	1,48 %	-3,63 %	-5,14 %

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



AIE : Agence internationale de l'énergie.

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

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

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

BNEF : Bloomberg New Energy Finance.

BPA : Bénéfice par action.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI : Le Fonds monétaire international.

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

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

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

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

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

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

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

IRENA : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

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

ISR : Investissement socialement responsable.

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

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

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

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

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

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

OMC : Organisation mondiale du commerce.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de España (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;
- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe) ;
- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, 20121 Milan, Italie, inscrite au Registre des Banques n° 8097, code fiscal et numéro d'enregistrement au Registre du Commerce de Milan, Monza Brianza et Lodi n. 97902220157 ;
- **au sein de l'Union européenne** : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341, agrément : EC/2012-08 ;
- **en Suisse** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Brochure est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Brochure ;
- **dans la Région administrative spéciale de Hong Kong** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571)(SFO) ;
- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, 068912 Singapour. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour 2001. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **au DIFC** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai - UAE, une société réglementée par la Dubai Financial Services Authority (« DFSA »). La présente Brochure est uniquement destinée aux clients professionnels et/ou contreparties de marché. Aucune autre personne ne doit agir sur la base de celle-ci. Les produits ou services financiers dont il est question dans la présente Brochure seront uniquement mis à disposition des clients satisfaisant les critères de la DFSA relatifs aux clients professionnels et/ou aux contreparties de marché. La présente Brochure est fournie exclusivement à titre d'information. Elle ne doit pas être interprétée comme une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier ou de participation à une stratégie de négociation en particulier dans toute juridiction ;
- **aux EAU** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street- 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 22.09.2023.

