



MONTHLY HOUSE VIEW

Novembre 2023

Doit-on craindre une envolée du prix du pétrole ?

• Table des matières

01•	Éditorial POLARISATION	P3
02•	Focus DOIT-ON CRAINDRE UNE ENVOLÉE DU PRIX DU PÉTROLE ?	P4
03•	Macroéconomie UN ATERRISSAGE EN DOUCEUR	P6
04•	Obligations IL NE FAUT JAMAIS SE RÉSIGNER	P8
05•	Actions UNE SAISON DE PUBLICATIONS TRÈS ATTENDUE	P10
06•	Devises ENTRE GÉOPOLITIQUE ET FONDAMENTAUX	P12
07•	Allocation d'actifs SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION	P14
08•	Market Monitor APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	P16
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Alors que la guerre en Ukraine s'enlise, les attaques en Israël par le Hamas du 7 octobre, 50 ans après le début de la guerre du Kippour, ont surpris car elles n'ont pas été anticipées par le gouvernement israélien. Dans un monde de plus en plus divisé, cette nouvelle guerre a fini d'enterrer les accords d'Oslo, signés il y a 30 ans, et qui étaient censés assurer une nouvelle ère de paix entre Israël et la Palestine.

Cette attaque intervient également le jour de l'anniversaire de Vladimir Poutine, qui voudra sans doute utiliser ce conflit pour peser dans l'arène géopolitique. De fait, cette guerre, en renforçant le front occidental, accélère la polarisation et met en second plan l'attention de la communauté internationale sur l'Ukraine.

En effet, ce nouveau conflit remet potentiellement en cause les accords d'Abraham¹, alors même qu'Israël et l'Arabie saoudite étaient sur le point de signer un traité de paix laissant présager d'une nouvelle organisation du Moyen-Orient. D'autre part, les américains ont toujours eu des difficultés à gérer plusieurs conflits externes en même temps. Alors que les élections présidentielles américaines se précisent pour l'année prochaine, la situation parlementaire est rendue compliquée suite à la destitution historique de Kevin McCarthy, président républicain de la chambre des représentants. Si le *shutdown*² a été évité à court terme, les aides pour l'Ukraine sont, elles, techniquement suspendues.

En plus des 43,9 milliards de dollars d'aide américaine depuis le début du conflit en Ukraine (soit 4 % du budget de la défense), 60 milliards des dollars seraient encore nécessaires pour soutenir le pays d'après la Maison Blanche.

Le dernier sondage disponible montre à quel point les américains sont de plus en plus divisés concernant les aides à l'Ukraine. C'est particulièrement marqué chez les électeurs républicains dont plus de 60 % remettent en cause les dépenses déjà réalisées depuis le début du conflit. Dans ce contexte on peut imaginer que la priorité sera désormais donnée à Israël.

Quel impact sur le marché ? Historiquement, lorsqu'il y a des tensions géopolitiques, les investisseurs ont tendance à se tourner vers des valeurs refuges comme l'or, le yen, le franc suisse et les obligations d'État les mieux notés. C'est ce qu'on a constaté notamment sur l'or dès les premiers jours après l'attaque. Les conflits au Moyen-Orient sont généralement générateurs de volatilité et de tension sur les prix énergétiques car la région est un exportateur important d'énergie et un lieu clé de passage maritime, comme c'est le cas pour le détroit d'Ormuz. Le marché devrait rester focalisé sur le risque énergétique ; prix du gaz, prix du pétrole qui pourraient continuer à être sous tension et montrer de la volatilité à l'aube de l'hiver. Les risques sur la croissance mondiale pourraient se matérialiser si Israël entrait en conflit direct avec l'Iran entraînant le prix du baril de pétrole très largement au-dessus de 100 dollars. Ce n'est pas notre scénario aujourd'hui.

Pour en savoir plus sur nos analyses, je vous invite à découvrir ce numéro qui étudie notamment les conséquences de cette crise sur les prix du pétrole et la moindre dépendance de notre économie à l'or noir.

1 - Les accords d'Abraham : signés à partir de 2020, ce sont des accords de normalisation des relations entre Israël et les Émirats arabes unis, le Bahreïn, le Soudan ainsi que le Maroc sous l'égide des États-Unis.

2 - *Shutdown* : le fait que le Gouvernement des États-Unis cesse des activités, faute de moyens votés par le Congrès. En cas de *shutdown*, le plafond de la dette n'est plus relevé, ce qui force l'État à fermer dans un premier temps des services jugés non-essentiels (musées ou parcs nationaux par exemple) qu'il ne peut plus financer.

DOIT-ON CRAINDRE UNE ENVOLÉE DU PRIX DU PÉTROLE ?



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability

Les événements géopolitiques pouvant affecter le prix de l'énergie semblent prendre le devant ces derniers mois. 2022 fut marqué par l'invasion de l'Ukraine par la Russie et 2023 a vu la résurgence du conflit du Haut-Karabagh entre l'Arménie et l'Azerbaïdjan, pays exportateur de gaz et de pétrole. Ces dernières semaines, l'attaque du Hamas sur Israël a renforcé la crainte d'un conflit au Moyen-Orient qui pourrait faire s'envoler les prix du pétrole. Quel est en serait donc son coût économique ?



IMPACT
négatif
DU 1^{ER} CHOC
PÉTROLIER
sur l'économie
en 1973

UNE ÉCONOMIE MOINS DÉPENDANTE AU PÉTROLE QUE DANS LES ANNÉES 70

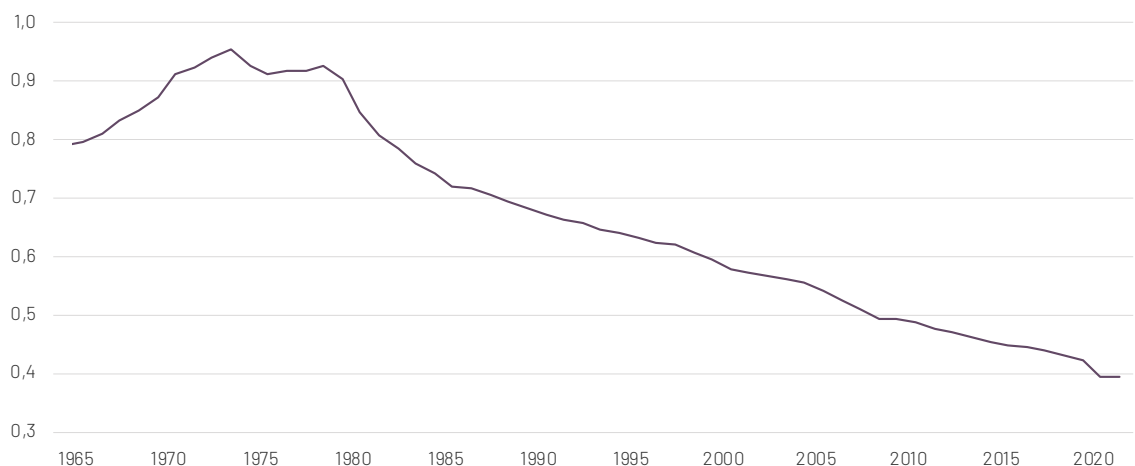
Tout le monde a en tête les chocs pétroliers de 1973 qui ont eu comme départ la Guerre du Kippour. Les pays arabes, membres de l'OPEP, décidèrent ensuite de relever les prix du pétrole et de réduire leur production. L'impact sur l'économie fut assez rapide avec une hausse conjointe de l'inflation et du chômage. Le taux de chômage aux États-Unis avait par exemple presque doublé en moins de deux ans, passant de 4,6 % en octobre 1973 à 9 % en mai 1975. L'effet d'une escalade de la situation au Moyen-Orient pourrait néanmoins être plus limitée.

Premièrement, si la situation venait à fortement se détériorer au Moyen-Orient, le cours du pétrole augmenterait mais probablement pas avec la même magnitude que lors du premier choc pétrolier. En effet, le prix du pétrole avait quadruplé,

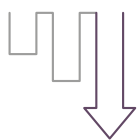
passant de 2,5 USD en 1973 à plus de 11 USD début 1974 pour ensuite atteindre plus de 30 USD en 1980 suite au deuxième choc pétrolier en 1979. La situation est relativement différente aujourd'hui : les prix du pétrole étaient artificiellement bas avant le premier choc pétrolier, étant largement contrôlés par les grandes sociétés énergétiques américaines et anglaises qui exploitaient les puits de pétrole au Moyen-Orient. Le prix du pétrole aujourd'hui est beaucoup plus haut, proche des 90 USD, donc loin des 2,5 USD même en tenant compte de l'inflation de ces 50 dernières années.

Deuxièmement, la place du pétrole dans l'économie mondiale a eu tendance à baisser. Certes, la consommation de pétrole a doublé entre 1972 et 2022, ne connaissant que de rares baisses annuelles (chocs pétroliers de 1973 et 1979, crise financière de 2008 et crise COVID-19 de 2020 principalement).

GRAPHIQUE 1 : INTENSITÉ DU PÉTROLE, BARIL DE PÉTROLE POUR PRODUIRE
1 000 USD DE PIB MONDIAL



Sources : Center on Global Energy Policy (Columbia), Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



LES RÉSERVES de pétrole sont EN CHUTE LIBRE

Mais l'économie mondiale nécessite de moins en moins de pétrole : comme le montre une étude de l'Université de Columbia³, l'intensité du pétrole, soit le nombre de baril nécessaire pour produire 1 000 USD de PIB (corrigé de l'inflation) a été divisé par deux depuis les années 70.

Alors qu'il fallait près d'un baril de pétrole pour créer 1 000 USD de PIB, il en faut moins de 0,4 aujourd'hui (graphique 1, page 4). Ceci s'explique par plusieurs facteurs. Tout d'abord, les gains de productivité ont permis de réduire la dépendance au pétrole. Un autre facteur est le passage progressif d'une économie industrielle à une économie de services, ceux-ci nécessitant moins d'énergie. Les économistes s'accordent donc pour confirmer que les variations de prix du pétrole ont aujourd'hui un impact moindre sur l'emploi et l'inflation que lors des années 70 (voir Blanchard et Riggi⁴ par exemple).

UN IMPACT POTENTIEL DE MARCHÉ À NE PAS NÉGLIGER

Si l'effet d'une hausse significative du prix du pétrole sur l'économie mondiale pourrait être plus faible qu'en 1973 ou 1979, cette hausse aurait sans doute un impact non négligeable sur les marchés. Comme nous l'avions décrit lors d'un récent [CIO Perspectives](#), la plupart des événements géopolitiques de ces 50 dernières années a eu un impact positif sur le pétrole et négatif sur les marchés actions, même si parfois l'effet fut de court terme.

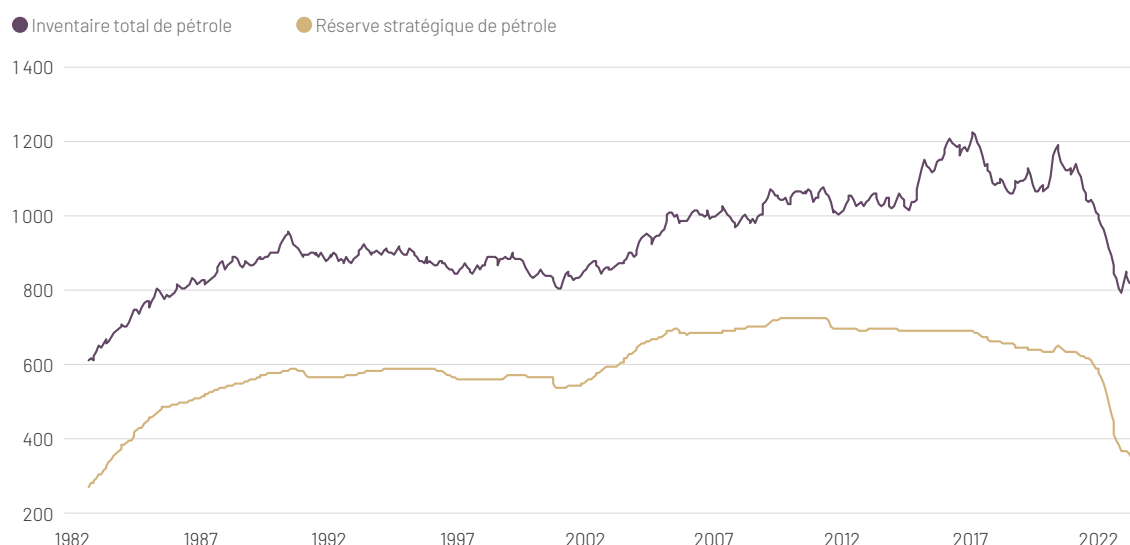
Par ailleurs, comme le montre le graphique 2, les réserves actuelles de pétrole sont historiquement faibles, notamment aux États-Unis. Cette baisse s'explique par le fait que les États-Unis ont dû puiser dans leurs réserves stratégiques suite à l'embargo mis en place sur les hydrocarbures russes après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les réserves stratégiques ont donc joué leur rôle en compensant le pétrole russe mais elles ont chuté de plus de 40 % et auraient donc un effet tampon limité si la situation au Moyen-Orient entraînait une baisse de la production dans cette région.

L'INDÉPENDANCE ÉNERGÉTIQUE, UN FACTEUR CLÉ

Invasion de l'Ukraine, conflit au Haut-Karabagh, attaques sur Israël, cette succession d'événements géopolitiques nous rappelle régulièrement malheureusement que l'indépendance énergétique est un défi majeur pour les gouvernements notamment européens. Si les énergies fossiles ont aujourd'hui une moindre importance dans le fonctionnement de l'économie globale, elles restent néanmoins critiques dans certains secteurs tels que le transport ou la chimie par exemple et l'accès au pétrole constitue toujours un enjeu de défense nationale.

Les pays non producteurs de pétrole devraient donc continuer de soutenir le développement des énergies renouvelables tant celles-ci sont nécessaires afin de réduire la dépendance aux énergies fossiles et donc indispensables afin de garantir à terme une indépendance énergétique.

GRAPHIQUE 2 : INVENTAIRE DE PÉTROLE ÉTATS-UNIS, MILLIONS DE BARILS



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

3 - Voir « Oil Intensity: The curiously steady decline of oil in GDP », Septembre 2021, Columbia Center on Global Energy Policy.

4 - Voir « Why are the 2000s so different from the 1970s? A structural interpretation of changes in the macroeconomic effects of oil prices », Blanchard and Riggi, Journal of the European Economic Association, 2013.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Depuis plusieurs mois, nous soulignons la résilience de l'économie américaine et ce malgré l'un des resserrements monétaires les plus rapides depuis les années 80. Malgré plusieurs vents contraires qui devraient ralentir la croissance au cours des prochains trimestres, nous voyons désormais comme très probable un atterrissage en douceur de l'économie américaine au regard des récentes dynamiques de consommation, de la bonne santé financière des ménages et de la vigueur du marché du travail.

LA RÉSILIENCE DU CONSOMMATEUR AMÉRICAIN

Le marché a commencé l'année 2023 dans l'expectative de l'une des récessions les plus attendues de l'histoire. Et pourtant, près de 18 mois après le début du cycle de hausses de taux de 525 points de base (pb) de la Réserve Fédérale (Fed), nous voici à la fin d'un troisième trimestre qui a vu les dépenses de consommation croître de près de 4 % en rythme annualisé. Dans un pays où la composante consommation représente plus de deux tiers du produit intérieur brut (PIB), le rôle du consommateur dans la réalisation d'un atterrissage en douceur est déterminant : et pour l'heure celui-ci ne semble pas faillir.

PORTÉ PAR LES DYNAMIQUES POST-PANDÉMIQUE

Cette résilience de la consommation depuis plusieurs trimestres déjà est le fruit de phénomènes post-pandémie qui ont permis aux consommateurs de maintenir des niveaux de dépenses élevés. En effet, durant la pandémie, les ménages ont pu accumuler d'importants excédents d'épargne qui ont atteint jusqu'à 2 100 milliards de dollars en 2021. Les estimations de ces excédents varient selon la tendance d'épargne pré-COVID que l'on considère, mais une chose est sûre, alors que nous estimions le mois dernier cette épargne excédentaire à 1 000 milliards de dollars à la fin du deuxième trimestre, la révision début octobre, des données d'épargne de ces 10 dernières années par le Bureau of Economic Analysis (qui publie notamment le PIB américain) implique une tendance d'épargne pré-COVID plus basse que précédemment et par conséquent une épargne excédentaire plus élevée : de près de 600 milliards de dollars.

Un coussin de protection supplémentaire pour les ménages américains, qui disposent en plus de cela de bilans financiers sains, en raison d'importants effets de richesse dont ils ont pu bénéficier depuis la pandémie que ce soit par la hausse des marchés actions ou par celle des prix immobiliers. En effet, le patrimoine (en valeur nette) des ménages américains a augmenté de plus de 30 000 milliards de dollars depuis fin 2019 et ces mêmes ménages se retrouvent aujourd'hui dans un contexte où l'épargne est richement rémunérée, même si ces phénomènes varient selon le niveau de revenu.

Dans le même temps, le consommateur américain a également bénéficié d'une croissance des salaires importante (la Fed d'Atlanta estime actuellement un rythme annuel de croissance du salaire horaire moyen de 5,2 %) qui s'explique notamment par un marché du travail qui s'est retrouvé extrêmement déséquilibré au sortir de la pandémie : fin 2022, le nombre de postes ouverts était encore deux fois supérieur au nombre de personnes sans emploi. Depuis, le marché du travail continue de se rééquilibrer, à travers une diminution des postes ouverts, et non par des suppressions d'emploi, le taux de chômage demeurant, à 3,8 %, encore à des niveaux historiquement bas. Dans le même temps, le processus de désinflation en cours aux États-Unis devrait continuer de supporter le pouvoir d'achat des ménages, même si ce phénomène apparaît moins clé qu'en Europe et que la désinflation devrait être sinueuse en raison d'effets techniques.



Révision du BEA :
600 MDS USD
D'ÉPARGNE
excédentaire
supplémentaire

Pris dans leur ensemble, ces éléments ne justifient plus selon nous de voir la consommation et la croissance se contracter au troisième trimestre 2023 et au premier trimestre 2024, nous faisant ainsi considérer un atterrissage en douceur de l'économie américaine comme notre scénario central même si celle-ci devrait tout de même ralentir dans les prochains mois.

PAS DE CONTRACTION MAIS UN RALENTISSEMENT

En effet, la résilience du consommateur américain est réelle mais l'économie américaine devrait faire face à de nombreux vents contraires en fin d'année. Dans ce sens, la fin du moratoire sur les prêts étudiants devrait peser sur la consommation, bien que celle-ci soit restée solide durant l'été malgré une hausse significative des paiements au département de l'éducation nationale américain dans le cadre de remboursements anticipés de la dette étudiante. Dans le même temps, la hausse des prix du pétrole et le resserrement des conditions financières en conséquence de la hausse des taux longs américains depuis l'été devraient également agir comme des freins sur la dynamique de croissance.

Enfin, la menace d'une fermeture du gouvernement américain rôde toujours, la date limite pour trouver un accord sur le budget ayant été repoussée à la mi-novembre tandis que la grève du syndicat des ouvriers automobilistes américains qui a commencé début septembre et concerne plus de 30 000 travailleurs, se poursuit. Un enlèvement de ces risques représenterait des freins sur la croissance de fin d'année, même si leur impact ne serait en fin de compte que temporaire et leur résolution se traduirait par un impact positif inverse immédiat sur la dynamique de croissance.

UNE RÉVISION À LA HAUSSE DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE ET D'INFLATION

La probabilité accrue d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine et la résilience de la consommation durant l'été impliquent une forte révision à la hausse de nos perspectives de croissance aux États-Unis qui s'établissent désormais à 2,2 % (+40 pb) en 2023 et 1,2 % (+70 pb) en 2024 (tableau 1), tandis que nous nous attendons désormais à une inflation moyenne de 2,7 % (+ 10 pb) en 2024 en raison de la récente évolution des prix du pétrole, ce qui devrait mener l'inflation totale autour de 2,4 % d'ici la fin de l'année prochaine, un niveau toujours supérieur à la cible d'inflation de la Fed.

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

Source : Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Avec la contribution
de l'équipe Obligations

Une fois de plus, des éléments extérieurs aux marchés financiers s'immiscent dans les prévisions et les valorisations. Le retour de la volatilité affecte l'ensemble des marchés, l'obligataire ne faisant pas exception. La hausse des rendements crée de nouvelles opportunités pour les investisseurs de moyen-long terme.



-25% :
estimations des
**BESOINS DE
FINANCEMENT**
pour les grandes
entreprises
européennes
en 2024

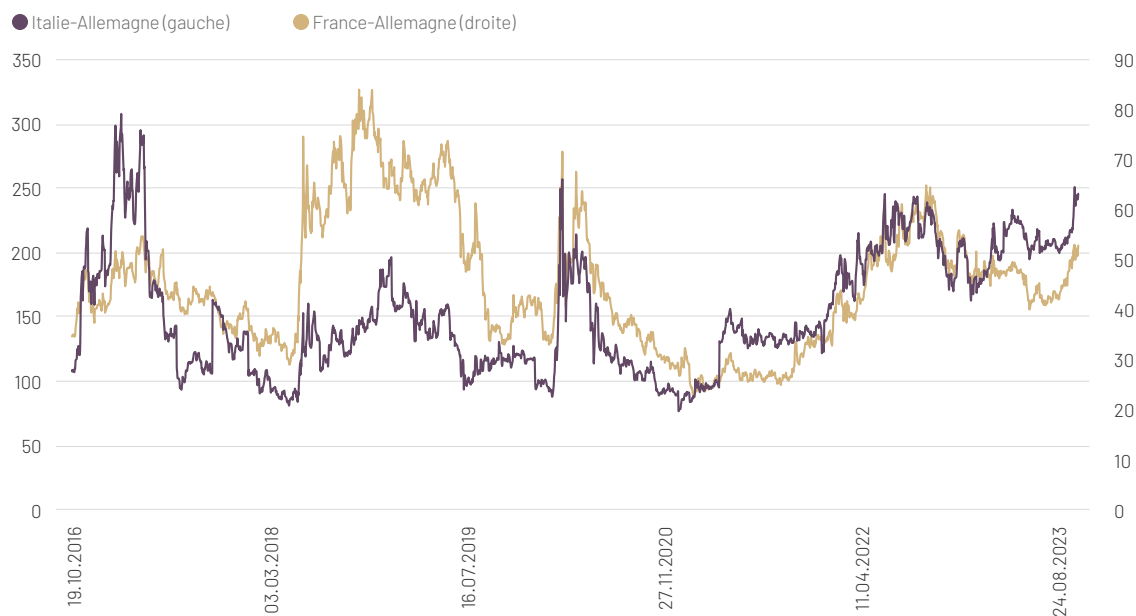
La hausse des taux obligataires a été suspendue par les événements tragiques survenus au Moyen-Orient. Les obligations ont temporairement joué leur rôle de valeur refuge, tandis que les actifs risqués baissaient sans céder à la panique. Très rapidement, les efforts diplomatiques déployés ont stoppé la hausse du prix du pétrole, redonné de l'espoir aux marchés actions et les fondamentaux sur les marchés obligataires ont repris le dessus. Depuis cet été, la décision du Trésor américain de financer le déficit fédéral par des émissions à long terme, pèse sur les taux longs. La reconstitution de la prime de terme, acronyme oublié ces dernières années, efface les interventions opérées par la Fed depuis la pandémie de COVID-19. Le resserrement quantitatif (*quantitative tightening*) a repris depuis début septembre, le retrait des liquidités commence à impacter l'ensemble des actifs.

De façon évidente, les marchés de l'immobilier dans différentes zones géographiques s'ajustent aux nouvelles conditions de financement et à la raréfaction du crédit, en volume et en prix.

BANQUES CENTRALES

Les taux courts sont désormais ancrés, tant aux États-Unis qu'en zone euro. Les marchés sont, de notre point de vue, encore optimistes dans leurs prévisions de baisses de taux directeurs pour 2024. À contrario, les taux continuent de s'ajuster au scénario de *high for long*⁵, expliquant ainsi la repentification en cours des courbes. À près de 5 % en nominal, le taux américain à 10 ans comprend un taux réel de 2,5 %, c'est-à-dire une sur-rémunération au-dessus de l'inflation anticipée de 2,5 %. Cette compensation dépasse l'objectif de la Fed à 2 %, ainsi que les estimations du « taux naturel ».

GRAPHIQUE 3 : SPREAD INTER PAYS (TAUX 10 ANS),
FRANCE ET ITALIE CONTRE L'ALLEMAGNE, PB



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

5 - Haut pendant longtemps.

En zone euro, les taux courts ont également atteint leur point haut pour ce cycle. De façon anecdotique, à 4 %, le taux de dépôt de la Banque centrale européenne (BCE) est au plus haut depuis la création de la monnaie unique. La prochaine étape consiste en un dégonflement progressif du bilan de la banque centrale, étape cruciale et toujours en gestation. Dans cette phase, les pays européens les plus endettés risquent un écartement marqué de leur prime de risque contre la référence allemande. Avec un marché toujours prompt à identifier les éléments les plus fragiles, les *spreads* de la France et de l'Italie ont déjà commencé à s'écarter (graphique 3, page 8).

MARCHÉS DE CRÉDIT

Le risque spécifique reste contenu dans les pays développés. En revanche, le risque systémique se matérialise depuis mi-septembre par un écartement marqué des indices dérivés de crédit iTraxx aux États-Unis et en zone euro (graphique 4).

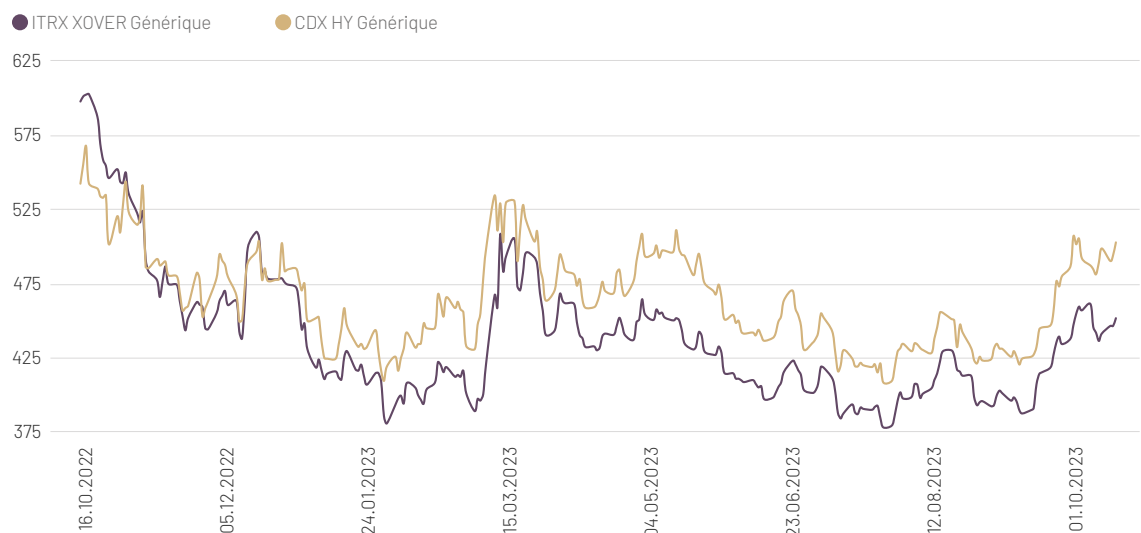
Depuis la mi-septembre, le *high yield* sous performe les actions. Certaines sociétés opportunistes ont proposé à leurs investisseurs de rappeler de la dette à maturité fin 2023 ou 2024 pour réémettre sur 2028, par exemple. Cette gestion du passif permet de conserver un accès au marché, beaucoup d'intervenants anticipant une fin d'année relativement peu liquide. Les émissions primaires ont été très actives courant septembre, signe de la rencontre équilibrée entre les sociétés émettrices et les investisseurs.

En revanche, le retour de la volatilité depuis le 9 octobre a quasiment fermé le marché primaire.

La contraction des conditions de crédit accordé par les banques affecte le marché des *leveraged loans*⁶, dont les taux de défaut progressent plus vite aux États-Unis qu'en Europe. La performance depuis le début d'année sur cette zone dépasse le marché américain. Par contagion, les notations les plus faibles du marché du crédit en sont affectées.

Nos analystes ont réalisé une revue des secteurs bancaires. L'Autorité bancaire européenne (ABE), a publié une étude consolidée du secteur, confirmant la bonne santé de celui-ci : le niveau de capital atteint un point haut, les crédits en souffrance sont stables et le coût du risque reste stable à 45 pb. La hausse des taux permet d'assoir la rentabilité du secteur, en revanche les perspectives s'assombrissent avec une baisse probable de la qualité des actifs. Les réserves sont toutefois largement suffisantes pour absorber les vents contraires. Aux États-Unis, le secteur est à nouveau sous tension en raison de la hausse des taux qui entraîne des pertes potentielles (mais non réalisées) sur les portefeuilles d'actifs investis en obligations d'état. La hausse des taux a également transféré les dépôts vers les fonds monétaires. Ce déplacement des capitaux est désormais terminé. Les actifs, notamment immobiliers, se dégradent également légèrement, sans toutefois poser de risque systémique. Enfin, le régulateur impose de nouvelles règles de capital plus strictes, au bénéfice des porteurs obligataires. Nous focalisons toujours nos investissements sur les plus grandes banques, solides et géographiquement diversifiées.

GRAPHIQUE 4 : INDICES DÉRIVÉS DE CRÉDIT CDS (CRÉDIT DEFAULT SWAP), HIGH YIELD



Sources : Bloomberg, Markit iTraxx, Indosuez Wealth Management.

6 - *Leveraged loans* : typologie de dette utilisée par les sociétés déjà endettées pour financer des opérations de fusion-acquisition, par exemple. Cette dette est plus risquée pour les investisseurs, en contrepartie de rendements élevés.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Avec la contribution
de l'équipe Actions

Les marchés actions se retrouvent sous pression du fait de la hausse des taux longs (plus hauts niveaux observés depuis 2007 pour le 10 ans américain !) et l'attention des investisseurs semble focalisée sur la capacité des entreprises à naviguer dans ce nouvel environnement. L'économie américaine reste résiliente mais la prochaine salve de publications sera l'occasion de confirmer, au niveau micro-économique, l'impact des mouvements de taux sur les entreprises.



LE SECTEUR
DE L'ÉNERGIE
en tête,
LE LUXE SUBIT
les prises
de profits

EUROPE

La saisonnalité a encore une fois marqué la période post-estivale par une faiblesse du marché actions européen. Porté par la hausse des cours du pétrole, le secteur de l'énergie continue de mener la course en tête en termes de performances, alors que le secteur du luxe subit encore des prises de profits.

Ces arbitrages au sein des secteurs se traduisent par une forte surperformance des actions de style *Value* contre les actions de style *Croissance*, qui sont plus sensibles à la dynamique des taux d'intérêt.

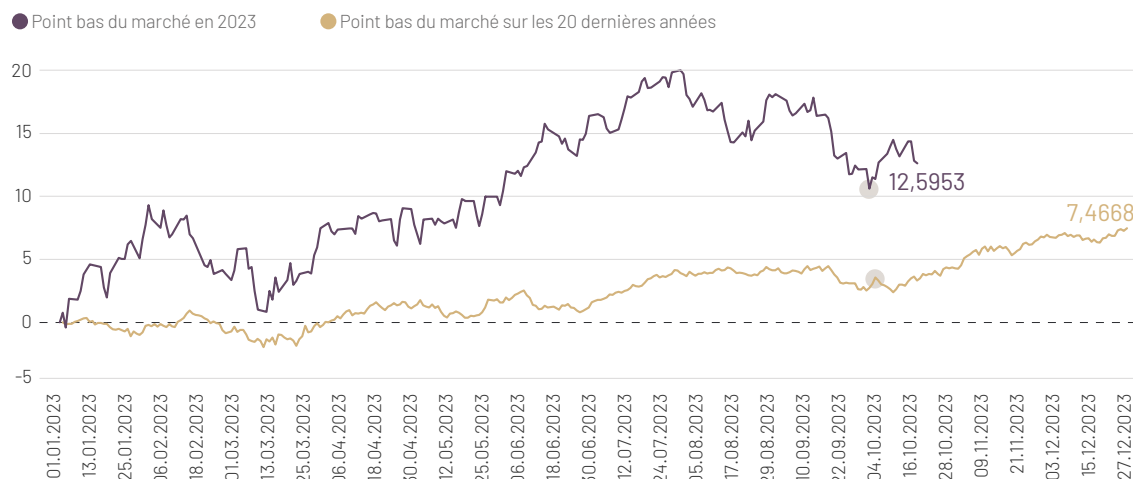
La valorisation des actions européennes reste très attractive et se situe actuellement bien en-deçà de sa médiane historique. Par ailleurs, les révisions bénéficiaires se sont montrées résilientes sur le mois écoulé, et sont également bien orientées pour 2023 et 2024.

L'attention des investisseurs devrait désormais se focaliser sur la saison de publications du troisième trimestre et sur les perspectives données par les dirigeants pour 2024, notamment en ce qui concerne la demande et la capacité à maintenir les marges.

ÉTATS-UNIS

Le S&P 500 est globalement en baisse depuis fin juillet mais cette correction semble saine. En effet, l'indice est revenu tester ses points hauts de février et sa moyenne à 200 jours ; des éléments qui ne remettent pas en cause la tendance haussière sur le long terme du S&P 500. En outre, la période estivale est historiquement plus faible en termes de volume et de performance ; et durant ces 20 dernières années cette faiblesse s'arrête en moyenne juste avant le début de la saison de publications des résultats des entreprises qui débute mi-octobre (graphique 5).

GRAPHIQUE 5 : SAISONNALITÉ DU S&P 500 (MOYENNE DES COURS SUR 20 ANS) ET PERFORMANCE EN 2023



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Note : Historiquement, le marché touche un plus bas le 9 octobre, ce qui correspond au point bas touché par le S&P 500 en 2023.

Par ailleurs, les révisions bénéficiaires des entreprises américaines sont bien orientées et pourraient alimenter un rallye de fin d'année.

Enfin, même si les taux longs atteignent des niveaux particulièrement élevés, de nombreuses très grandes capitalisations américaines n'en souffrent pas nécessairement grâce à des bilans sains et un matelas important de liquidités.

ASIE

Les marchés boursiers asiatiques peinent toujours à trouver une direction dans un contexte de forte volatilité et d'incertitudes, avec un pessimisme ambiant, en particulier sur la Chine. La réouverture de l'économie chinoise a été décevante, malgré une reprise post-COVID vigoureuse mais de courte durée. Cela suscite des interrogations sur l'efficacité des mesures prises par le gouvernement de Pékin. Malgré les efforts de relance, les flux vers les capitaux sont peu visibles tant le pessimisme envers la Chine demeure : le manque de confiance du secteur privé, la faible demande intérieure, les tensions avec les États-Unis et les craintes persistantes dans le secteur immobilier alimentent des inquiétudes chez les investisseurs étrangers.

L'accélération de l'assouplissement monétaire et les mesures de soutien au secteur immobilier prises récemment par le gouvernement chinois pourraient prendre un peu de temps avant de produire des effets positifs.

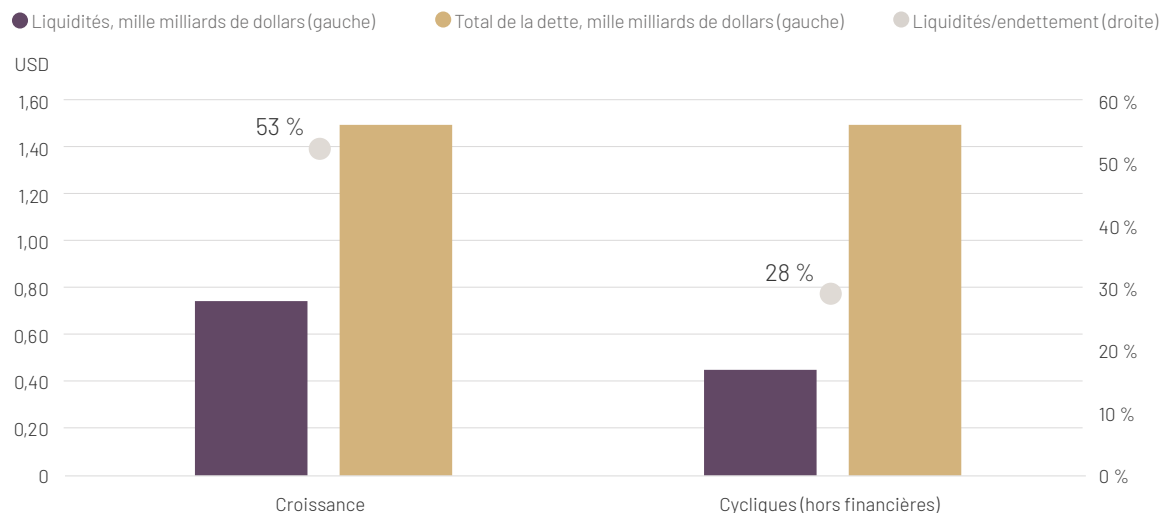
Alors que les attentes du marché se concentrent sur la possibilité d'une forte relance budgétaire et d'un stimulus supplémentaire pour les dépenses d'infrastructure. Le troisième plénum du 20^{ème} Comité central et la Conférence centrale sur le travail économique sont les principaux événements à surveiller.

STYLES D'INVESTISSEMENT

Le rebond des rendements à long terme s'est poursuivi sur le mois écoulé, poussant la performance relative du style *Value* à la hausse et mettant sous pression les valeurs de Croissance, en particulier en Europe. Les secteurs *Value* moins chers (banques, énergie, mines, ...) ont plutôt surperformé. Cependant, les valeurs de Croissance/Qualité ont relativement bien résisté lors de la baisse du marché, en particulier aux États-Unis, grâce à leur forte génération de revenus, couplée à un niveau de dettes/ liquidités très faible (graphique 6) qui leur permet de bénéficier des rendements monétaires élevés, sans avoir besoin de financement.

Par ailleurs, si les pressions sur les taux diminuent ou restent stables, la prochaine saison de publications pourrait mettre en avant des sociétés de qualité avec des marges résistantes, une forte génération de liquidités et un pouvoir de fixation des prix.

GRAPHIQUE 6 : LIQUIDITÉS ET DETTES TOTALES SUR LE S&P 500



Sources : Citi Group, Indosuez Wealth Management.

Note : Les valeurs de Croissance affichent un ratio de liquidité/dettes de 53 % contre 28 % pour le segment Cycliques (hors financières).



Maxime GARCIA
Investment Strategist

Les développements sur la scène internationale ont modifié quelque peu le paysage Forex, le franc suisse et l'or regagnent de l'attrait en raison de leur statut de valeur refuge mais le sentiment reste neutre sur ces actifs car des vents contraires persistent, notamment du côté des fondamentaux.

EUR

Des risques subsistent

Les divergences macroéconomiques entre les États-Unis et la zone euro et la hausse du *spread* transatlantique ont pénalisé l'EUR/USD qui recule de 1,5 % sur un mois. En outre, le soutien provenant des flux en faveur de l'euro, dus à l'amélioration de la balance commerciale, a commencé à s'estomper avec le ralentissement du commerce mondial et le rebond des prix de l'énergie. Les investisseurs étrangers semblent avoir perdu leur appétit pour les actifs en euros (graphique 7). Ceci étant dit, les attentes sont désormais faibles et nous voyons la stabilisation récente du différentiel de taux réel EUR/USD comme un élément positif pour la monnaie unique. Tout aussi important, à plus long terme les premières baisses de taux devraient venir en premier du côté de la Fed, ce qui pourrait offrir un soutien fondamental à la paire de devises à l'avenir. Ainsi, les perspectives de l'EUR/USD nous semblent toujours équilibrées dans l'optique d'une atténuation des tensions géopolitiques (fourchette de négociation attendue :

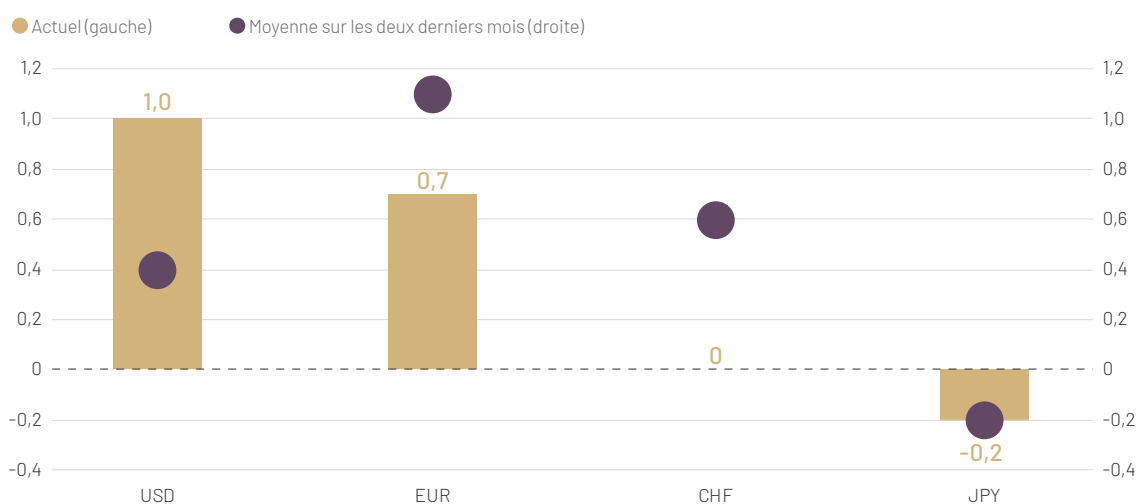
1,045 - 1,085). Il faudra tout de même porter une attention particulière au *spread* BTP-Bund qui pourrait peser sur l'euro, et garder à l'esprit que le bas de la fourchette pourrait être atteint en cas de choc d'offre sur l'énergie.

USD

Un potentiel d'application limité

Le dollar a atteint un nouveau plus haut à un an en début de mois, porté par une dynamique macroéconomique qui continue de surprendre à la hausse, et qui pourrait se poursuivre s'accompagnant ainsi d'un regain d'attrait pour le billet vert. Aussi, les événements au Moyen-Orient sont venus soutenir la demande d'actifs sûrs (et donc du dollar) en deuxième partie de mois (graphique 8, page 13). Un conflit généralisé viendrait là encore renforcer la devise américaine. Ainsi, comme évoqué le mois dernier, nous sommes moins négatifs sur le dollar mais nous pensons toujours que son potentiel d'appréciation reste limité.

GRAPHIQUE 7 : INDICE DE POSITIONNEMENT DES DEVISES



Sources : CACIB, Indosuez Wealth Management.

En effet, ce dernier a abandonné quelques points de performance après des commentaires jugés accommodants de la part de certains membres de la Fed, soulignant que le récent resserrement des conditions financières aux États-Unis pourrait réduire la nécessité de nouvelles hausses des taux directeurs. De plus, l'USD est désormais la devise du G10 sur laquelle le positionnement long est le plus important, ce qui limite la probabilité de nouveaux flux acheteurs.

CHF

Entre valeur refuge et fondamentaux

Le franc Suisse continue d'être la devise du G10 la plus performante depuis le début de l'année. La monnaie helvétique a d'abord souffert au début octobre après le dernier comité de la Banque nationale Suisse (BNS), au cours duquel cette dernière a décidé de ne pas augmenter ses taux directeurs, avant que son statut de valeur refuge ne vienne soutenir le CHF qui grimpe de 1,6 % face à l'euro sur le mois. Nous conservons notre position neutre avec une fourchette de négociation attendue entre 0,90-0,94 pour l'USD/CHF et 0,95-0,98 pour l'EUR/CHF. En effet, d'un côté la devise Suisse pourrait poursuivre sa hausse en cas d'intensification des tensions géopolitiques mais également bénéficier d'une BNS qui se dit prête à intervenir sur le marché des changes si nécessaire. De l'autre côté des vents contraires subsistent, notamment le désavantage du CHF en termes de portage.

JPY

Pas d'appréciation sans changement

L'USD/JPY s'est échangé près du seuil des 150 début octobre avant de fortement chuter en quelques minutes, suggérant une intervention des autorités monétaires japonaises. Si tel est le cas, cette dernière a été peu efficace puisque l'USD/JPY se traite de nouveau très proche des 150, un niveau qui inquiète les décideurs politique japonais. Le Yen reste pénalisé par son différentiel de taux par rapport aux autres grandes économies, mais la faiblesse de la croissance des salaires et le ralentissement de l'économie mondiale pourraient empêcher la Banque du Japon de modifier sa politique monétaire en 2023. Comme exprimé le mois dernier, seul une pause de la Fed ou une normalisation de la politique de la Banque du Japon permettrait une appréciation durable du JPY, et pourrait alors projeter la paire USD/JPY entre 138 et 140.

OR

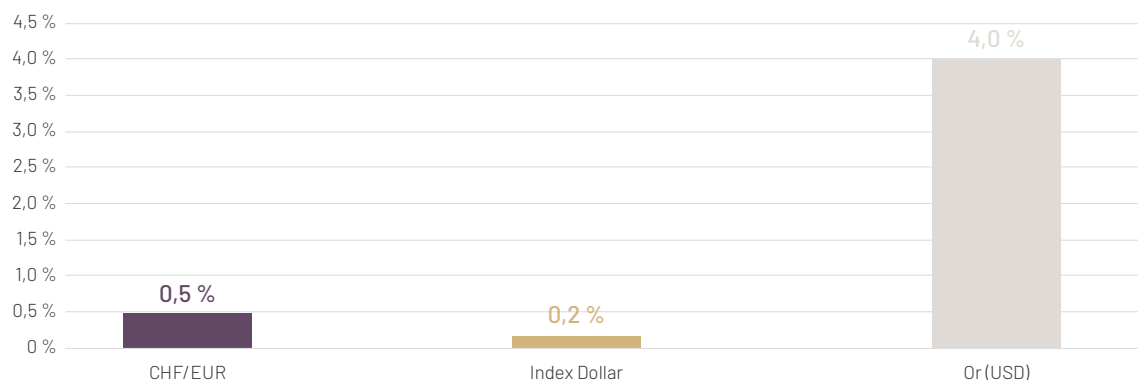
Rendements réels ou géopolitique ?

La corrélation (négative) rétablie entre les taux d'intérêt réels et l'or a continué de peser, poussant l'once à un plus bas annuel autour de 1 800 USD. La chute aura cependant été de courte durée, la situation géopolitique ayant aidé l'or à remonter jusqu'au niveau de 1 900. Le sentiment à court terme reste neutre puisque la position restrictive de la Fed représente un frein majeur à une envolée du prix du métal jaune. À plus long terme, l'incertitude géopolitique, la diversification des réserves de changes, ainsi que les perspectives d'une politique monétaire américaine moins restrictive pour 2024 représentent des éléments de soutien pour l'or. Nous anticipons une fourchette de négociation comprise entre 1 850 et 1 950.



**L'OR EST
REMONTÉ**
au-delà des 1 900
avec l'essor
du conflit
au Moyen-Orient

GRAPHIQUE 8: PERFORMANCE DES VALEURS REFUGE
DEPUIS LE DÉBUT DES TENSIONS, DU 09.10 AU 18.10.2023, %



Sources : Datastream, Indosuez Wealth Management.

07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



PRÉFÉRENCE
au positionnement
sur des
MATURITÉS
JUSQU'À 5 ANS

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : notre scénario de croissance aux États-Unis est revu à la hausse avec une activité économique désormais attendue en légère expansion pour les deux prochains trimestres en raison d'une résilience plus forte du consommateur américain. L'activité économique en Europe restera modeste l'année prochaine avec cependant des divergences importantes entre pays de la zone. Plus globalement, les pays émergents seront le moteur principal de la croissance mondiale en 2024.
- **Inflation** : nous maintenons notre scénario d'un processus non linéaire de désinflation dans les économies développées. La balance des risques est orientée à la hausse en raison de la vigueur observée de l'économie américaine et des conséquences possibles sur les prix de l'énergie des tensions géopolitiques émergentes au Moyen-Orient.
- **Banques centrales** : la remontée des taux longs sur les marchés facilite le travail des banques centrales sur le resserrement des conditions financières. Conjointement au ralentissement de l'inflation, nous pensons que le cycle de hausse de taux de la Fed et de la BCE est terminé. Nous nous attendons désormais à un plateau de taux d'intérêt élevés jusqu'au début du deuxième semestre 2024.
- **Résultats d'entreprises** : nous sommes globalement confortables avec les attentes bénéficiaires estimées par le marché pour 2024 mais continuons de monitorer avec attention la divergence des révisions bénéficiaires : à la hausse pour les États-Unis et le Japon, à la baisse pour l'Europe et la Chine.
- **Environnement de risque** : le risque géopolitique est revenu sur le devant de la scène et nous invite à intégrer davantage de couvertures dans nos portefeuilles. En parallèle, après la nouvelle remontée des taux longs nous ne pouvons exclure l'apparition de risques idiosyncratiques au sein de la sphère financière.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

Actions

- Nous conservons une position constructive sur les actifs risqués à court terme compte tenu d'un environnement économique plus favorable (en particulier aux États-Unis) et d'une santé financière des entreprises encore forte.
- Nous continuons de préférer les actions américaines pour les raisons évoquées ci-dessus tandis que les révisions bénéficiaires positives sur la zone constituent un facteur de soutien supplémentaire. Nous maintenons une vue neutre sur les actions européennes, l'activité économique ne montrant pas de signes nets d'amélioration à ce stade et les dynamiques de révisions bénéficiaires étant moins bien orientées qu'aux États-Unis.
- Sectoriellement, notre préférence pour les valeurs de Croissance est toujours d'actualité, ces dernières continuant de profiter de l'attrait des investisseurs pour la thématique de l'intelligence artificielle. Le secteur de l'immobilier coté, qui intègre déjà une bonne partie de la hausse des taux et de la baisse attendue des prix de l'immobilier physique, représente toujours une conviction pour les trimestres à venir.
- Malgré les récentes annonces du gouvernement chinois pour soutenir son économie et les impacts déjà visibles sur l'activité économique, nous n'observons encore à ce stade aucune réaction concrète sur les marchés d'actions. Si nous attendons un rebond d'ici la fin de l'année, nous avons néanmoins une vue stratégique moins favorable sur les actions chinoises. Nous conservons en revanche une vue constructive sur les actifs des pays émergents qui profiteront d'un différentiel de croissance positif face aux économies avancées et pourraient être perçus comme une zone de diversification si les tensions géopolitiques se renforcent.

Obligations

- Si les niveaux élevés des taux longs offrent des points d'entrée attractifs nous préférons rester positionnés sur les parties les plus courtes des courbes de taux, jusqu'à des maturités à 5 ans. En effet, ces dernières, au-delà d'offrir un portage plus élevé, semblent moins corrélées aux évolutions des actifs risqués que les obligations à plus long terme.
- Dans le même temps, la volatilité spécifique aux emprunts d'État à maturités longues réduit leur attractivité. Les émissions importantes attendues sur ces points de courbes aux États-Unis (et la réduction en cours des bilans des banques centrales) conjuguées aux risques d'un couple croissance/inflation plus élevé pourraient continuer de peser sur ce segment.
- Côté crédit, nous maintenons notre préférence pour les dettes d'entreprises de qualité à courte maturité et restons à l'écart du segment du haut rendement.
- Nous relevons tactiquement notre opinion sur les points morts d'inflation principalement pour des raisons techniques tandis qu'un potentiel élargissement des tensions géopolitiques au Moyen- Orient et son impact sur les prix de l'énergie pourrait profiter à cette classe d'actifs.

Marché des changes

- L'environnement macroéconomique qui continue de surprendre à la hausse outre-Atlantique et la poursuite de l'écartement du *spread* transatlantique portent le dollar à court terme. Ce dernier bénéficie de son statut de valeur refuge face à la montée du risque géopolitique. Si ceci constitue des forces de soutien pour le billet vert à court terme, l'attitude plus accommodante de certains membres du FOMC et le positionnement des investisseurs nous font penser que le potentiel d'appréciation reste limité.
- Le franc suisse bénéficie temporairement de son statut d'actif de couverture mais devrait rester plafonné par un niveau de portage peu attractif relativement aux autres devises des pays développés.
- Le yen continue de s'échanger à des plus bas, se rapprochant des niveaux d'intervention précédents de la Banque du Japon. Une intervention de la Banque du Japon viendrait soutenir la devise et entraîner une plus grande volatilité à court terme. En revanche, un changement plus structurel de l'environnement monétaire est nécessaire pour une appréciation durable du yen face au billet vert.

- L'or a retrouvé de son attrait avec le regain du risque géopolitique ces dernières semaines. En revanche au-delà de cette considération, le prix du métal jaune semble pris d'un côté entre le soutien fourni par la demande des banques centrales et de l'autre par la remontée des taux réels.

CONVICTIIONS CLÉS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉ- GIQUE (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	=/-	=/-
DEVISES		
États-Unis (USD)	=	=/-
Zone euro (EUR)	=/-	=/+
Royaume-Uni (GBP)	=/-	=
Suisse (CHF)	=	=/+
Japon (JPY)	=/+	=/+
Chine (CNY)	=	=
Or (XAU)	=/-	=/+

Source : Indosuez Wealth Management.

08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 20 OCTOBRE 2023



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	4,91 %	48,00	103,89
France 10 ans	3,51 %	22,70	40,60
Allemagne 10 ans	2,89 %	15,10	32,30
Espagne 10 ans	4,00 %	18,60	34,90
Suisse 10 ans	1,19 %	12,00	-42,80
Japon 10 ans	0,84 %	9,90	42,20

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	34,21	-3,38 %	-1,44 %
Emprunts d'État en EUR	194,52	-0,23 %	0,96 %
Entreprises haut rendement en EUR	203,49	-1,42 %	5,15 %
Entreprises haut rendement en USD	306,04	-2,38 %	3,14 %
Emprunts d'État américains	294,72	-0,63 %	-0,23 %
Entreprises émergentes	41,44	-2,56 %	-3,09 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9450	-2,18 %	-4,50 %
GBP/USD	1,2164	-0,63 %	0,67 %
USD/CHF	0,8921	-1,60 %	-3,50 %
EUR/USD	1,0594	-0,55 %	-1,04 %
USD/JPY	149,86	1,00 %	14,29 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	21,71	4,51	0,04

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4 224,16	-2,22 %	10,02 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 402,14	-3,67 %	-0,67 %
STOXX Europe 600	433,73	-4,31 %	2,08 %
Topix	2 255,65	-5,08 %	19,24 %
MSCI World	2 791,24	-3,08 %	7,24 %
Shanghai SE Composite	3 510,59	-6,11 %	-9,33 %
MSCI Emerging Markets	925,58	-4,01 %	-3,22 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 177,06	-6,93 %	2,29 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	179,94	-3,66 %	-6,27 %
MSCI Asia Ex Japan	589,23	-3,66 %	-4,84 %
CAC 40 (France)	6 816,22	-5,13 %	5,29 %
DAX (Allemagne)	14 798,47	-4,88 %	6,28 %
MIB (Italie)	27 357,00	-4,27 %	15,40 %
IBEX (Espagne)	9 029,10	-4,98 %	9,72 %
SMI (Suisse)	10 348,60	-6,05 %	-3,55 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 590,00	-3,10 %	-12,33 %
Or (USD/Oz)	1 981,40	2,92 %	8,63 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	88,75	-1,42 %	10,58 %
Argent (USD/Oz)	23,50	-0,39 %	-2,23 %
Cuivre (USD/Tonne)	7 948,50	-3,33 %	-5,06 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	2,90	9,94 %	-35,22 %

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

JUILLET 2023	AOÛT 2023	SEPTEMBRE 2023	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (20 OCTOBRE 2023)
0,41 %	6,75 %	2,27 %	-2,22 %	19,24 %
-1,77 %	5,80 %	-0,37 %	-3,08 %	10,02 %
-2,55 %	5,68 %	-1,74 %	-3,66 %	7,24 %
-2,79 %	5,01 %	-2,01 %	-3,66 %	2,29 %
-3,38 %	4,48 %	-2,47 %	-3,67 %	2,08 %
-5,73 %	3,29 %	-2,81 %	-4,01 %	-0,67 %
-6,21 %	3,11 %	-2,86 %	-4,31 %	-3,22 %
-6,36 %	2,23 %	-3,35 %	-5,08 %	-4,84 %
-6,61 %	2,04 %	-4,45 %	-6,11 %	-6,27 %
-7,90 %	1,48 %	-4,87 %	-6,93 %	-9,33 %

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 duration d'une obligation est longue, plus son cours est sensible aux variations des taux d'intérêt.

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

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

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

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

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

FMI : Le Fonds monétaire international.

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

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

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

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

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

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

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

IRENA : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

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

ISR : Investissement socialement responsable.

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

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

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

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

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

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

OMC : Organisation mondiale du commerce.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Crédits photos: Getty Images.

Achévé de rédiger le 20.10.2023.



