



MONTHLY HOUSE VIEW

Janvier 2024

L'élection présidentielle, enjeu majeur en 2024 ?

• Table des matières

01•	Éditorial ET SI L'IA ÉTAIT LA SOLUTION AUX DÉFIS MONDIAUX?	P3
02•	Focus L'ÉLECTION PRÉSIDENTIELLE, ENJEU MAJEUR EN 2024 ?	P4
03•	Macroéconomie ZONE EURO : LA LUMIÈRE AU BOUT DU TUNNEL ?	P6
04•	Obligations UNE NOUVELLE ANNÉE SOUS LES BONS AUSPICES DES BANQUES CENTRALES	P8
05•	Actions UN ATERRISSAGE EN DOUCEUR POUR 2024 ?	P10
06•	Devises EURO : ATTENTION À LA DESCENTE	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



ET SI L'IA ÉTAIT LA SOLUTION AUX DÉFIS MONDIAUX?



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

L'année 2023 aura été marquée par des événements importants. En premier lieu, alors qu'on espérait une accalmie voire une fin de conflit en Ukraine, la guerre s'enlise et se banalise. Après plus de 650 jours de combat Vladimir Poutine se voit renforcé suite à l'anéantissement de la rébellion du groupe Wagner. À cela, se sont ajoutés un nouveau conflit entre Israël et le Hamas ainsi qu'un des séismes les plus meurtriers depuis 100 ans en Turquie et en Syrie qui a coûté la vie à plus de 50 000 personnes.

Le dérèglement climatique s'accélère avec des températures extrêmes ressenties à près de 60 degrés au Brésil en novembre. Dans le même temps, les inondations se sont multipliées sur la planète et les crues inédites liées à El Niño en Ethiopie, au Kenya et en Somalie ont provoqué des centaines de morts et un million de personnes déplacées selon le bilan provisoire de ces trois pays. On se rappellera enfin, des feux de forêts historiques avec plus de 18 millions d'hectares brûlés au Canada, soit quasiment l'équivalent de la surface de l'Autriche, la Suisse, la Belgique et des Pays-Bas cumulées.

Les mois de juin à octobre ont été les plus chauds enregistrés dans le monde¹ et l'année 2023 dépassera probablement le record annuel de 2016 pour être la plus chaude jamais constatée. La preuve en est, qu'en novembre, la température moyenne mondiale a été pour la première fois supérieure de plus de deux degrés à la moyenne saisonnière de l'ère préindustrielle. Alors fallait-il vraiment s'attendre à un miracle à la COP28 au pays de l'or noir ? La convention de Dubaï n'a finalement pas apporté d'inflexion significative, car à ce stade, une sortie coordonnée des énergies fossiles n'est pas mise en place.

Dans cet environnement plutôt déprimé, on comprend comment certains populistes qui véhiculent des messages rassurants et positifs remettent en cause ces réalités arrivent au plus haut niveau de responsabilité. C'est le cas dernièrement de Javier Milei en Argentine et potentiellement de Donald Trump en course pour un retour à la Maison Blanche en fin d'année.

Il existe pourtant des raisons de rester optimiste :

- La courbe d'accélération de la température s'infléchit. Nous sommes passés d'une trajectoire d'augmentation de 4,3 degrés² à 2,9 degrés³ d'ici 2100 par rapport à l'ère préindustrielle.
- L'année 2023 marquera un tournant concernant l'Intelligence Artificielle (IA) ; même si cela pose des questions d'éthique, la révolution « chatGPT » est disruptive, totalement novatrice et sera probablement source de productivité future.
- Enfin, l'inflation sur un an se normalise et s'établit en novembre à 3,1 % pour les États-Unis et 2,4 % pour la zone euro. Les marchés actions, exceptés les marchés émergents, finissent l'année en fanfare. Le S&P 500 récupère toute la baisse de 2022 qui avait été sa pire année en 10 ans. C'est particulièrement le cas pour les valeurs technologiques et notamment les « 7 Fantastiques »⁴ qui, après avoir perdu la moitié de leur valeur en 2022, ont vu leur cours doubler en 2023.

L'année 2024 s'annonce pleine de challenges mais également de promesses; challenge pour les banques centrales qui devront se coordonner afin de piloter au mieux la baisse des taux dans un environnement complexe de soutenabilité de la dette mondiale à 238 % du PIB⁵ et toujours au-dessus de ses niveaux pre-COVID. Défis également politiques et géopolitiques entre notamment la Chine et les États-Unis surtout si Donald Trump est réélu. Challenge enfin pour la politique climat où l'Europe a depuis longtemps l'impression de faire cavalier seul.

Mais 2024 sera aussi l'année des promesses de nouvelles technologies et d'accélération de l'Intelligence Artificielle (IA) dans tous les domaines de la société au service des hommes et de la planète et cela devrait nous offrir de magnifiques opportunités d'investissement.

Je vous souhaite une agréable lecture de ce numéro et vous présente mes meilleurs vœux pour l'année 2024 durant laquelle nous resterons à votre disposition pour vous accompagner dans vos investissements.

1 - Source : Copernicus.

2 - Source : Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC), 2015.

3 - Source : Organisation des Nations unies (ONU), novembre 2023.

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

5 - Dette mondiale : données du Fonds monétaire international (FMI) sur la dette privée et publique à fin 2022.



L'ÉLECTION PRÉSIDENTIELLE, ENJEU MAJEUR EN 2024 ?



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability

L'année 2024 sera marquée par l'élection présidentielle américaine début novembre. La couleur du gagnant, entre le rouge républicain et le bleu démocrate, aura-t-elle un impact sur la performance du marché action cette année et tout au long du mandat de la future administration ?

DE LA GÉOPOLITIQUE À LA POLITIQUE

Tensions Chine-États-Unis, invasion de l'Ukraine, attaque sur Israël... les deux dernières années ont été dominées par une succession d'événements géopolitiques majeurs. 2024 pourrait marquer une rupture car c'est bien la politique et non pas la géopolitique qui pourrait dominer les débats cette année. En effet, les citoyens de pas moins de 40 pays seront appelés aux urnes en 2024 pour élire les représentants qui les gouvernent. Parmi toutes ces élections, celle du président des États-Unis devrait nous apporter son lot de rebondissements au cours des 12 prochains mois, de la nomination des candidats démocrates et républicains à l'élection du président début novembre et sa prise de pouvoir dans un an. Quel que soit le résultat, doit-on craindre que l'incertitude créée par l'élection américaine pèse sur les marchés ces prochains mois ?

Le tableau 1 montre la performance de l'indice S&P 500 lors des 19 années marquées par une élection présidentielle américaine depuis 1946. À première vue, les investisseurs pourraient se méfier des 12 prochains mois puisque le S&P 500 a historiquement affiché une sous-performance de plus

de 2 % lors des années d'élection depuis la fin de la 2ème guerre mondiale (6,84% contre 9,16 %). Néanmoins, si l'on exclut 2008, qui fut non seulement une année d'élection présidentielle mais aussi marquée par la crise financière, il n'y a pas de différence significative entre une année électorale ou pas (9,36 % contre 9,16 %). L'histoire nous dit donc qu'en absence d'une crise exogène au processus électoral, la performance des actions américaines n'est pas différente, élection présidentielle ou pas.

LE CYCLE POLITIQUE, UN FACTEUR MAJEUR

Cela veut-il dire que le cycle politique n'a pas d'importance ? Regardons maintenant la performance des actions américaines depuis 1946 en divisant l'échantillon entre présidences démocrates et républicaines. L'écart est significatif : si le rendement moyen du S&P 500 a été de 10,17 % sous les présidences démocrates, il n'est « que » de 7,12 % lorsque les républicains sont au pouvoir. Même en excluant 2008, sous la présidence du républicain George W. Bush, l'écart reste proche de 2 %.



L'ÉLECTION
présidentielle
ne pèse pas sur
LES ACTIONS

TABLEAU 1 : PERFORMANCE DE L'INDICE S&P 500 DEPUIS 1946

1946-2023			
Année d'élection	6,84 %	Démocrates	10,17 %
Année sans élection	9,16 %	Républicains	7,12 %
1946-2023, EXCLUANT 2008			
Année d'élection	9,36 %	Démocrates	10,17 %
Année sans élection	9,16 %	Républicains	8,29 %

Note : « Démocrates » et « Républicains » dénotent la performance du S&P 500 en fonction du parti du président en place.
Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Pastor et Veronesi, deux professeurs de l'Université de Chicago, ont apporté une explication à ce *presidential puzzle*⁶ : lorsque l'aversion au risque est élevée, comme lors des crises économiques, les électeurs sont plus susceptibles d'élire un président démocrate parce qu'ils exigent plus de protection sociale. Lorsque l'aversion au risque est faible, les électeurs sont davantage enclins à voter pour un républicain parce qu'ils veulent prendre plus de risque. En effet, Roosevelt a été élu après la crise de 1929, Carter après le premier choc pétrolier, Clinton après la récession du début des années 90, Obama après la crise financière de 2008 et Biden après la crise de la COVID-19, tous des présidents démocrates.

LES INVESTISSEMENTS VERTS À RISQUE ?

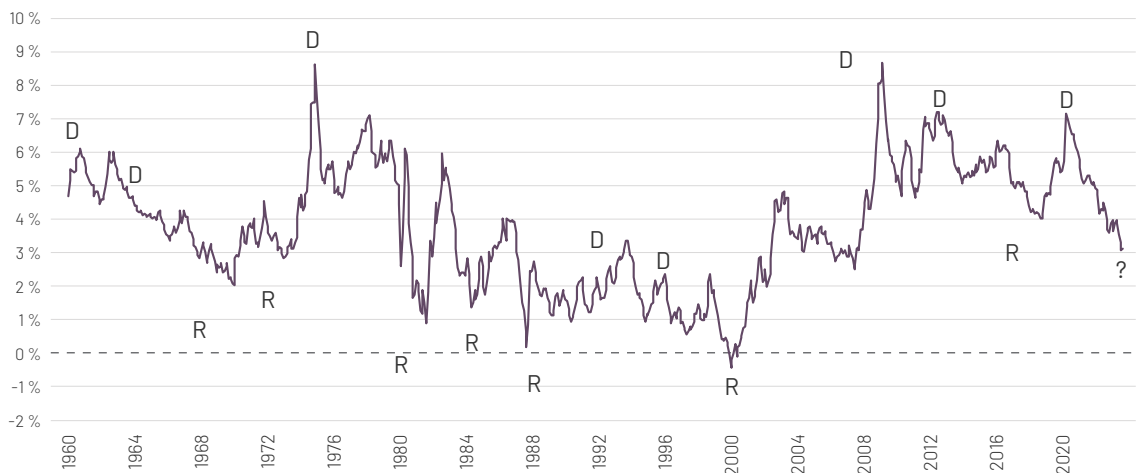
Un autre facteur à ne pas négliger est l'impact du choix du prochain président sur les politiques économiques et fiscales pour les années à venir. D'un côté, certains programmes d'aide sous l'administration Biden, comme le CHIPS Act⁷ qui a pour but de soutenir le secteur des semi-conducteurs, ont reçu un soutien des deux bords et ne devraient pas être remis en cause. De l'autre, l'arrivée d'un président républicain pourrait sonner le glas de certains financements verts. En avril 2023, le républicain McCarthy avait en particulier proposé une loi, le *Limit, Save, Grow Act* afin de limiter certaines dépenses, ce qui pourrait présager de coupes potentielles d'une administration républicaine. Il envisageait notamment des réductions significatives des aides fiscales du *Inflation Reduction Act* (loi sur la réduction de l'inflation) et des crédits d'impôt verts. Une alternance républicaine n'impliquerait pas nécessairement une austérité budgétaire, notamment avec un sénat démocrate, mais il est fort probable que les incitations fiscales pour les énergies renouvelables seraient fortement revues à la baisse. Une année électorale amène toujours son lot de surprises et 2024 ne devrait pas échapper à la règle. Les marchés financiers, tel Néo dans Matrix, pourraient donc connaître un destin différent en fonction du choix des électeurs américains entre pilule rouge et pilule bleue.



3 % :
LA SURPER-
FORMANCE
des actions
lorsque le président
est démocrate

Une aversion au risque élevée implique une prime de risque actions élevée, ou en d'autres termes, des actions plus faiblement valorisées au temps T et donc une performance potentielle pour les actions plus élevée d'où la surperformance des actions pendant les présidences démocrates, indépendamment des mesures économiques prises. Si l'histoire se répète et la théorie de Pastor et Veronesi validée, l'absence de crise économique majeure et la faible volatilité des marchés actions tendraient à favoriser un candidat républicain à la prochaine élection et impliquerait des rendements légèrement plus faibles que la moyenne pendant la prochaine mandature.

GRAPHIQUE 1 : PRIME DE RISQUE ACTIONS ET ÉLECTIONS AMÉRICAINES, %



Note : la prime de risque actions est estimée en prenant l'inverse du ratio prix/bénéfice de Shiller +6 % de croissance de bénéfice - le taux 10 ans US. R et D soulignent les années où un président républicain (R) ou démocrate (D) a été élu.

Sources : Shiller data, Indosuez Wealth Management.

6 - Voir Lubos Pastor et Pietro Veronesi, 2020, « Political Cycles and Stock Returns », *Journal of Political Economy*.

7 - Le CHIPS Act est une loi fédérale américaine qui prévoit des fonds et des incitations pour accroître la production nationale de semi-conducteurs et la recherche dans ce domaine.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Malgré une dynamique actuellement morose dans l'économie de la zone euro, les récentes données macroéconomiques ont montré des signes encourageants allant dans le sens de notre scénario d'une reprise de l'activité en 2024. Les progrès importants de ces derniers mois du côté de la hausse des prix viennent soutenir cette vue, même s'il nous semble encore trop tôt pour crier victoire sur l'inflation.



Les marchés attendent
1,5 %
D'INFLATION
FIN 2024
en zone euro

INFLATION : JEU, SET ET MATCH ?

À l'heure d'écrire ces lignes, les marchés anticipent désormais, pour la fin décembre 2024, une inflation en zone euro à peine au-dessus de 1,5 %, alors que les attentes trônaient encore à 2,5 % fin octobre. Cette euphorie désinflationniste fait notamment suite à trois mois de surprises positives sur l'inflation⁸ du vieux continent qui se porte désormais en glissement annuel à 2,4 % sur l'inflation totale et 3,6 % sur l'inflation sous-jacente. Bien que cette dynamique aille dans le sens de nos attentes d'une continuation de la désinflation en zone euro, les attentes de marché nous apparaissent fortement optimistes alors que nous anticipons que l'inflation moyenne annuelle devrait passer de 5,5 % en 2023 à 2,7 % en 2024.

Dans un premier temps, nous nous attendons à ce que l'inflation totale ré-accélère autour des 3 % en raison d'effets de base liés aux subventions sur le gaz naturel qui avaient été mises en place en Allemagne en décembre 2022. Cependant, ce rebond ne serait que temporaire et devrait être suivi d'une décélération de l'inflation qui devrait osciller entre 2,5 % et 3 % durant l'année 2024 : au-delà des 2 % d'inflation cible de la Banque Centrale Européenne (BCE).

En effet, une combinaison de facteurs devrait agir tel un plancher sur l'inflation du vieux continent : le retrait de nombreuses aides d'état instaurées en réponse à la crise énergétique de 2022 (plafonnement des prix en Allemagne, bouclier tarifaire en France, baisses de TVA en Italie et en Espagne), une inflation alimentaire qui devrait continuer à être soutenue (entre 3 % et 4 %) en raison de prix producteur élevés et d'événements climatiques

(à l'image du phénomène El Niño qui est de nouveau attendu pour cet Hiver) et enfin un marché du travail qui reste historiquement tendu (avec un taux de chômage à 6,5%) qui devrait continuer d'alimenter les pressions salariales : la Banque Centrale Européenne s'attendant à une hausse des rémunérations par employé de 4,6 % en 2024 (contre un niveau moyen pré-pandémie d'environ 2 %).

À plus long-terme, les thématiques de la transition énergétique (*Greenflation*⁹) et de la déglobalisation notamment devraient également jouer en faveur d'une inflation structurellement plus élevée comme abordé dans notre « [Global Outlook 2024 : À la recherche d'un nouveau régime d'inflation](#) ».

UNE DYNAMIQUE MOROSE MAIS DES PERSPECTIVES ENCOURAGEANTES

Dans ce contexte de surprises positives sur le front de l'inflation, l'économie européenne continue d'afficher une dynamique en demi-teinte comme en témoigne la contraction de 0,1 % du PIB au troisième trimestre 2023. Cependant, au-delà du chiffre de croissance négatif, le détail semble lui plus encourageant au regard de la contribution positive de la demande domestique, le PIB ayant été principalement tiré à la baisse par les variations de stocks. Notamment, la consommation des ménages a contribué de manière significative à la croissance du PIB au troisième trimestre 2023 pour la première fois cette année, ce qui constitue une évolution positive étant donné notre scénario basé sur une reprise de la consommation portée par l'amélioration du revenu réel des ménages dans un contexte de rattrapage des salaires et de continuation de la désinflation.

8 - Les pourcentages mentionnés sont en glissement annuel.

9 - *Greenflation* ou inflation verte désigne une hausse des prix des matières premières et de l'énergie causée par la transition verte.



En effet, même si la dynamique de désinflation a été très positive récemment, il est important de rappeler qu'un pays comme l'Allemagne par exemple affichait encore des niveaux d'inflation supérieurs à 6 % cet été et que les prix de l'alimentation en zone euro, une composante de la vie quotidienne des ménages, ont augmenté de 7 % en glissement annuel en novembre, un rythme qui devrait décélérer vers des niveaux entre 3 % et 4 % en 2024, mais qui restent pour l'heure encore très élevés.

L'amélioration du pouvoir d'achat devrait représenter un moteur important de croissance alors que les ménages européens, au contraire de leurs homologues américains, bénéficient encore de niveaux d'épargne importants, symbole d'attitudes de consommation beaucoup plus précautionneuses ces dernières années. La reprise de la consommation devrait également s'accompagner d'une diminution de la contrainte du resserrement monétaire tandis que le secteur manufacturier semble avoir atteint un point bas au regard des dernières enquêtes publiées et devrait se redresser l'an prochain grâce à un impact moins défavorable des prix de l'énergie et à la reprise du cycle manufacturier mondial.

Cependant, du côté de la politique fiscale, nous nous attendons à ce que l'impulsion budgétaire pèse plus lourdement en 2024 sur la croissance dans un contexte de continuation de la consolidation budgétaire et de retrait des mesures fiscales relatives à l'énergie.

La dette publique devrait également constituer un enjeu important avec un risque latent qui pourrait subsister, la viabilité de la dette italienne suscitant des inquiétudes dans un environnement de taux d'intérêt élevés et de croissance nominale plus faible.

UNE CROISSANCE EN-DEÇÀ DE SON POTENTIEL

Ainsi, malgré nos anticipations d'amélioration de la dynamique de croissance, *in fine*, notre scénario pour la zone euro reste celui-ci d'une croissance graduelle et modeste de 0,6 % en 2024. Nous avons notamment décidé de réviser légèrement à la baisse nos attentes de croissance (-10 points de base) en raison de la faible dynamique actuelle de l'économie européenne et de la situation entourant la crise budgétaire allemande suite à l'arrêt de la Cour de Justice de Karlsruhe relatif au non-respect de la règle constitutionnelle du « frein à l'endettement » de la part du gouvernement allemand qui devrait impliquer des coupes budgétaires en 2024 et ainsi peser (modestement) sur la croissance en zone euro.

TABLEAU 2 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2023-2024, %

● Révisions à la baisse depuis le mois dernier

● Révisions à la hausse

	PIB		INFLATION	
	2023	2024	2023	2024
États-Unis	2,4 %	1,3 %	4,1 %	2,6 %
Zone euro	0,5 %	0,6 %	5,5 %	2,7 %
Chine	5,2 %	4,5 %	0,5 %	1,3 %
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

Fin 2023, les marchés obligataires accueillent avec optimisme l'inflexion des anticipations de politiques monétaires. Le portage sera moins généreux début 2024 qu'en octobre 2023, tout en restant favorablement comparable aux autres actifs. Les conditions financières s'assouplissent rapidement.



EUROPE :
la croissance devrait
S'AMÉLIORER
EN 2024

BANQUES CENTRALES

La fin 2023 a mis en exergue l'inadéquation entre les messages des banques centrales et les anticipations des marchés. Nombre d'intervenants, des stratèges aux gérants, considèrent comme excessives les attentes de baisses de taux pour 2024. Alors, qui fait les prix ?

L'inflation reflue à court terme (voir l'article : [Zone euro : la lumière au bout du tunnel ?](#), page 6), la croissance, actuellement morose, devrait s'améliorer en 2024, en Europe. Dans ce contexte, pourquoi baisser les taux, de façon agressive ?

La Réserve fédérale américaine (Fed) avait habitude, dans un passé récent, au maintien de taux bas. En remontant de quelques dizaines d'années dans le temps, on se souvient de périodes de taux maintenus dans un intervalle relativement serré (graphique 2).

En Europe, lors de la première publication des anticipations économiques de la Banque centrale européenne (BCE) pour 2026, l'inflation cœurer resterait supérieure à son objectif de 2 %. Les réinvestissements des programmes d'achats d'actifs

mis en place pendant la pandémie s'arrêteront fin 2024. La BCE se veut moins accommodante que la Réserve Fédérale américaine.

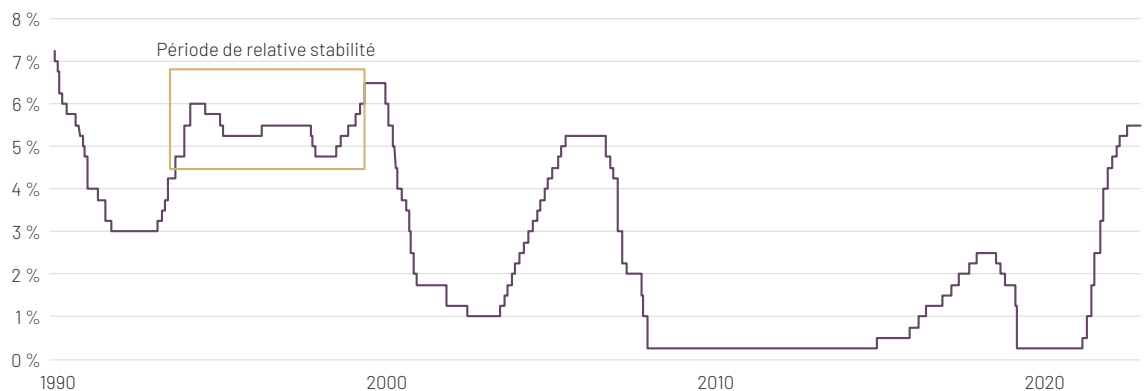
INFLATION ET TAUX RÉELS

Dans notre [Global Outlook 2024](#), nous avons lié le comportement des taux longs à la volonté des banques centrales de maintenir des taux réels positifs. Pour mémoire, les taux réels représentent les taux à échéance défalqués de l'inflation anticipée sur la même maturité. La baisse de l'inflation, couplée à un atterrissage en douceur de la croissance, permettent d'anticiper des taux réels en ligne avec les 2 % d'inflation de long terme (graphique 3, page 9).

ACTIVITÉ DE MARCHÉ

La hausse des rendements sur l'ensemble des segments obligataires a favorisé depuis 2022 un retour de la classe d'actif dans tous les portefeuilles diversifiés. En Europe, les fonds à maturité se sont développés, aux États-Unis la clientèle particulière achète directement des obligations émises par le gouvernement ou les entreprises.

GRAPHIQUE 2 : TAUX DIRECTEURS DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Le retour de la clientèle de masse a permis d'absorber les besoins de financement pour l'année 2023. Chaque fin d'année permet de se projeter sur l'année suivante. Il y a encore quelques semaines, les taux élevés entraînaient des craintes sur les financements 2024 des états européens les plus endettés (France, Italie) et des sociétés à haut rendement. Le secteur de l'immobilier, en Europe ou aux États-Unis, suscitait également la défiance des investisseurs pour deux raisons : les besoins de financement des sociétés (ou leur solvabilité remise en cause) et des acquéreurs. Depuis fin octobre, les sous-secteurs immobiliers du S&P et de l'Euro Stoxx ont bondi de près de 19 % et plus de 20 % respectivement. Pourquoi évoquer ces secteurs actions dans le chapitre obligataire ? Tout simplement en reprenant le modèle de Merton. Dans une approche extrêmement simplifiée, les actions représentent une option d'achat (*call*) sur la dette. La hausse des actions procure un coussin de protection aux détenteurs de dette. Il s'agit également d'un signal positif envoyé par les investisseurs sur l'activité future d'une société.

ANTICIPATIONS POUR 2024

L'accélération de la baisse des taux en décembre 2023 réduit les perspectives sur 2024. Les besoins de financements des états (déficit fédéral de USD 1,8 trillions en 2024 aux États-Unis) ouvriront dans le courant de l'année des fenêtres d'investissement. Si on se projette sur la fin d'année, les taux longs seront probablement inférieurs aux niveaux actuels.

Sur la dette d'entreprise à contrario, les besoins de financement sont attendus en baisse l'année prochaine. En dehors de choc exogène, les primes de risques devraient être stables en début d'année. Avant de connaître probablement une phase de volatilité à l'approche des élections présidentielles américaines.

QUELS SONT LES RISQUES POUR 2024 ?

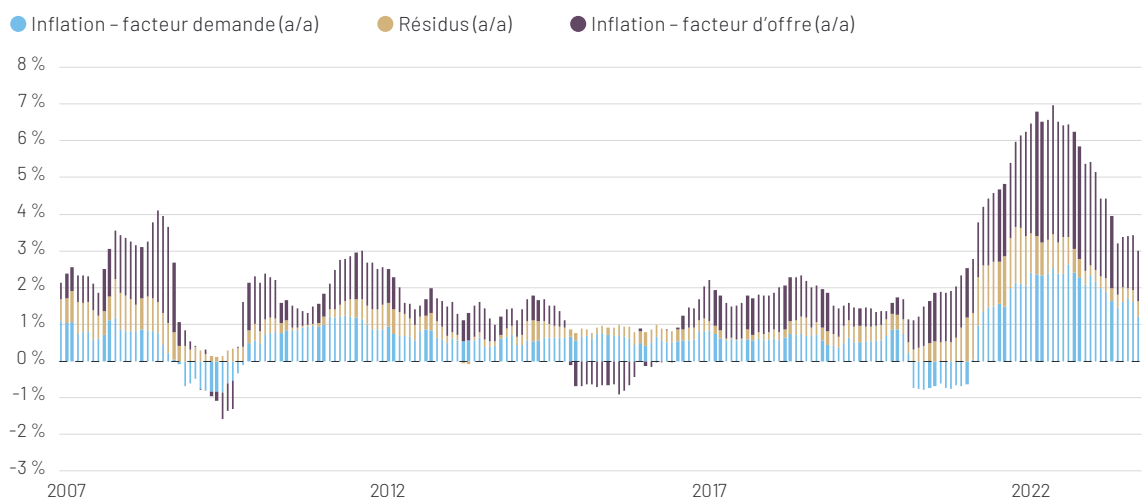
Les risques financiers sont relativement bien identifiés pour l'année prochaine, par conséquent déjà intégrés dans les valorisations. 2024 sera-t-elle l'année de la fin de la politique monétaire ultra accommodante au Japon ? Le gouverneur Ueda ne semble pas pressé de modifier les conditions financières en vigueur dans l'archipel.

Les risques géopolitiques, par nature difficiles à anticiper, n'ont pas empêché les bonnes performances en 2023. De nombreuses élections se tiendront en 2024, autant de facteurs de tensions et volatilité :

- Les élections européennes en juin porteront-elles au Parlement des partis anti-européens ?
- Les élections présidentielles américaines déjà mentionnées.
- Des élections au Royaume-Uni.

Ces appels aux urnes seront inaugurés dès le mois de janvier par les élections présidentielles taiwanaises, particulièrement intéressantes à observer compte tenu des frictions permanentes avec la Chine.

GRAPHIQUE 3: LA DEMANDE FINALE MAINTIENT UNE INFLATION ÉLEVÉE, %



Sources : Fed San Francisco, Indosuez Wealth Management.



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Avec la contribution
de l'équipe Actions

Tandis que les marchés actions concluent l'année 2023 de manière optimiste avec un vigoureux rallye de fin d'année, les investisseurs tournent désormais leurs regards vers 2024. Même si beaucoup d'interrogations subsistent, le consensus ne semble plus craindre un scénario de récession et table désormais sur une baisse des taux au deuxième trimestre de 2024.



**BASSE DES
TAUX LONGS :**
les investisseurs
tentent d'anticiper
le pivot
des banques
centrales

Dans ce contexte, les taux longs ont fortement baissé. Depuis le point haut d'octobre, le 10 ans américain a baissé de 100 points de base passant de 5% à 4%, relâchant quelque peu la pression qui pesait sur les actifs risqués. Alors que 2023 était caractérisée par l'adage "*higher for longer*" (plus haut pour plus longtemps), 2024 pourrait bien se voir attribuer l'adage "*lower comes sooner*" (plus bas, plus tôt), pouvant laisser présager ainsi un scénario de *Goldilocks* (Boucles d'or).

EUROPE

Le marché Européen a fortement rebondi atteignant des niveaux records sur un an. Cette forte hausse intervient alors que les rendements des obligations souveraines dans l'ensemble de la zone euro ont connu une tendance à la baisse significative. Tandis que le niveau de chômage reste stable, la désinflation se poursuit plus rapidement qu'anticipé et de plus en plus d'investisseurs s'attendent désormais à une diminution des taux de la Banque centrale européenne (BCE) en 2024. Dans ce contexte, les investisseurs se sont détournés du secteur de l'énergie privilégiant les valeurs industrielles et technologiques inversant la tendance observée ces deux derniers mois.

Concernant la valorisation des actions européennes, elle reste très attractive et se traite actuellement avec une décote par rapport à sa médiane historique.

ÉTATS-UNIS

Le S&P 500 poursuit sa tendance haussière en ayant atteint le 12 décembre le niveau des 4 650 points, représentant un plus haut sur un an. Contrairement au reste de l'année, la performance n'a pas été tirée par les géants de la technologie (les « 7 Fantastiques »), mais plutôt par des valeurs qui avaient dès lors été délaissées telles que les valeurs immobilières, financières et industrielles bénéficiant de la baisse des taux longs. Cette baisse a également bénéficié aux entreprises non-profitables avec des bilans peu solides. Après le rallye récent, le S&P 500, à 19 fois les bénéfices se traite désormais sur des niveaux de valorisation supérieurs à la médiane historique. Cependant, ce *re-rating* est très largement justifié par l'avènement de la thématique de l'Intelligence Artificielle (IA) qui en dopant les anticipations de croissance justifie cette prime historique.

En dehors des « 7 Fantastiques », le ratio cours-bénéfices (C/B) du S&P 500 se situe sur des niveaux de x16 C/B, soit en ligne avec les niveaux historiques. L'année 2024 sera également marquée par l'élection présidentielle américaine. Historiquement, les années électorales se traduisent généralement par des performances solides pour le marché des actions, en particulier au cours de la seconde moitié de l'année (graphique 4, page 11).



ASIE

La persistance d'une forte volatilité en 2023 sur les marchés d'actions asiatiques maintient la pression sur les performances pour l'instant. Le pessimisme et le sentiment négatif à l'égard de l'économie chinoise restent élevés. L'accélération récente de la dynamique des mesures de relance devrait être positive pour l'économie chinoise et, progressivement, pour le sentiment à l'égard de la nation asiatique. Dans la région, nous pensons qu'il existe une proposition de valeur attrayante dans les sous-secteurs technologiques à Taïwan (IA/cloud/datacenter) et en Corée du Sud (mémoire HBM), ainsi que dans le secteur automobile en Asie (Véhicules électriques et chaîne d'approvisionnement verticale en particulier).

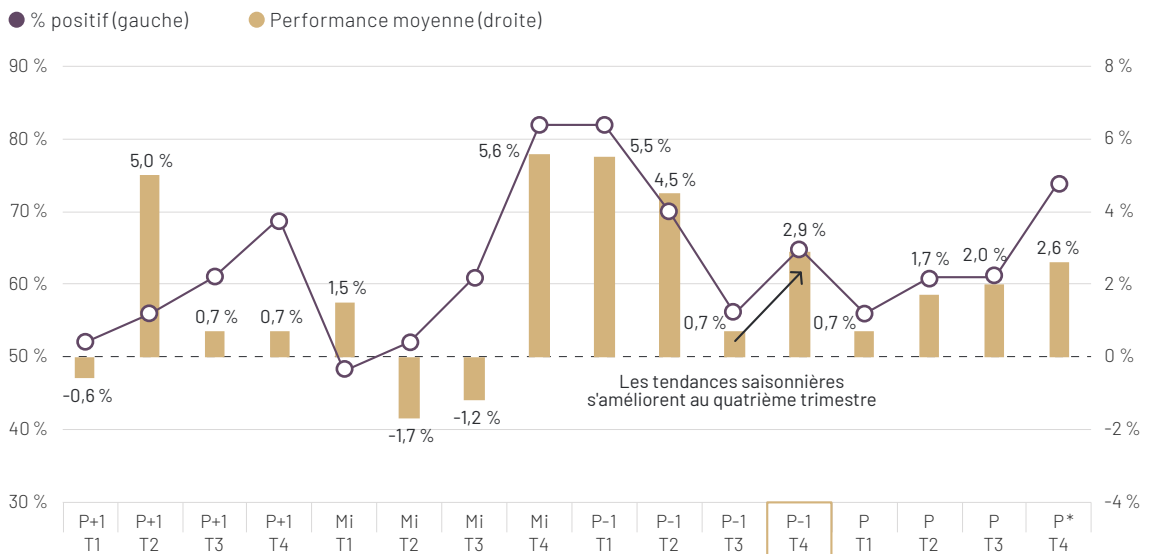
Sur le plan sectoriel, nous nous concentrons sur une stratégie de type Barbell : consommation discrétionnaire/technologies de l'information et énergie/hauts dividendes. En Chine nous privilégions également les secteurs de la consommation discrétionnaire, de la nouvelle économie, de la chaîne d'approvisionnement des véhicules électriques (en mettant l'accent sur le fort soutien du gouvernement), et nous sommes sélectifs sur les entreprises d'État qui génèrent des flux de trésorerie importants.

Nous maintenons notre surpondération sur la Corée du Sud et sur Taïwan (principalement les chaînes d'approvisionnement technologiques liées à l'IA). En 2024, la sélection des titres sera essentielle en Asie, plus que jamais. Il y aura des gagnants sur tous les marchés asiatiques, y compris en Chine.

STYLE D'INVESTISSEMENT

La baisse des taux longs a particulièrement bénéficié au style Croissance qui est composé d'entreprises avec des business modèles à longues durées et donc fortement influencés par le niveau des taux d'intérêt. Il a également bénéficié au style Qualité mais dans une moindre mesure, comparé au style Croissance car également composé d'entreprises plus défensives. Il est particulièrement intéressant de noter que ce dégonflement des taux a également bénéficié aux autres styles et notamment à la Value segment sur lequel les valorisations restent à des niveaux extrêmement faibles. Enfin, alors que les petites capitalisations souffraient du niveau des taux, la baisse de ces derniers leur a permis de performer à nouveau.

GRAPHIQUE 4 : PERFORMANCE TRIMESTRIELLE MOYENNE DU S&P 500 PAR ANNÉE DU CYCLE PRÉSIDENTIEL AMÉRICAIN, 1929-2020, %



* P : prévisions.

Sources : Oppenheimer, Indosuez Wealth Management.

Maxime GARCIA
Investment Strategist

Le dollar pourrait poursuivre son mouvement de reprise à court terme, alors que le potentiel de hausse semble quelque peu limité sur l'euro. Concernant le franc suisse nous attendons désormais moins de soutien de la part de la banque centrale. Le yen reste dépendant des futurs mouvements de la Réserve fédérale (Fed) et l'or affiche de bons fondamentaux mais nous préférons attendre une correction avant de renforcer.

USD

Vers une poursuite de la reprise ?

La monnaie américaine a cédé du terrain en novembre (-3 % pour l'indice du dollar sur le mois), affectée par la baisse des taux d'intérêts et l'espoir d'un atterrissage en douceur qui a renforcé l'appétit des investisseurs pour les monnaies plus risquées. En revanche, depuis début décembre le dollar se reprend. La raison principale réside dans le fait que les investisseurs deviennent relativement plus accommodants dans leurs anticipations concernant les banques centrales autres que la Fed. En conséquence, l'attractivité du rendement du dollar a augmenté dernièrement par rapport aux monnaies du G10. Nous pensons que ce mouvement pourrait se poursuivre à court terme. À plus long terme, nous nous attendons à ce que la Fed procède à sa première baisse de taux en amont des autres banques centrales majeures, ce qui pourrait peser sur la devise américaine, d'autant que le mouvement de dé-dollarisation se poursuit.

EUR

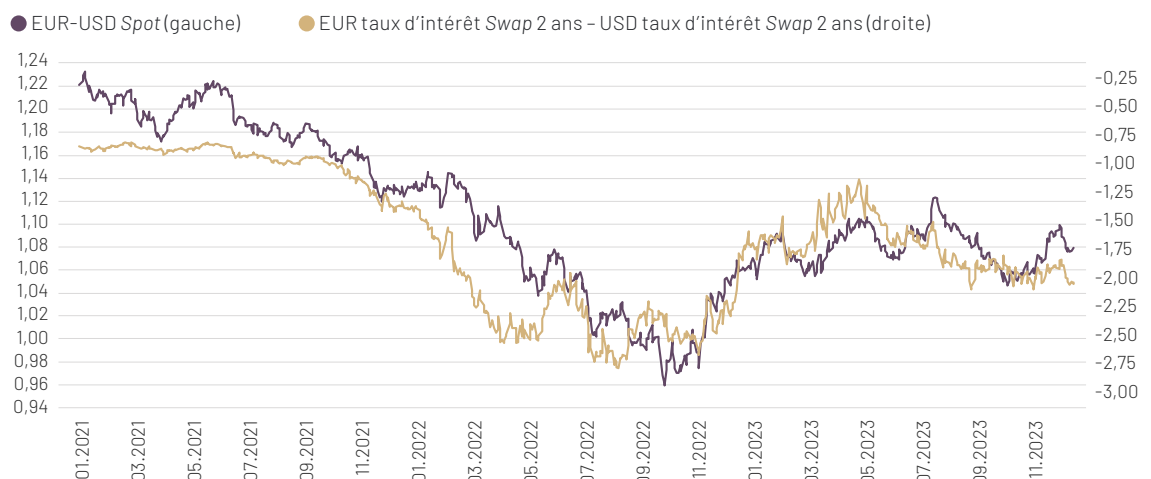
Légèrement baissier

L'euro a repris des couleurs face au dollar en novembre (+3,2 % sur le mois) tiré par une évolution favorable de l'écart de taux à 2 ans avec les États-Unis (graphique 5) et un recul des risques planant sur la zone euro. Cependant le marché semble s'être quelque peu emballé et a retracé une partie de son mouvement début décembre, en raison d'un renforcement des anticipations de baisses de taux en zone euro. Nous notons que le positionnement est tendu sur la devise, la monnaie unique est la plus surachetée du G10. Le potentiel de hausse est donc pour le moment limité, ce qui nous amène à adopter une vue neutre voir légèrement baissière sur l'euro à court terme avec une cible à 1,07-1,10. À plus long terme, nous nous attendons à ce que la Fed coupe ses taux avant la BCE ce qui constitue un catalyseur positif pour l'EUR/USD. Enfin, la diminution du risque de récession en zone euro devrait apporter du soutien à la devise.



PRUDENT
sur le dollar
à court terme

GRAPHIQUE 5: ÉCART DE TAUX À 2 ANS ALLEMAGNE CONTRE US ET EUR/USD



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



CHF

Moins de soutien de la Banque nationale suisse

Le franc Suisse affiche l'une des meilleures performances des monnaies du G10 depuis le début de l'année. La devise a en effet été soutenue par une banque centrale qui a pris les devants pour lutter contre l'inflation, n'hésitant pas à puiser dans ses réserves de change afin de soutenir sa monnaie et ainsi contrer l'inflation importée. Cette politique a porté ses fruits, l'inflation est désormais à 1,7 % en glissement annuel en deçà de la cible de la Banque nationale suisse (inférieur à 2 %). Ainsi, la banque centrale a désormais plus de liberté pour adopter une politique accommodante l'année prochaine et moins d'intérêt à voir des pressions haussières sur sa devise. De plus le niveau actuel du franc Suisse contre l'euro et le dollar laisse peu de place pour une appréciation supplémentaire. Nous nous attendons donc à un USD/CHF entre 0,86-0,92 et une paire EUR/CHF entre 0,95-1,00, bien qu'une résurgence des tensions géopolitiques puisse renforcer le franc Suisse.

l'économie ne faisant pas pour le moment face à une inflation soutenue et une pression haussière sur la croissance des salaires. Ainsi nous pensons que l'ajustement de la Fed et de la Banque centrale européenne (BCE) seront les principales variables d'influence sur les futurs mouvements du yen. En attendant, nous pensons que le yen restera déprimé au moins jusqu'aux premières baisses de taux de la Fed.

OR

Demande structurellement forte

Le cours de l'or a poursuivi sa hausse amorcée depuis le début du conflit au proche orient pour atteindre un nouveau record le 1^{er} décembre 2023, à USD 2 070/once. En effet, en plus de la résurgence des tensions géopolitiques qui est favorable pour l'or, le métal jaune s'est également vu être soutenu par la baisse des taux observée récemment, qui réduit le coût d'opportunité relatif à l'investissement sur l'or. Aussi, bien que des flux sortants importants aient été rapportés sur les ETF en physique, les banques centrales restent acheteuses et ce à des montants, ce qui agit comme soutien de poids pour le prix de l'once. Nous restons donc positifs sur le métal jaune mais au niveau actuel nous préférons attendre une correction avant de renforcer notre positionnement.



EN ATTENTE
de correction
avant de
RENFORCER
L'OR

JPY

Pas de changement majeur

Le yen s'est repris face au dollar dernièrement avec un marché qui anticipe une possible sortie des taux négatifs pour 2024, ayant entraîné un resserrement de l'écart de taux transpacifique. Pour autant, nous ne nous attendons pas un changement majeur de la politique monétaire japonaise,

Grégory STEINER
Global Head of Multi AssetAdrien ROURE
Portfolio Manager

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : si l'activité économique aux États-Unis devrait décélérer dans les prochains trimestres, nous maintenons notre prévision de croissance légèrement au-dessus du consensus pour 2024 qui se justifie par notre confiance dans l'état de santé du consommateur américain. En Europe, nous continuons d'anticiper une croissance modeste avec des divergences entre pays de la zone, bien que l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages courant 2024 représente un facteur de soutien à moyen terme. Les pays émergents enregistreront une dynamique de croissance plus élevée que les économies avancées.
- **Inflation** : le processus de désinflation se poursuivra l'année prochaine avec néanmoins une certaine volatilité sur les chiffres d'inflation attendue au cours des prochains mois, en lien avec des effets techniques significatifs. Les changements structurels de l'économie mondiale conduiront à une stabilisation de l'inflation vers un régime d'inflation cœur plus élevée que par le passé.
- **Banques centrales** : la stabilisation des taux directeurs de la Réserve fédérale (Fed) et de la Banque centrale européenne (BCE) est désormais confirmée. Ces dernières devraient ensuite procéder à des premières baisses de taux d'intérêts, de l'ordre de 75 à 100 points de base (pb) pour la Fed à partir du second trimestre, suivi de près par la BCE entre 25 à 50 pb de baisse de taux.
- **Résultats d'entreprises** : nous demeurons plus confiants dans la capacité des entreprises américaines à délivrer les prévisions de croissance de bénéfiques pour 2024 par rapport à leurs homologues européennes, pour lesquelles la dynamique des anticipations des marchés reste moins bien orientée.
- **Environnement de risque** : la réduction de la volatilité sur les marchés reflète en partie une baisse des incertitudes macroéconomiques. Néanmoins, certains risques doivent être pris en compte pour 2024, tant sur le plan (géo)politique (avec de nombreuses élections à venir) qu'au sein de la sphère financière (soutenabilité des dettes en zone euro et aux États-Unis).

CONVICTIONS EN MATIÈRE
D'ALLOCATION D'ACTIFS

Actions

- Comme mentionné dans nos précédentes éditions et plus récemment dans notre [Global Outlook 2024](#), nous continuons d'adopter une attitude constructive sur les marchés actions pour les mois à venir à la lumière d'un environnement macroéconomique résilient et d'une santé financière des entreprises encore forte. Néanmoins, tactiquement et compte tenu de la rapidité du rallye de fin d'année et d'indicateurs techniques tendus, il nous semble judicieux d'alléger et revenir plus proche de la neutralité.
- Au sein de notre allocation actions, notre préférence est maintenue envers les actions des grandes entreprises américaines, génératrices de flux de liquidités abondants et dont les fondamentaux économiques demeurent solides. Ces dernières sont également les mieux positionnées pour bénéficier du retour du progrès technologique lié à l'intelligence artificielle.
- En relatif, malgré des niveaux de valorisation faibles sur une base historique, les actions européennes nous paraissent moins bien orientées, les perspectives de croissance économique de la zone demeurant moroses pour 2024. Ces dernières nous semblent également moins à même de bénéficier des changements structurels en cours inhérents aux transitions technologiques, climatiques et démographiques.
- Enfin, si nous avons récemment réduit stratégiquement notre conviction sur la Chine, nous maintenons notre opinion favorable à l'égard des actifs des pays émergents dans leur ensemble. En effet, ces économies devraient offrir en 2024 un différentiel de croissance favorable par rapport aux économies développées tandis qu'elles profiteront d'un assouplissement des conditions financières aux États-Unis et d'un possible retournement du cycle manufacturier (à l'image de ce que l'on peut déjà observer sur certaines données d'exportations en Asie). À noter qu'une vision diversifiée tant sur le plan géographique qu'en matière de classe d'actifs (actions, dettes) doit prévaloir en raison d'une plus grande difficulté pour l'investisseur d'évaluation de la prime de risque spécifique à certains pays.

Rester
DIVERSIFIÉ



Obligations

- Les niveaux élevés de taux d'intérêts (en comparaison des deux dernières années) offrent des points d'entrée attractifs pour l'investisseur souhaitant s'exposer aux marchés obligataires en complément d'une exposition en actifs risqués. En revanche, nous pensons que la récente baisse des taux est allée trop vite et nous n'adhérons pas au scénario de marché qui anticipe jusqu'à six baisses de taux en 2024, que ce soit aux États-Unis ou en Europe.
- De même, plus structurellement, nous pensons que nous sommes dans une phase de transition vers un régime de croissance nominale plus élevée avec des équilibres de marché modifiés, qui supposent la stabilisation des taux d'intérêts à des niveaux plus élevés que ceux connus par le passé. Pour ces raisons, nous restons tactiquement prudents sur les emprunts d'États et continuons de favoriser les parties les plus courtes des courbes de taux qui offrent un meilleur ratio rendement/risque que les échéances à plus long terme.
- 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. En revanche, en valeur relative, nous pensons que le segment des dettes subordonnées offre des opportunités d'investissement intéressantes avec une compensation de rendement attractive compte tenu du risque incorporé à cette classe d'actifs.
- Dans une optique de diversification, nous maintenons pour 2024 une vision encore optimiste sur les dettes émergentes en devises locales.

Marché des changes

- L'environnement macroéconomique plus résilient outre-Atlantique, conjugué à un réajustement des anticipations de baisses de taux de la BCE dès le deuxième trimestre 2024 de la part des marchés, ont profité au dollar à court terme (notamment face à l'euro). Si cette tendance pourrait se poursuivre dans les prochaines semaines, plusieurs éléments nous incitent à conserver une vision prudente sur le billet vert stratégiquement : la fin attendue du resserrement monétaire aux États-Unis, le pilotage de la politique fiscale mais aussi plus structurellement les phénomènes de diversification des réserves de changes et création de canaux bilatéraux entre pays émergents avec l'utilisation d'autres devises de règlement.

- À court terme, l'or pourrait s'avérer vulnérable à une remontée partielle des taux longs après la forte détente observée ces dernières semaines. En revanche, à moyen terme, la baisse attendue des taux réels, la poursuite de l'appétence pour cet actif de la part des banques centrales et la prise en compte d'un environnement géopolitique plus complexe que par le passé sont autant de forces qui devraient conduire à une appréciation du prix du métal jaune en 2024.

CONVICTIONS CLÉS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
OBLIGATIONS		
EMPRUNTS D'ÉTAT		
2 ans EUR	=	=
10 ans EUR	=/-	=/-
Périphériques EUR	=/-	=/-
2 ans US	=/+	+
10 ans US	=/-	=
EUR points morts d'inflation	=/+	=/+
US points morts d'inflation	=/+	=
CRÉDIT		
Investment grade EUR	=/+	+
High yield EUR	=/-	=
Obligations financières EUR	=	=/+
Investment grade USD	=	=/+
High yield USD	-	=/-
DETTE ÉMERGENTE		
Monnaies fortes	=	=/+
Monnaies locales	=/+	=/+
ACTIONS		
ZONES GÉOGRAPHIQUES		
Europe	=/-	=/-
États-Unis	=/+	=/+
Japon	=	=
Amérique Latine	=	=
Asie ex-Chine	=/+	=/+
Chine	=	=/-
STYLES		
Growth	=/+	=/+
Value	=	=
Qualité	=/+	=
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 14 DÉCEMBRE 2023



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	3,92 %	-51,47	4,60
France 10 ans	2,64 %	-51,00	-46,60
Allemagne 10 ans	2,11 %	-47,70	-45,30
Espagne 10 ans	3,08 %	-51,00	-57,20
Suisse 10 ans	0,66 %	-35,90	-96,00
Japon 10 ans	0,67 %	-11,60	25,60

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	36,50	1,50 %	5,16 %
Emprunts d'État en EUR	202,75	2,28 %	5,24 %
Entreprises haut rendement en EUR	214,64	3,00 %	10,91 %
Entreprises haut rendement en USD	332,16	4,57 %	11,95 %
Emprunts d'État américains	306,70	2,29 %	3,83 %
Entreprises émergentes	43,73	3,02 %	2,27 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9537	-1,12 %	-3,63 %
GBP/USD	1,2767	2,84 %	5,66 %
USD/CHF	0,8676	-2,37 %	-6,15 %
EUR/USD	1,0993	1,30 %	2,69 %
USD/JPY	141,89	-5,86 %	8,21 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	12,48	-1,84	-9,19

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4 719,55	4,69 %	22,92 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 648,98	3,21 %	2,65 %
STOXX Europe 600	476,57	5,61 %	12,16 %
Topix	2 321,35	-2,00 %	22,71 %
MSCI World	3 128,89	5,24 %	20,22 %
Shanghai SE Composite	3 351,96	-6,17 %	-13,42 %
MSCI Emerging Markets	992,51	1,04 %	3,78 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 586,75	5,10 %	21,54 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	196,63	2,71 %	2,42 %
MSCI Asia Ex Japan	619,89	0,01 %	0,11 %
CAC 40 (France)	7 575,85	5,68 %	17,02 %
DAX (Allemagne)	16 752,23	6,12 %	20,32 %
MIB (Italie)	30 359,06	3,76 %	28,06 %
IBEX (Espagne)	10 171,70	5,22 %	23,61 %
SMI (Suisse)	11 209,95	5,33 %	4,48 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 850,00	-1,74 %	-5,98 %
Or (USD/Oz)	2 036,36	2,80 %	11,64 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	71,58	-1,81 %	-10,81 %
Argent (USD/Oz)	24,10	0,68 %	0,23 %
Cuivre (USD/Tonne)	8 551,50	4,03 %	2,14 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	2,40	-21,88 %	-46,55 %

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

SEPTEMBRE 2023	OCTOBRE 2023	NOVEMBRE 2023	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (14 DÉCEMBRE 2023)
2,27 %	-2,20 %	12,99 %	5,61 %	22,92 %
-0,37 %	-2,97 %	9,21 %	5,24 %	22,71 %
-1,74 %	-2,98 %	8,92 %	5,10 %	21,54 %
-2,01 %	-3,00 %	7,86 %	4,69 %	20,22 %
-2,47 %	-3,17 %	6,86 %	3,21 %	12,16 %
-2,81 %	-3,68 %	6,45 %	2,71 %	3,78 %
-2,86 %	-3,76 %	6,32 %	1,04 %	2,65 %
-3,35 %	-3,91 %	5,38 %	0,01 %	2,42 %
-4,45 %	-3,94 %	1,80 %	-2,00 %	0,11 %
-4,87 %	-4,96 %	-2,14 %	-6,17 %	-13,42 %

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

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE





AIE : Agence internationale de l'énergie.

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

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

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

BNEF : Bloomberg New Energy Finance.

BPA : Bénéfice par action.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI : Le Fonds monétaire international.

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

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

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

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

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

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

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

IRENA : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

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

ISR : Investissement socialement responsable.

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

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

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

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

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

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

OMC : Organisation mondiale du commerce.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de Espana (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. 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 56S0034, agrément : EC/2012-08 ;

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

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

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

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

- **aux EAU** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 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.

Achevé de rédiger le 15.12.2023.



