

MONTHLY HOUSE VIEW

Novembre 2024

Itinéraire d'un équilibriste

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	UNE HISTOIRE DE NOBEL	
02•	Focus	P4
	ITINÉRAIRE D'UN ÉQUILIBRISTE	
03•	Macroéconomie	P6
	HORIZONS CONTRASTÉS	
04•	Obligations	P8
	100 000 MILLIARDS DE DOLLARS DE DETTE	
05•	Actions	P10
	LES PLANÈTES S'ALIGNENT POUR LES MARCHÉS ACTIONS	
06•	Devises	P12
	LE SURSAUT DU ROI DOLLAR	
07•	Allocation d'actifs	P14
	SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION	
08•	Market Monitor	P16
	APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Novembre sera-t-il le mois du grand changement ? En tout cas, l'élection présidentielle américaine du 5 novembre laissant paraître une Amérique plus que jamais divisée pourrait y contribuer.

Les risques sont identifiés :

- Des enjeux internes aux États-Unis tout d'abord, avec une polarisation du pays où cet été le parti républicain du Texas a brandi la menace de la sécession soutenant l'idée d'un référendum pour que le « Lone Star State » devienne un pays indépendant. Un « Texit » nous paraît inconcevable. Pourtant, jusqu'en 1836, cet État faisait partie intégrante du Mexique avant de devenir indépendant jusqu'en 1845, année où il rejoindra les autres États américains.
- Des enjeux externes au travers des foyers instables qui s'intensifient comme la guerre en Ukraine aux portes de l'Europe, le conflit au Moyen-Orient et les tensions autour de Taïwan.

Possiblement contre-intuitif, il apparaît qu'une victoire de Donald Trump, sous un certain angle, pourrait apaiser les tensions internes et externes. En effet, en interne, le risque de contestation des résultats diminuerait et un nouvel épisode de la prise du Capitole serait alors écarté. En externe, Donald Trump, même s'il menace de quitter l'OTAN et de mettre *de facto* l'Europe dans une situation difficile, pourrait être facilitateur de paix au Moyen-Orient. Souvenons-nous qu'il a été plusieurs fois nommé au prix Nobel de la Paix pour sa médiation entre Israël et les Émirats Arabes Unis qui avait abouti à la signature des accords d'Abraham en 2020 à la Maison-Blanche. Aujourd'hui, dans la continuité de ces événements, Donald Trump afficherait auprès de son cercle proche, son ambition de jouer un rôle déterminant dans la paix notamment au Moyen-Orient et de remporter (enfin !) le prix Nobel.

Il est intéressant de noter que mi-octobre, le prix Nobel d'économie a distingué les trois chercheurs Daron Acemoglu, Simon Johnson et James Robinson pour leurs travaux sur l'impact des institutions sur la prospérité des nations : ils ont démontré qu'un pays doté d'un tissu d'institutions sociales et sociétales solides connaît un développement économique plus important qu'une société basée sur l'enrichissement d'une élite.

Cela expliquerait que les États-Unis colonisés par l'Europe il y a 500 ans soient, grâce à leur cadre institutionnel inclusif, devenus un pays riche.

Néanmoins, au regard de l'accélération de l'économie chinoise qui est devenue la deuxième puissance mondiale sans pour autant avoir quitté son modèle autocratique, nous sommes en raison de nous demander si, au-delà des institutions, la stabilité des équipes dirigeantes ne joue pas également un rôle déterminant en particulier lorsqu'il s'agit de mettre en place des politiques sociales et environnementales de long terme. Aujourd'hui, près de 150 pays dans le monde se sont engagés à la neutralité carbone, pour la plupart d'ici 2050-2060. Sachant que l'alternance politique a potentiellement lieu tous les deux ans aux États-Unis (y compris les élections de mi-mandat), comment s'assurer de la continuité et se prémunir de la remise en cause d'orientations cruciales comme au début du premier mandat de Donald Trump quand celui-ci décida de faire sortir les États-Unis des accords de Paris ?

Pour le moment, les marchés financiers achètent cette idée de continuité et n'intègrent pas de grands changements en amont de l'élection américaine. La nouvelle « révolution industrielle » de l'intelligence artificielle (IA) est désormais en marche. Au tout début de la saison des résultats d'entreprises pour le troisième trimestre, le marché des actions américaines faisait sa meilleure année en termes de performance depuis 1997¹ ! La baisse des taux, qui est bien enclenchée, représente un catalyseur supplémentaire tandis que le marché semble pleinement adopter le scénario d'un atterrissage en douceur de l'économie.

La vie des marchés n'est pourtant pas un long fleuve tranquille et nous reviendrons lors de cette édition sur ce que nous avons choisi d'appeler « l'itinéraire d'un équilibriste ». Des forces instables s'exercent sur la bourse au gré des révisions des chiffres économiques. Et si, finalement, tout ne se passait pas comme prévu ?

Toute l'équipe se joint à moi et vous souhaite une agréable lecture !

1 - Performance du S&P 500 arrêtée à mi-octobre 2024.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Le marché, tel un équilibriste, continue d'anticiper un atterrissage en douceur de l'économie américaine, alternant cependant de scénarios en scénarios au gré des données. Après un été agité, parsemé de craintes de récession, les anticipations se sont désormais rééquilibrées et la résilience de la croissance et de l'inflation à l'heure où la Réserve fédérale (Fed) entame son cycle de baisse de taux pourrait pousser les marchés à reconsidérer à moyen terme la possibilité de « *No landing*² » : un scénario pas nécessairement positif pour les marchés actions.

LE BALANCIER DES ANTICIPATIONS

Ces inquiétudes sur la croissance étaient notamment intervenues à la suite de la faiblesse du rapport de l'emploi en début d'été et ont entraîné une réaction de la Fed avec une baisse de taux inattendue de 50 points de base (pb) en septembre. Depuis, les données macroéconomiques continuent de s'améliorer et les chiffres de l'emploi ont été révisés à la hausse. Par ailleurs, le taux d'épargne, dont le bas niveau faisait craindre aux plus pessimistes, un fort ralentissement de la consommation des ménages, a également été revu à la hausse. Force est de constater que la croissance américaine reste résiliente, l'inflation sous-jacente montre quelques signes de rigidité depuis l'été, dans une économie où aucun déséquilibre macro-financier ne semble apparaître, tandis que les conditions financières se sont fortement améliorées, au point de se demander si la politique monétaire est réellement restrictive. C'est dans ce contexte que la Fed a entrepris de baisser de manière agressive les taux. Une dynamique qui peut raisonnablement interroger sur le possible retour du narratif de « *No landing* » sur les marchés.

Nous continuons de penser que la croissance devrait se normaliser pour avoisiner les 2 % en 2025. Le rééquilibrage du marché de l'emploi devrait notamment impliquer un ralentissement des salaires et une normalisation de la consommation. Un ralentissement qui devrait également permettre d'atténuer la pression sur l'inflation des services tandis que l'inflation des composantes immobilières devrait continuer à rattraper, avec retard, la baisse déjà observée sur les prix des loyers. De même, la composante des biens de consommation, actuellement en déflation, devrait se normaliser légèrement, sans justifier pour autant de pression haussière particulière sur l'inflation totale.

Les risques au scénario central d'un atterrissage en douceur nous paraissent aujourd'hui toujours équilibrés (voir la section Focus de notre édition « [Détente et réflexions](#) » cet été). Cependant, le cocktail décrit plus haut, pourrait amener la machine à anticipations que représente les marchés à se pencher davantage vers ce scénario sans atterrissage, comme ce fût le cas à l'été 2023 et au début de cette année.

PAS D'ATTERRISSAGE : UN POSSIBLE RISQUE POUR LES ACTIONS

Une évolution à observer pour identifier le début d'une telle dynamique serait de voir à quel point les marchés commencent à mettre de côté le cycle de baisses de taux actuellement anticipé. Cela se traduirait par une hausse rapide et à des niveaux élevés du taux d'emprunt d'état 10 ans américain, une séquence qui a notamment pesé sur les valorisations actions lors deux derniers épisodes de « *No landing* » (avec un pic à 5 % en octobre 2023 et 4,7 % en avril 2024). Cependant, les taux longs se décomposent à la fois dans les anticipations des taux courts futurs (reflet des anticipations de croissance et d'inflation), mais également dans la prime de terme : la prime que reçoivent les investisseurs qui achètent des obligations à long terme plutôt que de réinvestir en permanence sur des taux courts. Ce détail a son importance, car si une hausse des taux en conséquence d'attentes plus positives sur la croissance nominale n'est pas nécessairement négative pour les actions, une hausse de la prime de terme tend à peser directement sur les valorisations, comme ce fût le cas durant l'été 2023 (graphique 1, page 5).



Les anticipations de

BAISSES DE TAUX

restent ancrées

2 - Pas d'atterrissage.



Cette augmentation de la prime de terme, peut par exemple traduire une hausse de l'incertitude quant aux perspectives d'inflation et de politique monétaire de la Fed ; les désaccords actuels des membres de la Fed sur le réel niveau du taux neutre pouvant rentrer dans ce cadre. De plus, une augmentation des émissions de bons du trésor sur la partie longue de la courbe américaine, traduisant soit un accroissement des déficits ou des arbitrages du trésor américain, impliquerait davantage de hausse de cette prime.

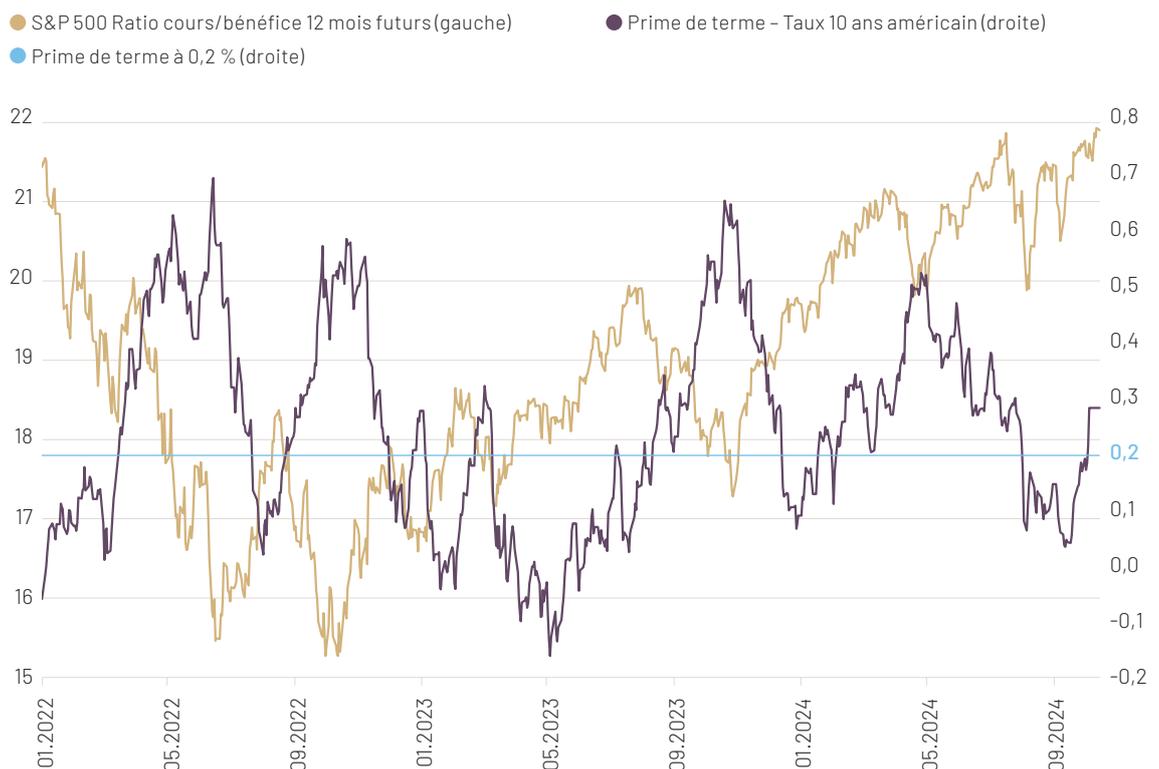
Les mouvements de hausse observés depuis l'été sur le taux 10 ans américain et la prime de terme pourraient signaler le début d'une zone de pression pour les valorisations actions. Cependant, les anticipations d'un cycle de baisse de taux semblent à l'heure actuelle bien ancrées. Bien que les marchés actions aient retrouvé des plus hauts historiques après les craintes de l'été, l'appétit pour le risque semble encore modeste dans un environnement où les incertitudes géo(politiques) semblent nombreuses. Le positionnement des investisseurs, bien qu'élevé, est encore raisonnable, laissant penser que davantage de marge de progression est possible avant de réellement redouter un retour d'un scénario de « *No landing* » néfaste pour les actions.

Enfin, la dynamique des bénéfiques américaine reste positivement orientée, portée notamment par la thématique de l'IA, et même si la hausse des taux longs venait à contraindre les valorisations actions, la croissance des bénéfiques devrait continuer à supporter la performance du marché.

DES PERSPECTIVES TOUJOURS CONSTRUCTIVES SUR LES ACTIONS

Ainsi, alors que le marché pourrait se reconcentrer sur un possible « *No landing* », une telle évolution ne viendrait pas nécessairement entamer une hausse des marchés actions, tant que le cycle de baisse de taux n'est pas remis en question et qu'une éventuelle hausse des taux longs, et notamment de la prime de terme, reste mesurée. Cela dit, comme écrit plus haut, notre scénario central continue de dresser les traits d'un atterrissage en douceur, combinant une économie convergeant vers des niveaux de croissance potentielle et une poursuite de la désinflation permettant à la Fed d'entreprendre son cycle de baisses de taux : un contexte favorable pour les actifs risqués et notamment les actions, même si des données d'emploi bruitées en octobre, l'incertitude relative aux élections présidentielles et la situation géopolitique pourraient apporter de la volatilité à court terme.

GRAPHIQUE 1 : UNE PRIME DE TERME EN HAUSSE PÈSE DIRECTEMENT SUR LES VALORISATIONS ACTIONS



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

Alors que la Chine adopte une politique plus favorable, l'Europe se confronte à une réalité différente, l'été olympique vibrant laissant place à un semestre budgétaire automnal plus sobre. Pendant ce temps, aux États-Unis, notre scénario d'atterrissage en douceur se déroule comme prévu, soutenu par une base de consommateurs résiliente et un marché du travail encore robuste. Cependant, avec des conditions météorologiques extrêmes et des élections serrées, quelques turbulences sont à prévoir.

MARCHÉS ÉMERGENTS : LE VERRE À MOITIÉ PLEIN

Après avoir introduit sa première série de mesures de politique monétaire fin septembre (y compris des mesures pour stimuler le marché immobilier et boursier en crise, réduire les coûts d'emprunt et augmenter la capacité de prêt des banques), les décideurs chinois ont laissé les économistes « en attente de plus d'action », notamment du côté fiscal (voir notre publication CIO Perspectives du 30 septembre, [« Lancement de XiNomics »](#)). Mais, peut-être que les économistes passent à côté de l'essentiel : l'importance réside dans le changement de posture des décideurs politiques et la confiance qu'ils peuvent inspirer à l'intérieur de la Chine. Même si la confiance extérieure dans la reprise de la Chine reste limitée, les citoyens chinois commencent peut-être à voir la lumière au bout d'un long tunnel économique. Pendant la saison des vacances de la « Golden Week » en Chine, les consommateurs chinois ont augmenté leurs voyages domestiques (de +6 % en glissement annuel, GA) et leurs dépenses (+6,3 %), même si ces dernières sont restées en dessous des niveaux pré-pandémie selon les données du ministère du Tourisme. Nous attendons l'annonce de mesures de relance supplémentaires avant de réviser à la hausse notre scénario de croissance du PIB pour la Chine en 2025.

Pour les autres marchés émergents, le cycle de désinflation est en cours, permettant aux banques centrales de continuer à assouplir, y compris récemment en Corée du Sud. Bien qu'étant toujours le moteur de la croissance mondiale, les enquêtes de production en Asie s'affaiblissent en raison de la baisse de la demande d'exportation. Néanmoins, des pays comme le Vietnam et l'Inde continuent de bénéficier d'un déplacement de la production manufacturière hors de Chine, un mouvement qui serait accentué si l'ancien président Donald Trump revenait à la Maison Blanche.

En dehors de l'Asie, le Mexique pourrait, ironiquement, être le plus grand bénéficiaire des tarifs douaniers prévus par Trump sur la Chine.

EUROPE : LE VERRE À MOITIÉ VIDE

Nous avons révisé à la baisse notre profil de croissance du PIB de la zone euro pour 2025 (Tableau 1, page 7), se situant en dessous du consensus (à 1,3 %). Bien que les chiffres du troisième trimestre devraient être stimulés par l'effet ponctuel des Jeux Olympiques en France (ajoutant +0,3 points de pourcentage au PIB français du T3 2024), la croissance sous-jacente dans la zone euro a été plus faible que prévu (+0,2 % en variation trimestrielle au T2 2024) avec une demande intérieure inférieure aux attentes. Une exception notable a été l'Espagne, qui grâce à une demande interne robuste et au tourisme surpasse largement ses pairs européens (0,7 % au T2 2024).

En France et en Allemagne, les taux d'épargne ont atteint respectivement 17 % et 22 %, les consommateurs ayant été plus enclins à épargner qu'à consommer malgré la baisse des taux et des prix (l'inflation est en dessous de 2 % en zone euro pour la première fois depuis plus de trois ans). Nous anticipons que les consommateurs resteront prudents dans les mois à venir avec des préoccupations géopolitiques accrues et un resserrement fiscal significatif à venir en France, ce qui incite les consommateurs à réfléchir à deux fois avant d'ouvrir leur portefeuille. Dans ce contexte, la Banque centrale européenne (BCE) devrait continuer à réduire les taux (4 baisses au total en 2024 et 4 baisses en 2025 pour atterrir à 2 %), possiblement à un rythme plus rapide que prévu initialement. Cependant, il sera plus difficile pour la présidente Lagarde de baisser les taux après sa réunion d'octobre, car l'inflation globale devrait à nouveau augmenter vers la fin de l'année.



Taux d'épargne
allemand à
22 %



Cela est dû à l'inversion des effets de base favorables des prix de l'énergie qui ont contribué à réduire l'inflation totale ce mois-ci. Enfin, les mesures de relance de la Chine sont une bonne nouvelle pour les services et le tourisme de la zone euro, mais cela ne devrait pas changer fondamentalement la donne pour la production allemande : les exportations chinoises vers l'Allemagne (en baisse de 9 % en juillet 2024) ralentissaient déjà avant la pandémie et les relations Union européenne-Chine sont sur le point d'entrer dans une nouvelle ère avec l'introduction continue de tarifs et de restrictions réglementaires.

ÉTATS-UNIS : PLUS ÉQUILIBRÉS, MAIS DES TURBULENCES À VENIR

Comme souligné dans le Focus (page 4), le consommateur américain reste résilient, soutenu par un marché du travail robuste. Des révisions significatives des données du PIB ont révélé que la reprise américaine était encore plus forte que ce que l'on pensait auparavant. On estime désormais que le revenu personnel disponible réel a augmenté plus rapidement et le taux d'épargne historiquement bas a été considérablement sous-estimé (révisé à 5,2 % contre 3,3 % estimé auparavant). De plus, les emplois non-agricoles ont dépassé les attentes avec 254 000 emplois ajoutés en septembre. Toutefois, il est important de noter que les données du marché du travail des prochains mois pourraient être temporairement affectées par des conditions météorologiques extrêmes et les récentes grèves.

Au niveau sectoriel, le manufacturier reste faible (l'ISM à 47,2 en septembre, en dessous du seuil de 50 points), tandis que les services restent fort (à 54,9 contre 51,5 en août). Combiné avec le solide rapport sur l'emploi, cela a poussé l'indicateur GDPNow de la Réserve fédérale d'Atlanta à estimer une croissance annualisée de 3,2 % au troisième trimestre 2024. À l'avenir, avec un marché du travail plus équilibré (le nombre d'emplois par chômeur est désormais de 1, contre près de 2 juste après la pandémie), une croissance de l'emploi stable et des salaires plus bas, la croissance du PIB américain devrait ralentir à un taux de croissance trimestriel annualisé de 2 %. L'inflation devrait également continuer sa trajectoire descendante. L'inflation retardée du logement devrait continuer à ralentir, et l'augmentation de la flexibilité du marché du travail devrait contribuer à adoucir davantage l'inflation des services, tandis que l'inflation des biens reste modérée. Enfin, les élections 2024 contribuent à l'incertitude économique : selon une enquête de l'Université Duke, 30 % des directeurs financiers aux États-Unis réduisent leurs investissements en raison des préoccupations liées aux élections. Cela suggère un rattrapage potentiel des investissements et de l'emploi début 2025.

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2024-2025, %

● Prévisions à la baisse depuis septembre

● Prévisions à la hausse depuis septembre

	PIB		INFLATION	
	2024	2025	2024	2025
États-Unis	2,7 %	2,0 %	2,9 %	2,2 %
Zone euro	0,7 %	1,0 %	2,3 %	1,7 %
Chine	4,8 %	4,2 %	0,7 %	1,6 %
Monde	2,9 %	2,7 %	-	-

Source : Indosuez Wealth Management.



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Avec la contribution
de l'équipe Obligations

La prépondérance des données économiques va laisser pendant quelques semaines la place à la politique américaine : composition des chambres et bien entendu, nouvelle administration. Avec en toile de fond la question de la future politique budgétaire pour les prochains exercices. Une seule certitude : plus de déficit aux États-Unis. Jusqu'à un rappel à l'ordre des marchés obligataires ?



L'HIVER FISCAL
sera rude en
EUROPE !

MARCHÉ DE TAUX

Le dernier trimestre annonce traditionnellement les mesures budgétaires pour l'exercice à venir. Pour 2025, les nouveaux gouvernements britanniques et français préparent des coupes budgétaires et des hausses d'impôts. Un cocktail corrosif pour la croissance de l'année prochaine. Le concept de dominance budgétaire (ou fiscale) revient avec force. Il s'agit d'un contexte dans lequel la politique monétaire devient dépendante de la politique budgétaire (lire Vitor Constâncio, « The Return of Fiscal Policy and the Euro Area Fiscal Rule », *Comparative Economic Studies*, volume 62, numéro 3, septembre 2020). La baisse de l'inflation autorisera les banques centrales à continuer leurs politiques d'assouplissement monétaire. Quelle sera la réaction des marchés, notamment en termes de différentiel de financement des états ? Depuis l'été 2024, le bruit politique en France a propulsé le *spread* à 10 ans contre l'Allemagne sur un nouveau palier, durablement plus élevé que lors de la décennie précédente. Les agences de notations révisent leurs perspectives, sans surprise celles de la France sont revues à la baisse. A contrario, l'Italie bénéficie de bonnes surprises concernant les rentrées fiscales, le taux de chômage s'inscrit au plus bas depuis 2008. En retard sur le plan de déploiement initial, le *Recovery and Resilience Plan*⁴ (RRP) mis en place avec la Commission européenne depuis 2021 accompagnera la transformation du pays jusqu'en 2027. Cette vision optimiste est à tempérer par des besoins de financement très élevés pour 2025 : 160 milliards d'euros (estimation HSBC). Les agences de notations pourraient revoir leurs perspectives à la hausse pour le pays.

De l'autre côté de l'Atlantique, le rendement du Trésor américain à 10 ans a augmenté de 45 pb par rapport au point bas de 3,62 % (16 septembre 2024), ce qui représente une consolidation de 41 % du rallye de cette année, qui a débuté avec un pic de rendement de 4,71 % le 25 avril (graphique 2, page 9).

Faut-il s'inquiéter sur la direction des taux longs ? Les taux réels à terme américains sont toujours proches des plus hauts de la dernière décennie, reflétant les anticipations d'un taux d'équilibre supérieur à celui de la Fed. De plus, l'interconnexion des marchés de taux nécessite d'observer les perspectives en Europe, Angleterre, Chine, entre autres. Bien que des facteurs locaux, cycliques et spécifiques aux États-Unis aient propulsé les rendements à la hausse, le moteur structurel de baisse des taux longs présente un argument qui va dans le sens contraire.

En conservant une approche internationale, le reste du monde est en mode d'assouplissement monétaire. À peu près tous les grands pays ont réduit leurs taux d'intérêt (la Chine, l'Inde, la zone euro) à l'exception notable du Japon, du Brésil et de la Russie. Ces actions accompagnent la baisse de la croissance et la désinflation nourries par des craintes de déflation en Chine.

Les taux longs devraient continuer de sous-performer les taux courts dans les mois qui viennent (pentification des courbes). Il n'y a pas de modification substantielle du point d'atterrissage sur les taux de la Fed et par conséquent les arguments qui ont soutenu la baisse des rendements obligataires ces six derniers mois ne sont pas soudainement devenus caduques.

3 - Source : Fonds Monétaire International (FMI).

4 - Plan pour la reprise et la résilience.



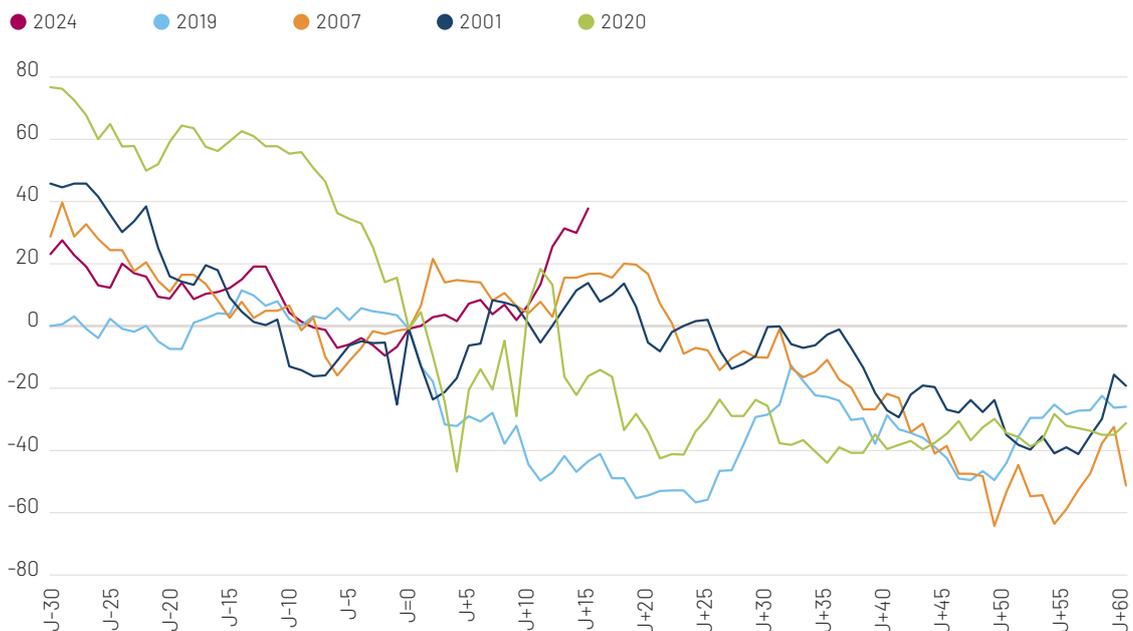
MARCHÉS DE CRÉDIT

Le résultat des élections présidentielles américaines apportera certainement son lot de volatilité dans un univers crédit actuellement bien orienté. La hausse des rendements compense la baisse de la prime de risque. Finalement, les investisseurs conservent à peu près les mêmes rendements depuis plusieurs mois.

Le constructeur aéronautique Boeing a été placé sous perspectives négatives par les agences Moody's et S&P à quelques semaines d'intervalle, à la frontière du haut rendement. La dégradation, fort probable dans les mois à venir, en fera le plus gros *fallen angel*⁵ de l'histoire en termes de volume de dette (52 milliards de dollars). Le marché a-t-il la capacité d'absorber un tel montant ?

Ce volume correspond à plus d'une année de nouvelles émissions sur le marché américain. L'émetteur est relativement petit sur le marché *investment grade* (<1 %) mais représentera jusqu'à 3,5 % du marché haut rendement, devenant *de facto* la plus grosse pondération. Il ne faut pas craindre de ventes forcées à très court terme, et anticiper un ajustement dans le temps des positions en fonction des contraintes spécifiques à chaque profil d'investisseur.

GRAPHIQUE 2 : TAUX 10 ANS AMÉRICAIN AVANT ET APRÈS LA 1^{ÈRE} BAISSÉ DE TAUX, PB



Note: Rendements des bons du Trésor américain à 10 ans. Jours avant et après la première baisse de la Fed. Variation en points de base des rendements par rapport à la première baisse.

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

5 - « *Fallen angels* » sont des obligations d'entreprises déclassées d'une notation de catégorie « investissement », devenues des actions à haut rendement.



LES PLANÈTES S'ALIGNENT POUR LES MARCHÉS ACTIONS



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

Avec la contribution
de l'équipe Actions

Après l'annonce tant attendue de la Banque Centrale américaine de baisser les taux d'intérêt, c'est la Chine qui surprend le marché avec un plan de relance massif visant à redynamiser son économie. Les données macroéconomiques et les révisions bénéficiaires des entreprises se coordonnent, laissant poindre un scénario possible de « *No landing* » de l'économie. Les élections américaines et la saison des résultats du troisième trimestre restent les dernières incertitudes à lever pour envisager le traditionnel rallye de fin d'année.

EUROPE

En Europe, l'hétérogénéité du marché est de plus en plus marquée. Le poids du déficit français et le marasme industriel en Allemagne continuent de peser sur le moral des investisseurs et entache l'attractivité de la zone euro. Même si les pays périphériques affichent aujourd'hui un meilleur dynamisme économique, les récentes mesures d'assouplissement annoncées par la Chine pourraient être plus favorables aux pays exposés aux secteurs cycliques, sensibles à la croissance économique (industriel, pétrole/ matériaux, chimie). Le secteur pétrolier, qui par ailleurs, peine à performer depuis le début d'année, constitue également une bonne couverture contre les risques géopolitiques toujours élevés (Moyen-Orient, Ukraine).

Le marché britannique, à travers l'indice FTSE 100, présente une exposition significative à ces secteurs. Depuis le Brexit de 2016 le positionnement sur les actions britanniques est faible, mais le changement de gouvernement et de politique a suscité un regain d'intérêt des investisseurs sur la zone. D'un point de vue fondamental, le marché britannique se traite toujours avec une décote record par rapport aux autres régions (même au sein de l'Europe), tout en offrant un profil de retour aux actionnaires attractif (6 % de rendement moyen en incluant avec un taux de dividende le plus élevé au monde et des programmes de rachats d'actions, graphique 3, page 11).

ÉTATS-UNIS

Les marchés américains continuent leur progression et affichent de nouveaux records historiques, portés par l'élargissement du marché qui voit davantage d'actions contribuer à la hausse. Le Russell 2000 par exemple, l'indice des petites et moyennes capitalisations, est proche d'atteindre un nouveau sommet et affiche une performance supérieure aux indices de grandes capitalisations tels que le Nasdaq ou le S&P 500 sur les deux derniers mois. La participation plus large à la hausse du marché paraît saine et reflète également les révisions bénéficiaires toujours en hausse du marché américain dans sa globalité.

La saisonnalité de début d'automne est historiquement moins favorable aux marchés actions, l'arrêt des rachats d'actions par les entreprises avant la saison de publications et les incertitudes liées aux élections américaines constituent des vents contraires jusqu'aux résultats début novembre. Cependant, les attentes d'un atterrissage en douceur aux États-Unis, soutenues par l'assouplissement monétaire initié par la Fed et le plan de relance de la Chine pourraient alimenter le traditionnel rallye de fin d'année. Il faudra néanmoins que les résultats du troisième trimestre des entreprises confirment le dynamisme des données macroéconomiques.



Le
FTSE 100
pourrait profiter de
la relance chinoise



ASIE

La Chine a présenté fin septembre un vaste plan de relance destiné à soutenir sa croissance et stimuler le moral des investisseurs. Les initiatives incluent davantage d'assouplissement monétaire, avec toute une série de mesures budgétaires visant à soutenir la consommation et redynamiser la demande intérieure, ainsi que le financement de projets d'infrastructures. La stabilisation du marché immobilier constitue également un enjeu structurel et prioritaire pour le gouvernement chinois.

Malgré un rebond important du marché chinois suite aux annonces, nous restons dans l'attente de nouvelles mesures et d'impacts chiffrés sur l'économie domestique. Il est, selon nous, encore trop tôt pour anticiper une reprise durable de l'économie chinoise, les données futures sur la consommation intérieure et l'immobilier seront à surveiller. De même, les résultats de l'élection américaine pourraient impacter le sentiment des investisseurs sur la région.

Toutefois, ces initiatives devraient bénéficier aux secteurs cycliques et industriels des pays émergents partenaires de la Chine. En outre, historiquement, après la première baisse de taux de la Fed, les pays émergents ont tendance à surperformer les pays développés sur un horizon de 12 mois.

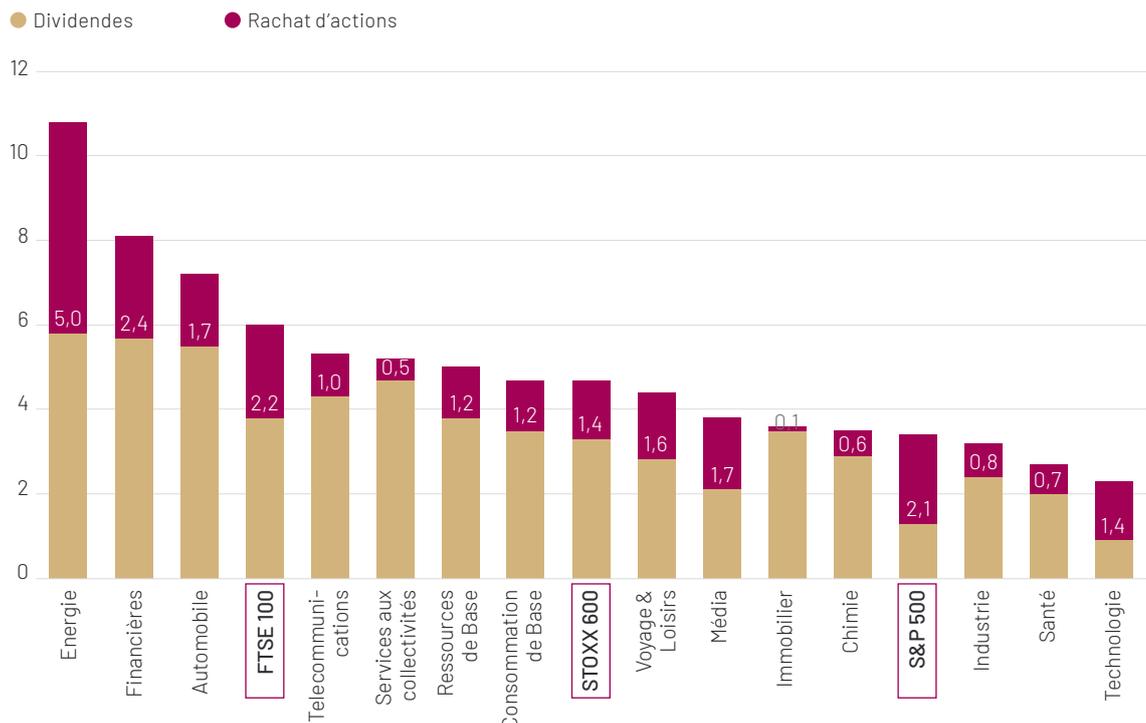
Enfin, le positionnement des investisseurs reste faible sur la région.

STYLES D'INVESTISSEMENT

La saisonnalité des actions devrait être plus favorable d'ici fin octobre, et la meilleure dynamique macroéconomique couplée à la solidité des bénéficiaires renforce l'idée d'une approche moins défensive. En outre, le cycle d'assouplissement monétaire initié par les banques centrales et les mesures de relance de la Chine favorisent le scénario d'un atterrissage en douceur, bénéfique aux actions « Value/Cyclique », mais également aux petites et moyennes entreprises, plus sensibles aux conditions de financement.

Les valeurs de Croissance restent bien orientées en termes de bénéficiaires, mais le positionnement des investisseurs reste assez élevé sur certaines sociétés. Toutefois, les grandes tendances séculaires de long terme (comme l'IA, l'électrification, les *datas centers*, etc.) soutiennent l'idée de conserver une exposition substantielle sur le segment. D'autant que la baisse des taux d'intérêt est généralement positive pour les entreprises avec des revenus récurrents, comme pour celles avec des besoins d'investissements assurant leur croissance à long terme.

GRAPHIQUE 3 : RETOUR AUX ACTIONNAIRES ANNUEL MOYEN SUR LE STOXX EUROPE 600, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Lucas MERIC
Investment Strategist

Après un été compliqué, le dollar a profité de la rentrée pour reprendre des couleurs, bénéficiant d'un cocktail combinant de solides chiffres économiques américains, une hausse des taux longs et un retour du risque géopolitique sur le devant de la scène. Tandis que l'euro a pâti des divergences de dynamiques macroéconomiques avec les États-Unis, l'or a continué d'enchaîner des plus hauts malgré la hausse des taux réels américains.

USD : DES INQUIÉTUDES ESTIVALES RELÉGUÉES AU SECOND PLAN

Le billet vert avait fortement souffert des craintes de récession du marché au courant de l'été qui avaient engendré de fortes anticipations de baisses de taux de la Fed par les investisseurs. Lors de la réunion de septembre, la Fed a clairement mis l'accent sur sa volonté de soutenir l'emploi avec une baisse de 50 pb, tout en rassurant sur la santé de l'économie. Un « *Fed put* » qui a porté l'attention du marché vers le possible risque d'une politique monétaire trop accommodante et de pressions haussières sur l'inflation. Un sentiment renforcé avec le bon rapport de l'emploi de septembre qui a propulsé les taux longs américains et le dollar.

L'atterrissage en douceur semble aujourd'hui être redevenu le scénario de marché et le potentiel de hausse du dollar nous apparaît toujours présent même si plus limité. Le billet vert demeure cependant toujours un actif de couverture attractif, notamment contre un scénario de « *No landing* » de l'économie américaine qui verrait les taux américains augmenter substantiellement. Les conflits multiples au Moyen-Orient et les tensions sur le commerce mondial liées aux taxes douanières pourraient également supporter le dollar en cas d'escalade.

EUR : DESTINS CROISÉS

L'euro a souffert de la remontée de l'écart de taux transatlantique et de la hausse des prix du pétrole, en conséquence de la résurgence des tensions au Moyen-Orient. D'autant que, si certaines dynamiques peuvent faire craindre d'une possible rigidité de l'inflation aux États-Unis et d'une Fed moins accommodante qu'attendu dans les prochains mois, la situation est toute autre en zone euro. En effet, les données d'activité déçoivent les investisseurs, notamment en Allemagne, tandis que la désinflation se poursuit sans accroc sur le vieux continent, passant sous la barre des 2 % en septembre.

Dans le même temps, les tensions géopolitiques et commerciales restent mesurées mais demeurent un point d'attention pour l'euro, tandis que les péripéties budgétaires de certains pays très endettés de la zone euro comme la France et l'Italie sont également à surveiller pour la monnaie unique, notamment en période de discussions budgétaires où l'attention des investisseurs pourrait se porter sur les risques de crédit souverains. Ainsi, une dynamique de croissance et d'inflation en demi-teinte, notamment par rapport aux États-Unis, et un contexte géo(politique) à risque pour la monnaie unique nous invitent à conserver une vue négative.

CHF : DES PERSPECTIVES BAISSIÈRES

Le franc suisse continue de profiter d'un environnement de risque élevé sur de multiples fronts (économique, géopolitique et budgétaire), même si la devise helvète a souffert face au regain du dollar suite aux très bons chiffres de l'emploi américain fin septembre. Le franc suisse reste richement valorisé, le taux de change réel effectif demeurant proche de ses plus hauts niveaux sur une décennie, nous amenant à maintenir notre vue tactique négative sur la devise, dans un contexte de croissance modeste, de faiblesse de l'inflation (+0,8 % en septembre) et d'une Banque nationale suisse particulièrement accommodante dont le discours continue de tendre vers un taux de politique monétaire en baisse, et qui n'exclut pas même un retour des taux en territoire négatif à l'avenir.

Une combinaison de valorisations élevées et de perspectives de taux orientées à la baisse qui pourrait par ailleurs faire du franc suisse une alternative attractive au yen pour les opérations de portage et peser davantage sur la devise à moyen terme.



EURO :

pénalisé par la remontée de l'écart de taux transatlantique



JPY : LE CALME APRÈS LA TEMPÊTE

Le yen n'a pas échappé au retour en grâce du dollar, le différentiel entre les taux japonais et américains demeurant particulièrement marqué, et pourrait continuer à être pénalisé à court terme par une Banque du Japon qui devrait temporiser son processus de normalisation des taux, la résilience des données économiques américaines et un contexte d'élection présidentielle aux États-Unis, la devise japonaise ayant souffert face au dollar dans les semaines qui ont suivi les élections américaines en 2016 et 2020, d'autant plus si l'environnement de tensions commerciales venait à persister voire s'intensifier.

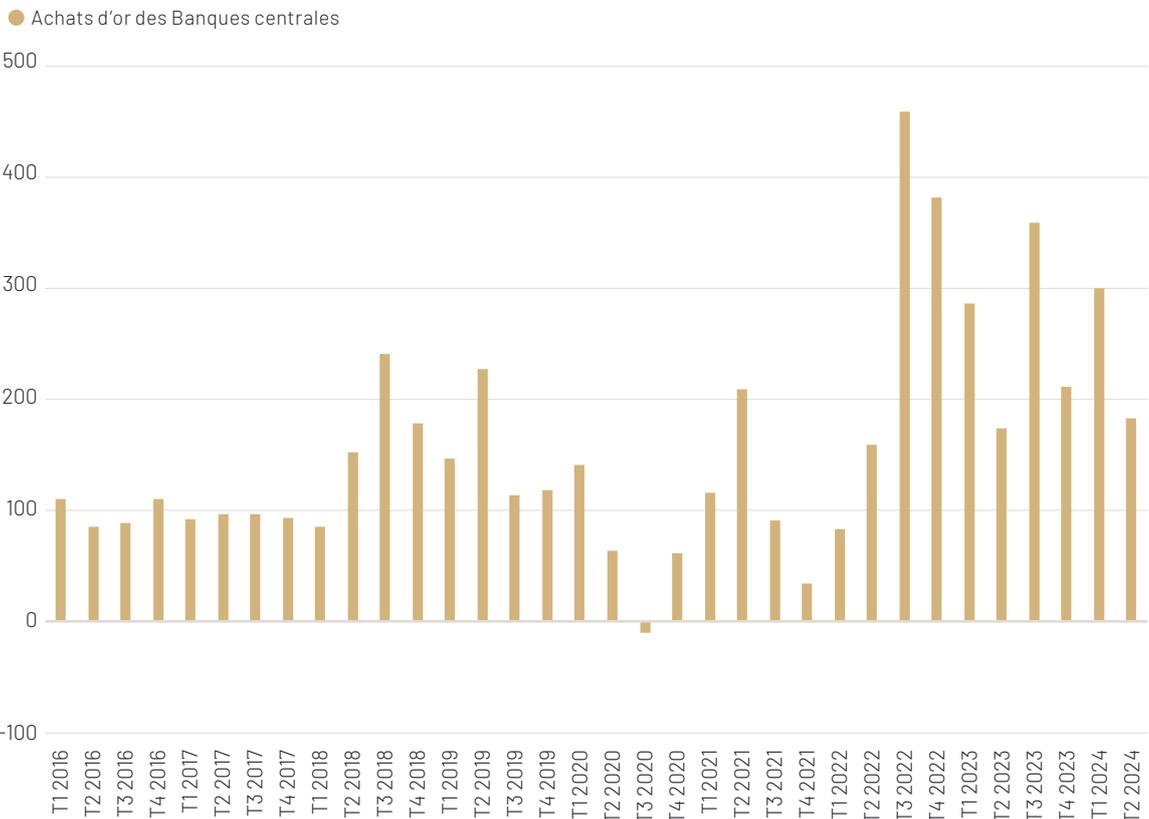
Cependant, nous gardons une vue plutôt neutre sur le yen qui devrait être supporté à moyen terme par la continuation de la hausse des taux de la Banque du Japon alors que l'inflation demeure encore supérieure à la cible de 2 %. De plus, le nouveau premier ministre Shigeru Ishiba semble peu enclin à continuer la stratégie « Abenomics » de politiques monétaires et fiscales très accommodantes, ce qui devrait soutenir le yen.

OR : À LA RECHERCHE DE POINTS D'ENTRÉE

Malgré la hausse des taux réels américains depuis la réunion de la Fed en septembre, l'or continue de frôler avec ses plus hauts historiques. Il est soutenu par un environnement de risque géopolitique élevé mais également par la demande des banques centrales (graphique 4). Bien que cette demande ait diminué depuis l'année dernière en raison de l'arrêt des achats de la Banque populaire de Chine, elle reste notamment soutenue par les achats des banques centrales polonaises, indiennes et turques à des fins de diversification de leurs réserves. Un facteur structurel qui devrait continuer de soutenir le métal jaune, près de 80 % des banques centrales estimant dans un récent sondage⁶ que les réserves d'or des banques centrales devraient continuer à augmenter d'ici mi-2025.

Cependant, le très fort rallye sur le métal jaune (plus de 30 % en 2024) invite à la prudence et nous amène à rester opportunistes dans l'attente de points d'entrée alors que la résilience de l'économie américaine pourrait représenter un frein à cette dynamique.

GRAPHIQUE 4 : DEMANDE EN OR DES BANQUES CENTRALES SOUTENUE PAR LES MARCHÉS ÉMERGENTS, TONNES



Sources : World Gold Council, Indosuez Wealth Management.

6 - [2024 Central Bank Gold Reserves Survey, World Gold Council.](#)



07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

• **Croissance** : les derniers chiffres macroéconomiques viennent confirmer notre scénario d'atterrissage en douceur de l'économie américaine (laquelle continue de se montrer solide sur fond de résilience de la demande intérieure) accompagné d'un retour progressif à l'équilibre du marché de l'emploi américain. Nous restons plus prudents sur l'activité en zone euro où l'incertitude demeure élevée notamment vis-à-vis du resserrement fiscal à venir au sein de certains pays de la zone et d'une activité manufacturière qui peine à rebondir en Allemagne. Les économies émergentes enregistrent des rythmes de croissance relativement soutenus et pourraient bénéficier du cycle d'assouplissement monétaire à venir.

• **Inflation** : le processus de désinflation se poursuit dans les économies développées et permet d'enclencher les premières baisses de taux. Les risques sur la dynamique des prix restent néanmoins toujours orientés à la hausse aux États-Unis avec une inflation qui pourrait se stabiliser sur des niveaux plus élevés que par le passé.

• **Banques centrales** : après avoir ajusté nos prévisions de baisses de taux le mois dernier nous maintenons celles-ci inchangées et visons un taux terminal à horizon fin 2025 à 3,5 % aux États-Unis et 2 % en zone euro.

• **Résultats d'entreprises** : la dynamique positive de révisions bénéficiaires se poursuit notamment aux États-Unis et continue de se diffuser sur l'ensemble des géographies (hors Chine) ainsi que sur certains segments de marché. Nous nous montrons plus confiants dans la capacité des entreprises américaines à délivrer les attentes de croissance bénéficiaire pour 2025 (autour de +15 % pour 2025) comparativement aux entreprises européennes (prévisions de croissance des résultats autour de +10 %, estimées par le consensus).

• **Environnement de risque** : du point de vue des investisseurs, la grande dispersion des scénarios possibles quant à la trajectoire économique des États-Unis exacerbe la volatilité de marché à l'approche des publications macroéconomiques comme en témoigne le rebond du VIX depuis la fin de l'été. L'élection américaine pourrait également conduire à davantage de nervosité et entraîner des mouvements de rotation sectorielle importants. À moyen terme, les risques associés à la trajectoire des dettes publiques demeurent une réalité et pourraient revenir sur le devant de la scène.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

Actions

• Cette normalisation de l'économie mondiale, accompagnée du démarrage des baisses de taux des banques centrales dans l'ensemble des pays développés (hors Japon) et d'attentes de perspectives bénéficiaires bien orientées pour 2025, nous amènent à conserver une vision constructive sur les actions pour les mois à venir.

• Ce mois-ci, nous renforçons notre préférence pour les actions américaines qui devraient continuer de bénéficier d'un environnement macroéconomique porteur, en particulier relativement aux actions de la zone euro, où l'activité économique reste plus morose avec une croissance attendue en dessous du potentiel l'année prochaine. Enfin, nous pensons que la poursuite du rallye des indices boursiers aux États-Unis pourrait désormais provenir d'autres segments de la côte et en particulier des petites et moyennes valeurs.

• Enfin, plusieurs facteurs pourraient selon nous favoriser les actions émergentes à moyen terme : le début du cycle d'assouplissement monétaire, une croissance relativement élevée relativement aux économies avancées, des mesures de soutien en Chine avec de potentielles répercussions sur les économies asiatiques adjacentes et un positionnement léger des investisseurs sur la classe d'actifs.



Préférence
renforcée pour les
**ACTIONS
AMÉRICAINES**



Marchés de taux et crédit

- Nous mentionnions lors de notre précédente édition que les attentes de baisses de taux aux États-Unis nous semblaient excessives au regard de nos attentes sur le couple croissance/inflation américain. Depuis, les marchés ont effectivement retracé une partie de ces baisses de taux attendues. Nous pensons que le risque perdure pour une poursuite de cette dynamique au cours des prochains mois.
- Nous adoptons un positionnement davantage prudent encore sur les emprunts d'État américains, plus vulnérables que leurs homologues européens à un risque de réévaluation à la hausse des anticipations de taux compte tenu du différentiel de trajectoire économique entre les États-Unis et la zone euro.
- Nous continuons de privilégier les parties courtes des courbes de taux, les échéances obligataires les plus longues se montrant à risque d'une reconstitution de la prime de terme, liée par exemple à un regain de tensions possibles sur les trajectoires de dettes publiques.
- Sur le crédit nous privilégions le portage obligataire à travers des dettes d'entreprise de qualité avec une diversification sur le meilleur segment du haut rendement et dans une moindre mesure sur la dette subordonnée. Nous maintenons par ailleurs nos positions sur le segment des dettes des pays émergents en devises locales qui diversifient nos expositions au marché du crédit traditionnel.

Marché des changes

- Le dollar américain s'est réapprécié avec la réévaluation à la hausse des anticipations de taux de la Fed pour 2025 (désormais davantage en ligne avec notre scénario macroéconomique). Nous pensons que la dynamique pourrait se poursuivre, notamment relativement à l'euro, compte tenu des écarts de perspectives de croissance entre les deux zones et alors même que le risque politique latent et les discussions budgétaires en cours en zone euro pourraient peser sur le sentiment des investisseurs.
- Malgré la remontée des taux réels début octobre, l'or continue d'établir de nouveaux records. Si un risque pèse sur une potentielle extension de cette dynamique sur les taux, le métal jaune devrait continuer de bénéficier à moyen terme de la poursuite du mouvement de diversification des réserves de change des banques centrales et d'un contexte géopolitique toujours sous pression.

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)	=/-	=/-
Suisse (CHF)	=/-	=
Japon (JPY)	=	=/+
Chine (CNY)	=	=
Or (XAU)	=	=/+

Source : Indosuez Wealth Management.



08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 18 OCTOBRE 2024



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	4,08 %	34,15	20,37
France 10 ans	2,90 %	-6,50	34,10
Allemagne 10 ans	2,18 %	-2,40	16,10
Espagne 10 ans	2,87 %	-12,40	-11,00
Suisse 10 ans	0,41 %	-11,10	-28,80
Japon 10 ans	0,97 %	12,80	35,90

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	37,43	-2,04 %	1,93 %
Emprunts d'État en EUR	209,34	0,77 %	2,54 %
Entreprises haut rendement en EUR	227,95	0,73 %	5,37 %
Entreprises haut rendement en USD	360,63	0,03 %	7,67 %
Emprunts d'État américains	317,98	-1,07 %	3,23 %
Entreprises émergentes	45,57	-0,61 %	3,26 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9399	-0,97 %	1,19 %
GBP/USD	1,3052	-2,02 %	2,52 %
USD/CHF	0,8648	1,74 %	2,78 %
EUR/USD	1,0867	-2,64 %	-1,56 %
USD/JPY	149,53	3,95 %	6,02 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	18,03	1,88	5,58

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	5 864,67	2,84 %	22,95 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	8 358,25	1,56 %	8,08 %
STOXX Europe 600	524,99	2,09 %	9,60 %
Topix	2 688,98	1,76 %	13,63 %
MSCI World	3 753,04	2,07 %	18,42 %
Shanghai SE Composite	3 925,23	22,62 %	14,40 %
MSCI Emerging Markets	1 155,12	4,40 %	12,83 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 189,39	-1,61 %	-17,78 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	208,75	-0,65 %	3,97 %
MSCI Asia Ex Japan	752,87	5,71 %	17,35 %
CAC 40 (France)	7 613,05	1,50 %	0,93 %
DAX (Allemagne)	19 657,37	5,01 %	17,35 %
MIB (Italie)	35 204,26	4,27 %	15,99 %
IBEX (Espagne)	11 925,20	1,46 %	18,05 %
SMI (Suisse)	12 326,76	3,29 %	10,68 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 252,00	3,96 %	-19,50 %
Or (USD/Oz)	2 721,46	3,80 %	31,92 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	69,22	-3,75 %	-3,39 %
Argent (USD/Oz)	33,23	6,60 %	37,98 %
Cuivre (USD/Tonne)	9 625,50	1,57 %	12,46 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	2,26	-7,23 %	-10,18 %

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 2024	AOÛT 2024	SEPTEMBRE 2024	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (18 OCTOBRE 2024)
3,39 %	2,51 %	19,79 %	22,62 %	22,95 %
2,50 %	2,28 %	16,42 %	5,71 %	18,42 %
1,70 %	1,83 %	10,58 %	4,40 %	17,35 %
1,32 %	1,75 %	9,96 %	2,84 %	14,40 %
1,13 %	1,40 %	8,91 %	2,09 %	13,63 %
0,90 %	1,33 %	7,70 %	2,07 %	12,83 %
-0,14 %	0,46 %	7,46 %	1,76 %	9,60 %
-0,55 %	0,10 %	4,78 %	1,56 %	8,08 %
-0,57 %	-2,92 %	-6,85 %	-0,65 %	3,97 %
-0,59 %	-3,51 %	-14,59 %	-1,61 %	-17,78 %

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

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE





AIE : Agence internationale de l'énergie.

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

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

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

BNEF : Bloomberg New Energy Finance.

BPA : Bénéfice par action.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FMI : Le Fonds monétaire international.

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

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

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

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

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

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

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

IRENA : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

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

ISR : Investissement socialement responsable.

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

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

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

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

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

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

OMC : Organisation mondiale du commerce.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **en France** : la présente Brochure est distribuée par CA Indosuez, société anonyme au capital de 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 ;

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

- **en Suisse** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pellli 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.

© 2024, CA Indosuez (Switzerland) SA/Tous droits réservés.

Crédits photos: Adobe Stock.

Achévé de rédiger le 18.10.2024.

