

# MONTHLY HOUSE VIEW

Avril 2023

Quand la mer se retire...

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	QUAND LA MER SE RETIRE...	
02•	Focus	P4
	BANQUES : COMME UNE ODEUR DE RESSERREMENT	
03•	Macroéconomie	P6
	UNE QUESTION DE CONFIANCE	
04•	Obligations	P8
	UN CONTEXTE TOUJOURS TENDU	
05•	Actions	P10
	ENFIN UNE CORRECTION	
06•	Devises	P12
	DEUX FORCES EN PRÉSENCE	
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,

« C'est quand la mer se retire qu'on voit ceux qui se baignaient nus ». Conformément à la maxime de Warren Buffet, la mer des taux d'intérêt bas et de l'argent facile a fini par se retirer, mettant en évidence les acteurs les plus faibles. Cela était attendu, c'est pourquoi la planète financière scrute depuis plusieurs mois le marché afin de détecter les potentiels maillons faibles.

Force est de constater que si le Credit Suisse avait été identifié, la Silicon Valley Bank (SVB) était loin de l'être. En effet, jusqu'au 10 mars, date à laquelle elle a fait défaut, la SVB était très bien notée (catégorie *investment grade*) par les agences de notation S&P et Moodys. La société disposait également d'une bonne notation sur la dimension ESG (critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance). L'agence de notation MSCI lui avait d'ailleurs attribué un « A », ce qui fait que certains fonds communs de placement « verts » du marché avaient acheté ses actions. Enfin, il y a encore trois mois, le consensus d'analystes financiers (*sell side*<sup>1</sup>) était à l'achat ou au maintien des positions de la société.

Au final c'est l'aspect gouvernance qui a provoqué le défaut de SVB ; un effet ciseau négatif, dû à la violente remontée des taux d'intérêt, entre des retraits massifs (liés à une concentration de clients dans la sphère des *start-up*) et un effet marché négatif sur la trésorerie investie en obligations d'État américaines. Outre cette mauvaise gestion entre l'actif et le passif de la banque, l'État porte sa part de responsabilité au travers de l'assouplissement de la réglementation en 2018 sous la présidence de Donald Trump.

En plus du défaut de deux banques américaines déjà identifiées comme maillon faible<sup>2</sup>, la crise de confiance provoquée par le défaut de SVB a mis en difficulté de nombreuses banques régionales et notamment la banque californienne de services, d'investissement et de gestion de patrimoine, First Republic Bank. Ce qui est particulièrement marquant dans cette histoire, c'est la solidarité qui s'est organisée autour de ces banques en difficulté.

• **Solidarité des clients pour SVB** ; plus d'une centaine de sociétés de capital investissement ont immédiatement exprimé leur soutien à SVB. Et c'est probablement lié à la dimension ESG de

beaucoup d'entre elles à l'image de la société de capital-risque General Catalyst, initiatrice de cette action, qui intègre de fortes valeurs sociétales dans ses investissements.

• **Solidarité des grandes banques pour First Republic Bank** ; en effet, la banque échappe aujourd'hui à la faillite grâce au soutien de ses concurrents. Onze grandes banques américaines<sup>3</sup> se sont engagées à verser au total 30 milliards de dollars américains de dépôts dans First Republic. Cette action a d'ailleurs été saluée par les autorités américaines.

Ces initiatives sont remarquables et font que même si la mer se retire, elle est potentiellement plus bleue. Il est aussi intéressant de noter que dans l'affaire SVB alors qu'un repreneur est la première option choisie et qu'il est fort probable que celui-ci soit une banque traditionnelle, il y a aussi la possibilité que cela soit un acteur de la nouvelle économie à l'image d'Elon Musk qui se dit ouvert à l'idée que Twitter se positionne.

Qu'attendre de la suite ? L'onde de choc provoquée par le défaut de SVB s'est répandues en dehors des États-Unis provoquant la méga fusion d'UBS-Credit Suisse en Europe. Néanmoins nous restons confiants sur la résolution de cette crise bancaire qui est avant tout une crise de confiance. Les banques centrales qui ont injecté des liquidités ponctuellement pour faire face à cette crise vont probablement infléchir leur politique restrictive (notamment en ce qui concerne la réduction de liquidité dans le marché).

La hausse des taux est l'occasion de détecter les acteurs les plus faibles. Cet épisode est le premier et il y aura probablement d'autres événements spécifiques dans le secteur financier mais aussi potentiellement dans d'autres secteurs où les entreprises sont sensibles à la remontée des taux.

Dans cet environnement plus volatil, il faut faire de ces mouvements des opportunités d'investissement et être plus que jamais discriminant dans la sélection de titres.

Je vous souhaite une très agréable lecture de ce numéro, dans lequel nous reviendrons plus en détail sur nos convictions sur les banques, mais aussi sur la sphère macro-financière après ce changement de marée.

1 - Du côté des vendeurs.

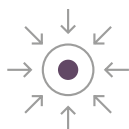
2 - Deux acteurs finançant notamment les crypto monnaies : Signature Bank qui faisait déjà l'objet d'une enquête pour blanchiment d'argent avant sa fermeture et Silvergate, déjà dans la tourmente suite à l'effondrement de la plateforme de crypto monnaies FTX.

3 - Bank of America, Citigroup, JPMorgan Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs et Morgan Stanley, mais aussi de banques de second rang telles que Bank of New York Mellon, PNC Bank, State Street, Truist et US Bank.

Alexandre  
DRABOWICZ  
Chief Investment Officer

Yasser TALBI  
Portfolio Manager

Lucas MERIC  
Investment Strategy  
Analyst



**+475 BP**  
**EN 12 MOIS :**  
un cycle  
de resserrement  
rapide pour  
les Fed Funds

Les récentes turbulences, de San Francisco à Zurich, interrogent sur la capacité de résistance des banques. Le risque réglementaire pesant sur les petites banques américaines et la fragilité antérieure de Credit Suisse suggèrent que cette crise devrait rester maîtrisée, même si son impact sur la confiance et les conditions de crédit reste à déterminer. En tant qu'investisseurs, nous conservons une opinion positive sur les grandes banques.

#### TURBULENCES POUR LE SECTEUR BANCAIRE : DE SAN FRANCISCO À ZURICH

À la mi-mars, la Silicon Valley Bank (SVB) - acteur majeur du financement des entreprises technologiques américaines au cours des 40 dernières années - a été la première victime du cycle de resserrement monétaire rapide de la Réserve fédérale (Fed) (+475 points de base (pb) en 12 mois), qui a révélé au grand jour un déséquilibre actif-passif. Les déposants ont retiré leurs fonds précipitamment après la révélation de problèmes de liquidité, ce qui a conduit à la faillite de la banque le 10 mars. Alors que la solidité du système bancaire américain était mise en doute, Silvergate et Signature Bank ont également déposé le bilan. Les autorités américaines, qui ont encore à l'esprit la crise de 2008, ont toutefois réagi rapidement via trois axes : en garantissant les dépôts bancaires, en fournissant des liquidités aux banques (le bilan de la Fed a augmenté de 300 milliards USD en une semaine) et en coordonnant un consortium de grands établissements bancaires américains pour fournir 30 milliards USD de dépôts à la First Republic Bank.

L'incertitude s'est malgré tout propagée à l'Europe, la situation de Credit Suisse devenant préoccupante après une déclaration de la Saudi National Commercial Bank (son principal actionnaire) excluant la perspective d'une assistance financière supplémentaire. Cette déclaration a mis le feu aux poudres, faisant plonger le titre de Credit Suisse (déjà identifié comme le maillon faible du système bancaire européen) de 24 % en une journée (la plus forte baisse jamais enregistrée), tandis que son CDS (*credit default swap*) s'envolait de 2,9 % à 10,8 %. La fourniture de liquidités d'urgence par la Banque nationale suisse (BNS) a calmé les marchés dans un premier temps, avant d'aboutir sur l'annonce d'une offre d'UBS (soutenue par le gouvernement) de 3 milliards USD pour absorber Credit Suisse (qui valait autrefois plus de 90 milliards USD).

#### LES BANQUES SONT-ELLES PLUS FRAGILES APRÈS LES RÉCENTES TURBULENCES ?

##### Impact sur les bilans bancaires

Alors que seules les banques d'une certaine taille sont étroitement surveillées aux États-Unis, les risques de durée des banques sont limités en Europe, la réglementation stricte de Bâle III s'appliquant à la grande majorité d'entre elles. Par conséquent, la majorité des banques ont probablement déjà couvert leurs risques de durée, ce qui explique leur forte sous-performance en période de taux faibles. Quant aux acteurs qui conservent des risques de taux d'intérêt, ils seront probablement contraints de les couvrir.

##### Impact sur les dépôts

À ce stade, les dépôts sont transférés des petites banques américaines vers les grandes, malgré une rémunération plus faible. De manière évidente, les établissements d'une certaine taille inspirent davantage confiance. Depuis la pandémie, les banques ont vu leurs dépôts diminuer en raison des restrictions réglementaires concernant les ratios d'endettement et de la préférence des ménages pour les bons du Trésor et les fonds du marché monétaire (graphique 1, page 5). À l'avenir, la rémunération plus élevée des dépôts aura une incidence négative sur la rentabilité des banques, via une contraction des marges d'intérêt.

##### Impact sur les conditions de crédit

On observe d'ores et déjà un resserrement des conditions de crédit des deux côtés de l'Atlantique. Cela n'a toutefois pas empêché une forte croissance en volume du crédit bancaire en 2022, en grande partie grâce à l'assainissement des bilans des entreprises et des ménages.

Le rythme s'est ralenti depuis le quatrième trimestre 2022, mais sans impact notable sur la croissance du PIB, car l'économie américaine est financée en grande partie par les marchés financiers et s'avère moins sensible aux hausses de taux que par le passé. En Europe, une forte contraction du crédit bancaire pourrait peser plus significativement sur l'économie, mais ce n'est pas notre scénario central, les entreprises disposant encore de trésoreries relativement confortables.

Dans l'ensemble, la politique budgétaire, l'épargne excédentaire et la hausse des salaires devraient soutenir la demande économique à court terme. Comme le crédit n'a pas été le principal moteur de la demande dans le monde post-pandémie, l'impact global de ce resserrement des conditions de crédit sur l'inflation demeure très incertain.

#### La liquidité a-t-elle été altérée ?

Les banques centrales ont réagi rapidement et jouent pleinement leur rôle de prêteur en dernier ressort. À l'instar de la Banque d'Angleterre durant la crise des fonds de pension de septembre dernier, la Fed et la Banque centrale européenne (BCE) disposent d'outils permettant de renforcer la liquidité des banques (voir la section Obligations, page 8). Il apparaît toutefois clairement que seuls les acteurs les plus fragiles (First Republic Bank, Silicon Valley Bank, Signature Bank ou Credit Suisse) ont eu recours à ces mesures, tandis que les lignes de *swap* de change entre banques centrales ont été peu utilisées. Les besoins de liquidités sont donc limités aux établissements victimes de paniques bancaires ou ayant eu une gestion de bilan défailante.

Autrement dit, le système bancaire et financier ne semble pas manquer de liquidités, mais ces mesures permettent de rétablir la confiance et de gagner du temps pour régler la situation de fonds propres des acteurs les plus fragiles.

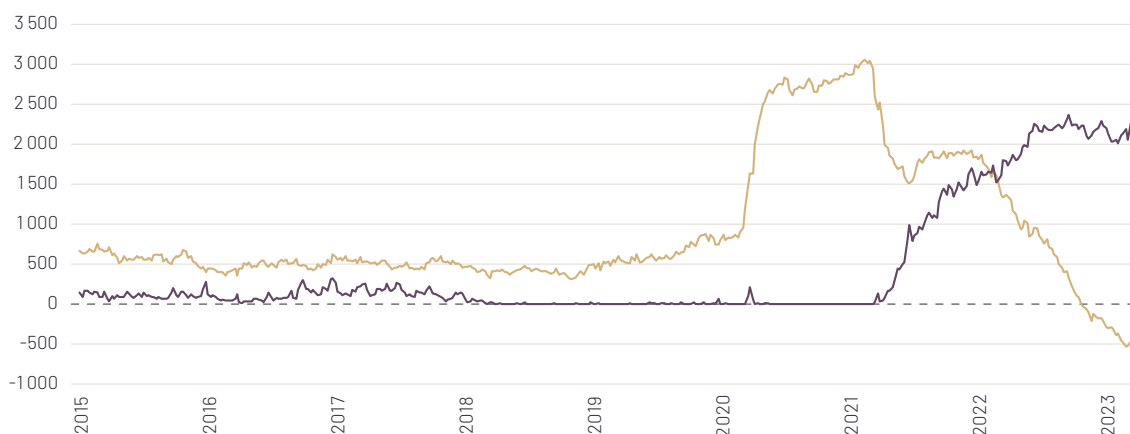
#### PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS POUR L'INVESTISSEUR :

- Nous maintenons nos positions sur le secteur bancaire américain malgré le recul temporaire des cours, car nous conservons une opinion positive sur les grandes banques américaines (il n'en va pas de même pour les banques régionales).
- Nous considérons que la propagation des inquiétudes aux banques européennes n'est pas justifiée et que la réaction du marché reflète plutôt un désengagement de la part d'investisseurs cherchant à réduire leur surpondération. Les récents commentaires de la BCE, qui a rassuré les investisseurs sur la hiérarchie de la structure de capital, ont été bien accueillis par le marché, ce qui renforce la confiance dans la stabilité financière.
- Enfin, les banques européennes sont bien capitalisées et davantage réglementées que leurs homologues d'outre-Atlantique. Grâce à une meilleure gestion de bilan et à des exigences réglementaires plus strictes, on n'observe pas en Europe de risques similaires à ceux des banques régionales américaines. En revanche, l'exemple de Credit Suisse incite fortement à se montrer sélectif, en analysant la situation particulière de chaque banque.

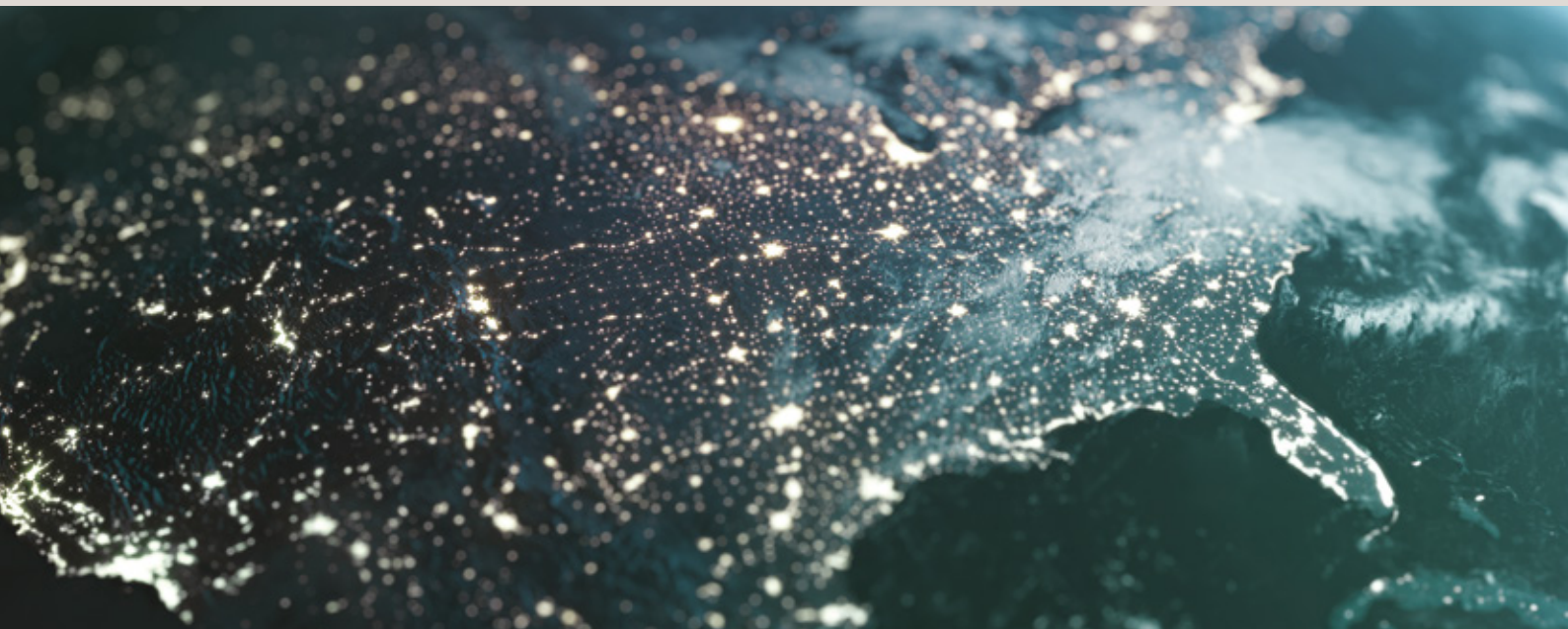
#### GRAPHIQUE 1 : TRANSFERT DES DÉPÔTS DES BANQUES COMMERCIALES AMÉRICAINES VERS LES BONS DU TRÉSOR ET LES FONDS MONÉTAIRES, MILLIARDS USD

● Dépôts au bilan des banques commerciales américaines, glissement annuel

● Facilité NY Fed Reverse Repo utilisée par les fonds du marché monétaire et les institutions financières



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA  
Senior Investment  
Strategist

Il serait prématuré de tirer un bilan des événements récents, mais il semble évident que la crise de confiance actuelle aura un impact sur l'économie au sens large. Nous avons cependant, au vu d'un premier trimestre 2023 nettement plus solide qu'anticipé, relevé nos prévisions pour les économies américaine et européenne. Il convient maintenant de savoir comment cette croissance s'étalera sur l'année, sachant que nous prévoyons un ralentissement aux États-Unis au second semestre. La Chine fait figure d'exception et demeure un moteur de croissance régional.

#### ÉCONOMIE AMÉRICAINE : LOIN D'AVOIR DIT SON DERNIER MOT

Si les prévisions de la Fed d'Atlanta sur la croissance du PIB (+3,2 % au premier trimestre, en rythme annuel corrigé des variations saisonnières) sont confirmées, l'économie américaine aura fortement surpris à la hausse au premier trimestre 2023. Les dépenses personnelles réelles des consommateurs américains ont en effet progressé de 1,8 % en janvier, tandis que la création d'emplois est demeurée exceptionnellement robuste, les services continuant de bénéficier d'une forte demande. Le ratio emplois vacants/chômeurs reste exceptionnellement élevé (1,9), ce qui incite les entreprises à conserver leur personnel plus longtemps qu'à l'accoutumée. La situation est toutefois différente dans le secteur manufacturier, où la production a chuté pour la première fois depuis février 2021. Sur le front de la demande, les consommateurs n'ont pas encore été véritablement impactés par la hausse des taux, qui met plus de temps à se diffuser dans l'économie que les durcissements monétaires précédents

grâce à l'épargne accumulée durant la pandémie, aux réserves d'emploi et à la part accrue des prêts hypothécaires à taux fixe. Toutefois, les retards dans le service de la dette ont augmenté en février, suggérant que les consommateurs pourraient devoir mettre un terme à leur frénésie d'achats post-COVID dans les mois à venir. Nous avons néanmoins relevé nos prévisions pour les États-Unis, principalement grâce à un premier trimestre 2023 meilleur qu'attendu, tout en anticipant une légère contraction du PIB au quatrième trimestre - ce qui impacte notre estimation de croissance annuelle pour 2024, désormais inférieure au consensus. De nouvelles tensions sur les banques régionales (50 % des prêts commerciaux, 60 % des prêts immobiliers résidentiels et 45 % des prêts à la consommation américains) ont renforcé la probabilité de notre scénario de risque, mais ont un impact limité sur notre scénario central compte tenu de la récente accalmie. La confiance des consommateurs sera surveillée de près dans les semaines à venir.



LES DÉPENSES DE  
CONSOMMATION  
aux États-Unis  
ont augmenté de  
**1,8 %**  
en janvier

## ZONE EURO : EFFETS INFLATIONNISTES DE SECOND TOUR

Après s'être montrée en mesure de compenser la chute des importations de gaz naturel russe, la zone euro a poussé un soupir de soulagement en début d'année. Bénéficiant de stocks à peine entamés durant l'hiver 2023 – principalement grâce à des conditions météorologiques favorables –, la région peut envisager l'hiver 2024 avec une certaine sérénité. Néanmoins, les séquelles de la crise énergétique restent visibles. À 8,5 % en glissement annuel, l'inflation commence à ralentir, mais restera élevée (tableau 1). Si les prix de l'énergie reculent (le baril de pétrole vaut moins de 80 dollars), l'effet retardé de la hausse des coûts et un hiver sec poussent les prix des denrées alimentaires à la hausse, tandis que l'inflation de base reste robuste en raison des contraintes d'approvisionnement. Ce contexte induit un fléchissement de la consommation (ventes de détail en baisse de 2,3 % en glissement annuel), malgré un marché de l'emploi toujours favorable et une croissance des salaires spectaculaire (l'indice du coût du travail a augmenté de 5,7 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2022). Compte tenu de ces effets de second tour, le resserrement monétaire devrait se poursuivre dans la zone euro au cours des prochains mois. Avec une croissance du crédit atone depuis quatre mois, nous n'anticipons pas de tensions supplémentaires sur les banques européennes (section Focus, page 4). En ce qui concerne la production, la réouverture de la Chine devrait s'avérer positive pour les exportateurs européens et notre scénario est susceptible d'évoluer en fonction de la vigueur de la reprise allemande.

## CHINE : L'EXCEPTION POSITIVE

Alors que l'inflation continue de menacer le reste du monde, la Chine reste un cas à part, avec une politique monétaire et budgétaire toujours favorable, associée à la dynamique robuste du processus de réouverture post-COVID. L'inflation demeure anémique (1 % en glissement annuel en février, contre 2,1 % en janvier), grâce à l'utilisation de sources d'énergie fossile alternatives et à une demande encore faible par rapport aux niveaux pré-pandémie. Cependant, les enquêtes économiques de janvier-février reflètent un vif rebond : si les services restent particulièrement solides, l'industrie manufacturière a également surpris à la hausse (les indices PMI atteignent respectivement 56,3 et 51,6). En outre, la croissance du crédit (11,6 % en glissement annuel) progresse, notamment dans les principaux secteurs des infrastructures sous l'impulsion des projets ferroviaires. Dans le même temps, le secteur de l'immobilier tarde à se redresser, sans que cela incite le gouvernement à prendre de nouvelles mesures de relance. Nos prévisions restent conformes aux estimations officielles d'une croissance du PIB légèrement supérieure à 5 % en 2023. À court terme, les risques demeurent orientés à la hausse et la Chine entraîne la région asiatique dans son sillage, à un moment où la demande des économies occidentales faiblit (les exportations coréennes ont chuté de 17,4 % en glissement annuel en mars).

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2022-2024, %

● Révisions à la baisse depuis le mois dernier

● Révisions à la hausse

	PIB		INFLATION	
	2023	2024	2023	2024
États-Unis	1,4	0,2	4,5	3,0
Zone euro	0,5	1,0	6,2	3,2
Chine	5,1	4,7	2,1	2,2
Japon	1,8	0,9	1,0	0,6
Inde	5,3	6,0	5,3	5,6
Brésil	0,7	1,7	4,9	5,0
<b>Monde</b>	2,6	2,7	-	-

Source : Indosuez Wealth Management.

Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

Avec la contribution  
de l'équipe Obligations

Face aux turbulences du secteur bancaire, les banques centrales ont dû assumer leur rôle de prêteur en dernier ressort. Comme l'a prouvé la Banque d'Angleterre en septembre dernier, ce rôle n'est pas incompatible avec leur mandat fondamental de stabilité des prix.

### BANQUES CENTRALES

Depuis le début de l'année, les surprises économiques se sont multipliées aux États-Unis et dans la zone euro, même si les dernières semaines suggèrent un retour à la normale, alors que la désinflation marque le pas. Cette situation, qui a entraîné une forte révision des anticipations de hausses des taux de la Fed, a pris une partie du marché au dépourvu.

Tandis que le contexte macroéconomique se montrait résilient, les courbes de taux ont continué à s'aplatir et à s'inverser.

Le marché de l'emploi reste tendu, l'inflation de base se situe toujours à des niveaux inconfortables et les données dures ne confirment pas encore le retournement des indicateurs de sentiment.

En mars, les faillites de plusieurs banques régionales américaines et le rachat de Credit Suisse ont toutefois fortement dégradé la confiance et créé une fuite des investisseurs vers la qualité. Les marchés obligataires ont inversé leurs anticipations (graphique 2), dans une volte-face évoquant le scénario de 2008 et la récession mondiale qui a suivi.

Des *hedge funds* aux investisseurs institutionnels à long terme, les acteurs du marché qui pariaient sur une poursuite de la hausse des taux – via des positions *short* de sensibilité – ont été pris au dépourvu, ce qui a conduit à un violent changement de cap sur les taux.

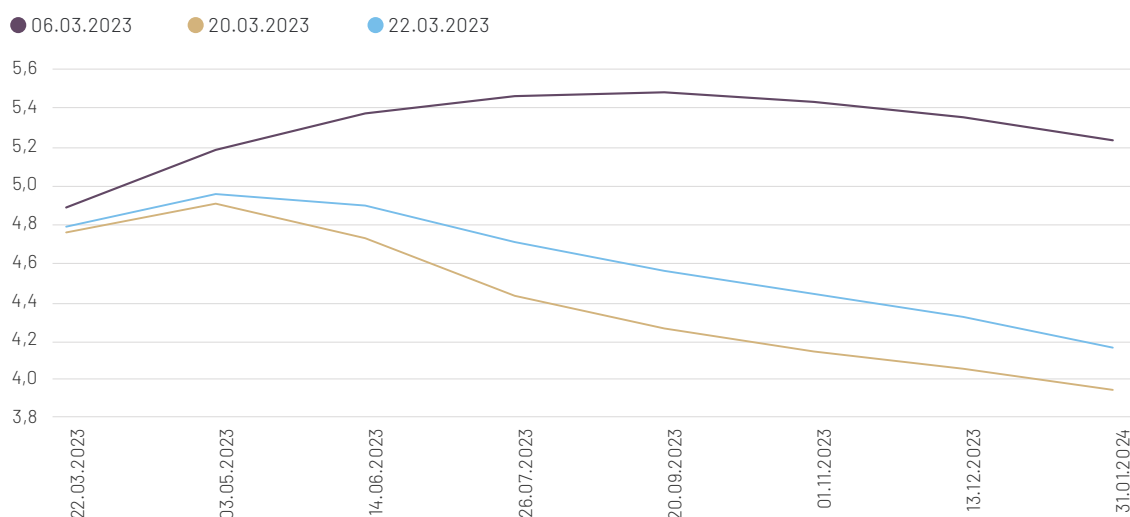
Pour apaiser les tensions pesant sur certaines banques américaines, la Fed a présenté un nouveau Programme de financement à terme des banques (BTFP), proposant aux banques et aux caisses d'épargne des prêts à un an associés à des conditions de collatéral très attrayantes. Lors du FOMC de mars, Jerome Powell a néanmoins relevé les taux directeurs de 25 pb, gardant toutes les options ouvertes « en l'absence de nouveaux événements ».

Sur le front de la BCE, le Conseil des gouverneurs suit les autres banques centrales. Cette approche pourrait se révéler dangereuse, car la dynamique de l'inflation sous-jacente n'est pas la même. Dans ce domaine, les nouvelles prévisions de la BCE semblent optimistes. Par rapport aux États-Unis, la composante logement a un poids limité dans l'inflation sous-jacente. Par conséquent, la reprise de l'immobilier n'affectera pas les prix de la zone euro, tandis que les prix des autres services continueront à progresser.



Maintenir  
UNE APPROCHE  
PRUDENTE  
du risque de taux

GRAPHIQUE 2 : ANTICIPATIONS DU MARCHÉ CONCERNANT LES FED FUNDS, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.





---

Le mantra  
« PLUS ÉLEVÉS  
POUR PLUS  
LONGTEMPS »  
appartient-il  
au passé ?  
**NON.**

---

Dans le sillage de la récente panique sur les marchés, les investisseurs ont parié que les banques centrales modifieraient la trajectoire de la politique monétaire. Pour autant, le mantra « plus élevés pour plus longtemps » appartient-il au passé ?

Nous ne le pensons pas, et la Fed ne réduira pas ses taux en 2023. De fait, les banques centrales peuvent jouer leur rôle de prêteur en dernier ressort, comme l'a fait la Fed avec le programme BTFP ou la Banque d'Angleterre lors de la crise des fonds de pension en septembre, tout en remplissant leur mandat initial – la stabilité des prix. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Andrew Bailey, a démontré que cela était possible, même s'il a été accusé de relancer l'assouplissement quantitatif (QE) !

Néanmoins, les faillites de petites banques américaines et l'effondrement de Credit Suisse laisseront des traces. Ces crises pourraient avoir un impact déflationniste, car toutes les petites banques risquent de réduire leurs prêts (qui représentent 2 % du PIB). On peut également anticiper un durcissement des normes associées à l'activité de prêt, ce qui serait bien accueilli par les responsables de la Fed. En effet, les banques centrales adopteront des approches de plus en plus prudentes.

Par conséquent, nous anticipons toujours des taux « plus élevés plus longtemps », mais à un rythme moins soutenu.

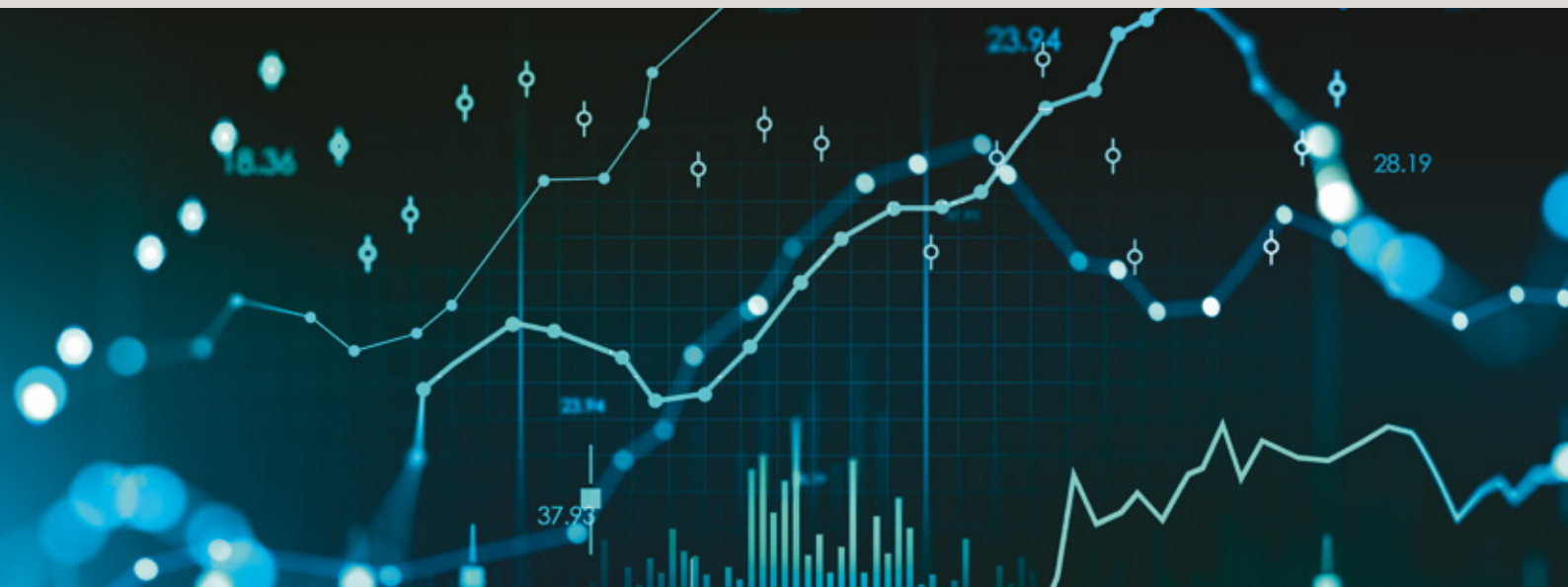
Et si nous avons tort ? Il n'est pas impossible que la Fed et les autres banques centrales mettent fin aux hausses de taux, voire fassent marche arrière pour préserver la stabilité financière. Quel en serait le coût ?

Une instabilité des prix, un aléa moral accru et de nouvelles réglementations financières. En l'absence de signe de ralentissement de l'inflation des services, toute baisse des taux ou pause dans les hausses de taux en 2023 entraînera un violent ajustement de la partie longue de la courbe et un désancrage des anticipations d'inflation. Dans un tel scénario extrême, les investisseurs pourraient vendre les obligations nominales afin de privilégier l'or et les obligations indexées sur l'inflation.

#### LE MARCHÉ DES INSTRUMENTS AT1

Pour compléter notre analyse du secteur bancaire (page 4), il faut mentionner le marché des instruments AT1, qui représente 275 milliards USD en Europe (source : Bloomberg). La décision de la FINMA d'exercer son pouvoir discrétionnaire pour faire disparaître les détenteurs d'AT1 de Credit Suisse plutôt que pénaliser les actionnaires fausse la hiérarchie des créanciers. Afin d'éviter une correction des marchés d'instruments AT1, l'Autorité bancaire européenne et la Banque d'Angleterre ont ajusté leur système de protection des créanciers seniors selon la hiérarchie des créances afin de préserver la stabilité financière, lorsque des banques doivent être restructurées ou liquidées.

La récente exacerbation de la volatilité conforte nos gérants dans leur approche prudente du risque de taux et de crédit. Les rendements plus élevés des échéances de 1 à 3 ans, combinés à des émetteurs *investment grade* à forte visibilité, offrent des rendements prévisibles et une volatilité gérable dans un contexte de fortes turbulences pour les obligations.



Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio  
Manager

Avec la contribution  
de l'équipe Actions

Après un début d'année euphorique, la correction a finalement été déclenchée par la faillite de la Silicon Valley Bank et ses répercussions sur le système bancaire. À ce stade, le soutien d'urgence de la Fed permet d'écarter tout risque systémique. La question qui se pose est la suivante : la récente correction offre-t-elle des points d'entrée intéressants ?

#### SAISON DE PUBLICATION DES RÉSULTATS

La saison des résultats n'a révélé aucune catastrophe et les révisions de bénéfices se sont stabilisées aux États-Unis et en Europe. En termes absolus, cela constitue un facteur de soutien pour les valorisations.

En outre, la combinaison de la forte baisse des rendements américains à 10 ans/taux réels à 10 ans et de la récente chute des indices boursiers a considérablement amélioré la valorisation relative des marchés boursiers.

#### ÉTATS-UNIS

L'actualité des marchés américains a été largement dominée par la faillite de la Silicon Valley Bank. Cette faillite a créé un mouvement de panique sur les marchés financiers à la mi-mars, qui a particulièrement affecté le secteur bancaire. Ce secteur se caractérise toutefois par une très forte disparité de performance entre les banques régionales et les grandes banques, soumises à des réglementations différentes. Si le plongeon des banques régionales atteint -27 % depuis le début de l'année, le recul des grandes banques est actuellement limité à -9 %.

La faillite de SVB a également eu des conséquences importantes sur la perception qu'ont les investisseurs de l'économie américaine, et plus particulièrement sur leurs anticipations concernant la politique monétaire. Les marchés tablent désormais sur une baisse des taux beaucoup plus rapide qu'il y a un mois, alors que nous observons déjà un net recul des taux à long terme. Cet environnement a favorisé les entreprises de croissance, notamment les composantes du NASDAQ, qui disposent souvent d'une trésorerie confortable et dont les revenus reposent principalement sur des modèles d'abonnement.

#### EUROPE

Les actions européennes bénéficient de perspectives favorables. D'une part, les banques sont mieux capitalisées et mieux réglementées qu'aux États-Unis. D'autre part, les prix de l'énergie (gaz et pétrole) sont moins élevés qu'en 2022 et la réouverture de la Chine devrait – dans un contexte d'euro faible – avoir un impact positif sur les exportations et la compétitivité des entreprises européennes.



LES  
VALORISATIONS  
restent  
ATTRAYANTES  
pour les actions  
de la zone euro

La saison des résultats du quatrième trimestre a quelque peu rassuré les investisseurs, et les bénéfices par action (BPA) ont été légèrement révisés à la hausse par rapport au début de l'année. Cela étant dit, l'inflation demeure élevée, de sorte que le pouvoir de fixation des prix et la capacité des entreprises à protéger leurs marges resteront probablement des thèmes d'investissement essentiels au cours des prochains trimestres. Sur le front des valorisations, les actions de la zone euro conservent leur attrait, notamment si on les compare aux actions américaines.

La récente correction pourrait même offrir un point d'entrée intéressant pour renforcer les positions sur les marchés boursiers de la zone euro.

### MARCHÉS ÉMERGENTS

Le rétablissement de l'économie chinoise est en bonne voie, comme le montrent divers indicateurs (redressement des indices PMI de l'industrie manufacturière et des services, amélioration des ventes de biens immobiliers et des ventes de détail). Les autorités maintiennent des conditions monétaires accommodantes (réduction de 25 pb du ratio de réserves pour les principales banques en mars). Le Congrès national du peuple (CNP) s'est achevé en mars par la confirmation de Xi Jinping à la présidence de la Chine. En outre, le nouveau Premier ministre Li Qiang défend le principe d'un soutien aux entreprises privées, ce qui devrait renforcer le sentiment des investisseurs.

Alors que les valorisations décotées et l'amélioration des bénéfices sont synonymes d'opportunités, la Chine reste l'un de nos marchés actions préférés pour 2023. Néanmoins, les tensions politiques persistantes avec les États-Unis, ainsi que l'orientation des taux d'intérêt américains et le calendrier d'un éventuel « pivot de la Fed », sont autant de risques à ne pas négliger.

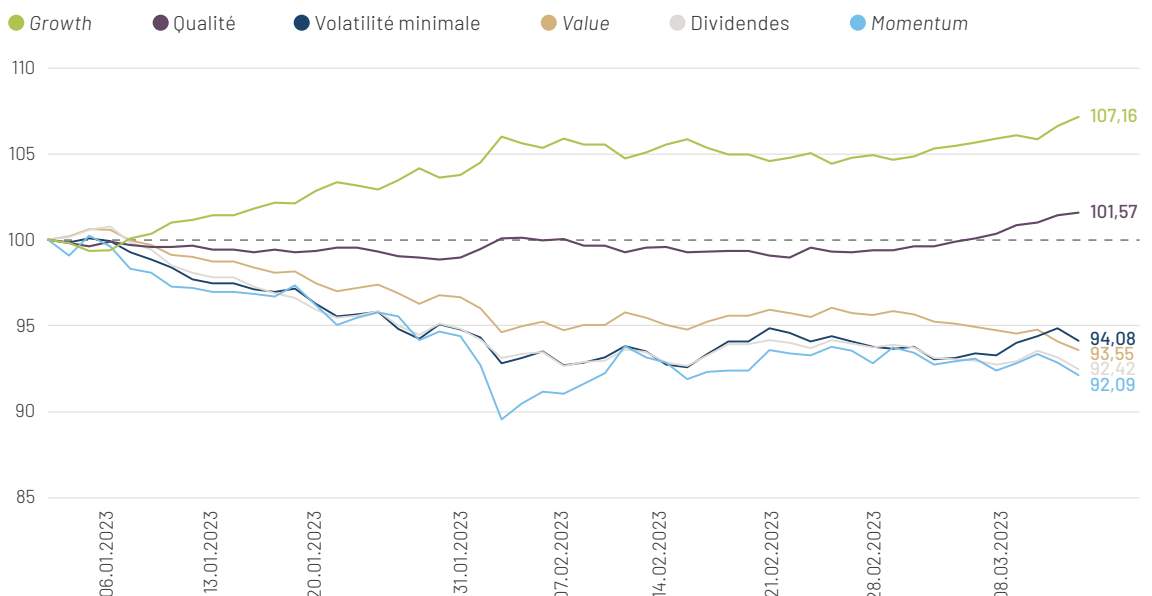
### STYLES D'INVESTISSEMENT

Les problèmes de la Silicon Valley Bank et de Credit Suisse ont perturbé l'optimisme des marchés et entraîné un retour de la volatilité. En conséquence, deux segments *Value* se sont retrouvés sous pression : le segment bancaire et les secteurs du pétrole et des matières premières.

À moyen terme, l'environnement n'est pas favorable au secteur *Value*. Toutefois, comme le mouvement sur les taux à long terme a probablement été exagéré, nous attendons une normalisation à court terme et un rebond tactique du style *Value* pour basculer vers le style *Growth* (graphique 3).

Nous restons positifs sur le style *Qualité*, qui devrait tirer son épingle du jeu dans un scénario de ralentissement de la croissance, d'élargissement des *spreads* de crédit et de recul des rendements obligataires. Enfin, le retour des investisseurs vers la technologie – lié au potentiel de l'intelligence artificielle (IA) – et la forte probabilité d'un prochain pic des rendements obligataires incitent à l'optimisme sur les valeurs de croissance.

GRAPHIQUE 3 : ÉVOLUTION DES MARCHÉS ACTIONS PAR STYLE D'INVESTISSEMENT, 100 = JANVIER 2023



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Alexandre  
DRABOWICZ  
Chief Investment Officer

Alors que le dollar perd du terrain face aux forces en présence, l'euro, qui aurait dû être le grand gagnant des turbulences du secteur bancaire, manque de direction. Nous restons positifs sur l'or, même si de nombreux facteurs de soutien sont déjà pris en compte.

#### USD

##### Un statut de valeur refuge avec ses propres problèmes

Si le dollar a toujours été considéré comme une valeur refuge, notamment parce que son statut de principale monnaie de réserve lui confère une grande liquidité, les taux de rémunération élevés des dépôts en dollar renforcent aujourd'hui son attrait. Après les récentes turbulences du secteur bancaire, la ruée des investisseurs sur les fonds monétaires en dollar montre que ces derniers recherchent en ce moment l'actif le moins risqué disponible sur le marché. La crise bancaire actuelle aurait donc dû soutenir le dollar, mais deux forces sont à l'œuvre. La débâcle de la Silicon Valley Bank (SVB) et les turbulences qui ont ensuite touché le secteur des banques régionales américaines ont totalement modifié les anticipations du marché concernant les futures hausses de taux de la Fed. Alors que les investisseurs anticipaient un taux final proche de 5,75 %, le marché table désormais sur une baisse des taux de l'ordre de 75 pb d'ici la fin de l'année, un scénario que nous jugeons un peu trop agressif. Même si cette tendance est susceptible de s'atténuer, le dollar perd son avantage en termes de rendement, ce qui agit comme une force opposée au statut de valeur refuge, limitant ainsi l'attrait du dollar.



#### USD:

perd son avantage de rendement

#### EUR

##### Une absence de direction claire

La monnaie unique aurait bénéficié de la crise bancaire si la situation de SVB était restée un événement spécifique aux États-Unis, sans répercussion sur l'Europe. Cependant, la perte soudaine de confiance dans Credit Suisse et la ruée des investisseurs pour réduire leur exposition aux banques européennes ont fragilisé l'euro. Si BCE a malgré tout relevé ses taux directeurs de 50 pb, Christine Lagarde a clairement indiqué qu'elle s'était éloignée de sa trajectoire initiale et devenait beaucoup plus dépendante des données, tandis que le taux final du cycle de resserrement monétaire de la BCE a été revu à la baisse.

Compte tenu des deux forces à l'œuvre, notre scénario principal envisage pour la paire EUR/USD une fourchette de négociation comprise entre 1,05 et 1,10. Un risque baissier – renforcement du dollar – menacerait ce scénario si la crise bancaire devait s'aggraver de manière significative. À long terme, le ralentissement du rythme de resserrement de la Fed, la réouverture de la Chine et l'amélioration des perspectives en zone euro, ainsi que la poursuite du resserrement par d'autres banques centrales du G10, plaident en faveur d'un nouvel affaiblissement du dollar en 2023.

## CHF

### Le baromètre du risque

Avant la crise et le sauvetage de Credit Suisse, le franc suisse était relativement fort. Il a bien résisté depuis le début de l'année, la hausse de l'inflation ayant entraîné une surperformance des taux domestiques. En février, l'inflation s'est avérée nettement plus faible en Suisse que dans la zone euro, mais cela a de nouveau profité à la monnaie helvétique via le renforcement relatif des taux réels. Au moment où nous écrivons ces lignes, nous notons que la réunion de la BNS du 23 mars sera déterminante pour la devise. Autrement dit, la décision de politique monétaire de la BNS et la crise qui frappe Credit Suisse seront les deux facteurs essentiels pour l'évolution du franc suisse.

## JPY

### La couverture contre le risque macroéconomique

L'inflation japonaise est supérieure à l'objectif de la Banque du Japon, mais la faible croissance des salaires, les tensions entourant les banques occidentales et le ralentissement de la croissance mondiale empêcheront toute inflexion de la politique de contrôle de la courbe des taux (YCC) au cours de l'année à venir. Alors que la Fed devient moins agressive, l'écart de rendement entre le dollar et le yen est susceptible de se comprimer, ce qui limitera la hausse de la paire USD/JPY.

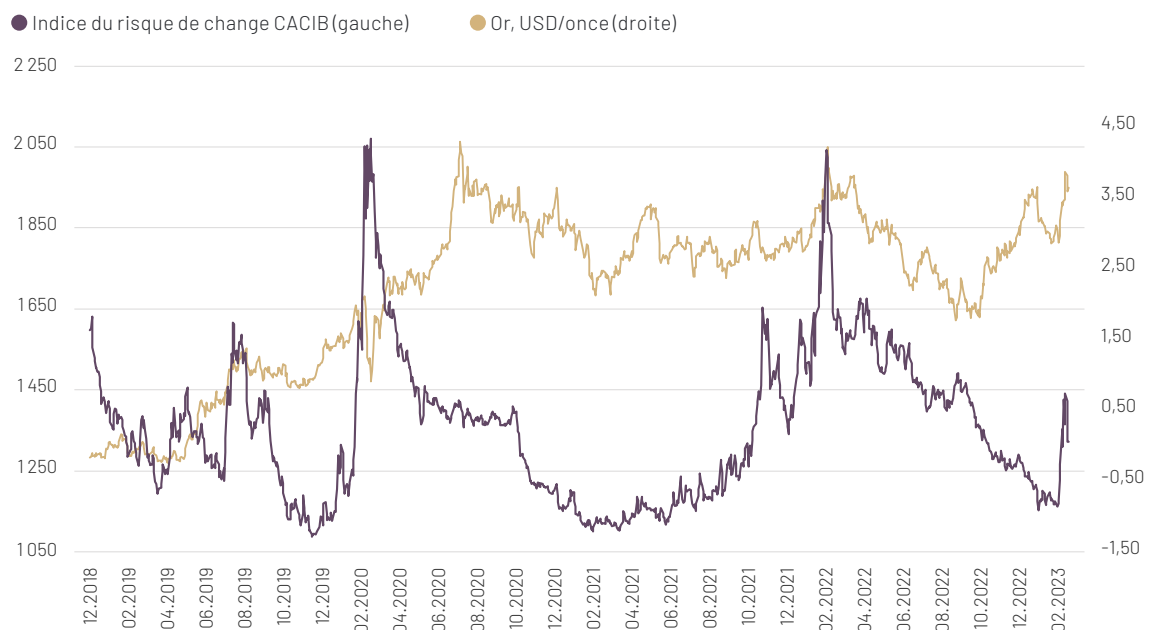
Comme indiqué le mois dernier, la devise japonaise offre traditionnellement une bonne couverture macroéconomique au sein des portefeuilles en temps de crise. L'appréciation du yen ce mois-ci est cependant restée modeste, la demande en dollar des investisseurs restant forte. Pour ce qui est de l'année à venir, la réouverture progressive de la Chine stimulera l'économie japonaise, notamment sa balance des comptes courants et sa devise. Mais la politique monétaire de la Banque du Japon et l'évolution du yen dépendront également du cycle des négociations salariales de printemps, qui pourrait avoir un certain impact.

## XAU

### Une perspective favorable

L'or bénéficie de deux facteurs de soutien : considéré comme une protection attrayante contre l'inflation, il offre dans le même temps une couverture contre l'aversion au risque en période de crise bancaire potentielle (graphique 4). Le métal jaune est donc l'un des principaux bénéficiaires des conditions de marché actuelles, alors que les investisseurs cherchent à renforcer leur exposition. À plus long terme, un éventuel recul du dollar en 2023 aiderait l'or à retrouver un peu de son éclat, surtout si le soutien structurel des achats des banques centrales se maintient.

GRAPHIQUE 4 : L'OR BÉNÉFICIE DE LA MONTÉE DES RISQUES



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB, Indosuez Wealth Management.

## 07 • Allocation d'actifs

# SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION

Grégory STEINER  
Global Head of Multi Asset

Adrien ROURE  
Portfolio Manager

### SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : scénario de croissance inférieure à la tendance dans les économies avancées, mais avec une révision à la hausse de l'activité économique américaine en raison d'un premier trimestre plus solide qu'attendu, ce qui repousse la contraction du PIB à la fin 2023. Hausse de la probabilité du scénario de risque due à l'impact des faillites bancaires sur les conditions de prêt. Croissance modeste en zone euro cette année, avec des risques orientés à la hausse, dépendant en partie de la vigueur de la réouverture en Chine.
- **Inflation** : maintien du scénario en forme de « racine carrée », avec des prix « core » élevés tant que les salaires alimentent l'inflation des services, tandis que la reprise de la chaîne logistique devrait contribuer à la désinflation des biens. Les prix de l'énergie reculent, mais l'effet décalé de la hausse des coûts énergétiques et un hiver sec continuent de faire grimper les prix des denrées alimentaires.
- **Banques centrales** : les récentes turbulences du secteur bancaire ne modifient pas nos prévisions de taux finaux, la lutte contre l'inflation restant prioritaire, mais devraient inciter les banquiers centraux à adopter une trajectoire de resserrement monétaire plus prudente. Après avoir injecté des liquidités pour surmonter la crise, les banques centrales devraient ralentir le rythme de réduction des liquidités fournies aux marchés.
- **Bénéfices** : la récente saison des résultats n'a révélé aucune catastrophe et les révisions de bénéfices se stabilisent aux États-Unis comme en Europe, ce qui constitue un facteur de soutien pour les valorisations, même si nous anticipons une diminution des marges parallèlement au ralentissement macroéconomique mondial.
- **Environnement de risque** : stimulée par les turbulences du secteur bancaire et l'incertitude entourant la politique monétaire, la volatilité est de retour. D'importants risques menacent le scénario macroéconomique (resserrement global des conditions financières, stabilité financière, persistance de l'inflation), tandis que les risques externes – notamment géopolitiques – doivent être surveillés de près.

### ALLOCATION D'ACTIFS

#### ACTIONS

- Nous avons maintenu une approche prudente ces dernières semaines et restons prêts à réaffecter nos réserves en fonction de l'évolution du marché. Les récentes corrections et la hausse de la volatilité offrent l'opportunité de redéployer nos liquidités pour jouer un rebond tactique sur les actions des marchés développés, ce qui nous ramène à un positionnement neutre sur les actions.
- Nous avons continué à recentrer notre portefeuille sur les actions mondiales, en réduisant le poids des valeurs défensives. Nous restons prudents sur les secteurs cycliques (avec quelques exceptions sur des segments fortement décotés). Si la récente baisse des taux longs a été un peu rapide et a favorisé les valeurs de croissance, nous restons à l'affût d'éventuelles opportunités sur ce segment.
- D'un point de vue géographique, cela entraîne une réduction de la sous-pondération des actions européennes et une augmentation de l'exposition aux actions américaines dans nos stratégies plus risquées. Nous maintenons une opinion positive sur les actions chinoises, en particulier celles qui sont très sensibles à l'activité économique domestique, car la réouverture en cours devrait bénéficier en premier lieu à ce thème. À plus long terme, le processus de désendettement justifie une certaine prudence.

#### OBLIGATIONS

- La hausse de la volatilité sur les marchés obligataires offre des opportunités dans les stratégies de duration. Après la récente envolée des emprunts d'État provoquée par une « ruée sur la qualité », nous jugeons ce mouvement excessivement optimiste, car les banquiers centraux devraient continuer à se concentrer sur la lutte contre l'inflation. C'est pourquoi nous avons abaissé notre degré de conviction sur les obligations d'État à long terme et continuons à sous-pondérer la duration au sein de nos portefeuilles. En revanche, nous ciblons la partie courte de la courbe des taux afin de profiter de niveaux de portage attrayants.
- Aux niveaux actuels, nous sommes optimistes sur les points morts d'inflation, qui ne reflètent pas les problèmes structurels auxquels sont confrontées les économies développées.



Cibler  
LA PARTIE  
COURTE  
de la courbe  
des taux

- Sur les marchés de crédit, nous préférons la dette *investment grade* d'entreprises affichant des fondamentaux solides aux obligations à haut rendement, dans un contexte de détérioration des conditions de financement des émetteurs exigeant une sélectivité accrue de la part des investisseurs. Le segment de la dette financière offre une certaine valeur après la récente correction, mais la sélectivité reste essentielle.
- Nous détenons des positions stratégiques sur la dette émergente en devise locale, notamment à des fins de portage et en raison de la faiblesse attendue du dollar, tout en tenant compte d'un resserrement des valorisations d'un point de vue tactique.

### MARCHÉ DES CHANGES

- Si le dollar est susceptible de bénéficier de son statut de valeur refuge en cas de turbulences à court terme, le billet vert perd progressivement son avantage en termes de rendement – un soutien essentiel l'année dernière –, ce qui limite son attrait dans une perspective à moyen terme.
- Le resserrement de l'écart transatlantique sur les taux d'intérêt à court terme favorise la monnaie unique, alors que la BCE n'a pas hésité à relever ses taux directeurs de 50 pb en mars. Cependant, la perte de confiance dans Credit Suisse (qui a conduit les investisseurs à réduire leur exposition aux banques européennes) et la persistance d'un risque géopolitique élevé dans la région suggèrent un euro stable dans les mois à venir.
- Soutenu par des fondamentaux robustes et un différentiel de taux jouant en sa faveur, le franc suisse demeure une couverture attrayante malgré l'effondrement de Credit Suisse.
- Nous restons positifs sur la devise japonaise, qui offre une couverture contre le risque macroéconomique, mais aussi une opportunité tactique de bénéficier d'une éventuelle inflexion de la politique monétaire de la Banque du Japon, qui devra affronter des pressions inflationnistes croissantes si les salaires continuent de progresser.
- La hausse de l'or, probablement excessive, pourrait être menacée par un changement de cap des taux réels. Toutefois, nous demeurons confiants sur les perspectives à long terme du métal précieux, qui devrait bénéficier à la fois des achats des banques centrales et d'une politique monétaire potentiellement moins agressive à l'avenir.

### CONVICTIONS CLÉS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
<b>OBLIGATIONS</b>		
<b>EMPRUNTS D'ÉTAT</b>		
2 ans EUR (Allemagne)	=/-	=/-
10 ans EUR (Allemagne)	=/-	=/-
Périphériques EUR	=/-	=/-
2 ans US	=/-	=/-
10 ans US	=/-	=
EUR points morts d'inflation	=/+	=/+
US points morts d'inflation	=/+	=/+
<b>CRÉDIT</b>		
Investment grade EUR	=/+	+
High yield EUR/BB- et >	=/-	=
High yield EUR/B+ et <	-	=/-
Oblig. financières EUR	=	=
Investment grade USD	=/+	+
High yield USD/BB- et >	=/-	=
High yield USD/B+ et <	-	=/-
<b>DETTE ÉMERGENTE</b>		
Dettes souveraines en monnaie forte	=/-	=/+
Dettes souveraines en monnaie locale	=/+	=/+
Crédit Am. Latine USD	=	=
Crédit asiatique USD	=	=
Oblig. chinoises CNY	=	=
<b>ACTIONS</b>		
<b>ZONES GÉOGRAPHIQUES</b>		
Europe	=	=/+
États-Unis	=	=
Japon	=/-	=/-
Amérique Latine	=/-	=
Asie ex-Chine	=/+	=/+
Chine	=/+	=/-
<b>STYLES</b>		
Growth	=/-	=/+
Value	=/+	=
Qualité	=/+	=
Rendement	+	=/+
Cycliques	=/-	=/+
Défensives	=	=/-
<b>DÉVISES</b>		
États-Unis (USD)	=	=/-
Zone euro (EUR)	=/+	=
Royaume-Uni (GBP)	=/-	=
Suisse (CHF)	=/+	=/+
Japon (JPY)	=/+	=/+
Brésil (BRL)	=/+	=
Chine (CNY)	=	=
Or (XAU)	=/-	=/+
Dévaluations de matières premières (NOK, NZD, CAD)	=/+	=/+

Source : Indosuez Wealth Management.

# 08 • Market Monitor (devises locales)

## APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 23 MARS 2023



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	3,43 %	-45,02	-44,82
France 10 ans	2,72 %	-23,40	-38,80
Allemagne 10 ans	2,19 %	-28,30	-37,30
Espagne 10 ans	3,24 %	-19,80	-40,80
Suisse 10 ans	1,17 %	-27,30	-44,50
Japon 10 ans	0,30 %	-20,10	-11,40

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	35,67	1,55 %	2,75 %
Emprunts d'État en EUR	197,02	1,59 %	2,26 %
Entreprises haut rendement en EUR	197,92	-0,69 %	2,27 %
Entreprises haut rendement en USD	302,75	-0,20 %	2,04 %
Emprunts d'État américains	303,76	2,85 %	2,83 %
Entreprises émergentes	43,41	0,21 %	1,52 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9928	0,33 %	0,33 %
GBP/USD	1,2287	2,28 %	1,69 %
USD/CHF	0,9165	-1,87 %	-0,87 %
EUR/USD	1,0831	2,22 %	1,18 %
USD/JPY	130,85	-2,86 %	-0,21 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	22,61	1,47	0,94

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	3 948,72	-1,59 %	2,84 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 499,60	-5,16 %	0,64 %
STOXX Europe 600	446,22	-3,52 %	5,02 %
Topix	1 957,32	-0,91 %	3,47 %
MSCI World	2 696,85	-1,48 %	3,62 %
Shanghai SE Composite	4 039,09	-1,57 %	4,33 %
MSCI Emerging Markets	977,78	-1,01 %	2,24 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 067,22	-7,91 %	-2,87 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	186,46	-0,93 %	-2,88 %
MSCI Asia Ex Japan	638,74	-0,13 %	3,15 %
CAC 40 (France)	7 139,25	-2,44 %	10,28 %
DAX (Allemagne)	15 210,39	-1,71 %	9,24 %
MIB (Italie)	26 482,21	-2,92 %	11,71 %
IBEX (Espagne)	8 970,00	-2,83 %	9,00 %
SMI (Suisse)	10 718,54	-4,71 %	-0,10 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	4 116,00	-3,45 %	0,51 %
Or (USD/Oz)	1 993,40	9,39 %	9,29 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	69,96	-7,20 %	-12,83 %
Argent (USD/Oz)	23,14	8,63 %	-3,73 %
Cuivre (USD/Tonne)	9 031,00	1,43 %	7,87 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	2,15	-6,91 %	-51,87 %

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

DÉCEMBRE 2022	JANVIER 2023	FÉVRIER 2023	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (23 MARS 2023)
0,48 %	9,69 %	1,74 %	-0,13 %	5,02 %
-0,39 %	8,18 %	1,35 %	-0,91 %	4,33 %
-1,60 %	7,85 %	0,91 %	-0,93 %	3,62 %
-1,64 %	7,37 %	-2,10 %	-1,01 %	3,47 %
-3,12 %	7,00 %	-2,53 %	-1,48 %	3,15 %
-3,44 %	6,67 %	-2,61 %	-1,57 %	2,84 %
-4,34 %	6,18 %	-4,41 %	-1,59 %	2,24 %
-4,70 %	4,42 %	-6,36 %	-3,52 %	0,64 %
-4,73 %	4,29 %	-6,54 %	-5,16 %	-2,87 %
-5,90 %	2,27 %	-6,86 %	-7,91 %	-2,88 %

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

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE







**AIE** : Agence internationale de l'énergie.

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

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

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

**BNEF** : Bloomberg New Energy Finance.

**BPA** : Bénéfice par action.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Fed** : Réserve fédérale américaine, c.-à-d. la banque centrale des États-Unis. FMI : le Fonds monétaire international.

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

**Futures** : Mot anglais désignant des contrats à terme permettant de négocier le prix futur d'un actif sous-jacent.

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

**Gig economy** : Système basé sur des emplois flexibles, temporaires ou indépendants.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de España (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;
- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe) ;
- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, 20121 Milan, Italie, inscrite au Registre des Banques n° 8097, code fiscal et numéro d'enregistrement au Registre du Commerce de Milan, Monza Brianza et Lodi n. 97902220157 ;
- **au sein de l'Union européenne** : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup> - 98 000 Monaco, enregistré au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341, agrément : EC/2012-08 ;
- **en Suisse** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Brochure est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Brochure ;
- **dans la Région administrative spéciale de Hong Kong** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571)(SFO) ;
- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, 068912 Singapour. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux investisseurs qualifiés, investisseurs institutionnels ou investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour 2001. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **aux 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 - JAE, 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 1<sup>st</sup> Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 5<sup>th</sup> Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Emirats arabes unis (EAU) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des EAU Conformément aux règles et réglementations applicables aux EAU, le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des EAU ou par une autre autorité réglementaire des EAU ;
- **autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette Brochure. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

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

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

Crédits photos: Getty Images.

Achévé de rédiger le 23.03.2023.



