



CIO PERSPECTIVES

Alexandre Drabowicz - Chief Investment Officer

22 février 2024

No time to land

L'économie américaine continue de surprendre les attentes à la hausse portée par un consommateur à toute épreuve. Une dynamique qui nous amène à être plus confiants sur la croissance américaine en 2024 que nous avons révisée à la hausse de 1,4 % à 2,3 % en moyenne annuelle. Une croissance robuste qui devrait s'accompagner d'une poursuite du mouvement de désinflation permettant à la Réserve fédérale (Fed) de commencer à ajuster le caractère restrictif de sa politique monétaire au cours du deuxième trimestre 2024. Un scénario optimiste qui met cependant en exergue les risques existants sur une possible ré-accelération de l'économie américaine et de l'inflation. Dans ce contexte, nous demeurons positifs sur les actions américaines mais gardons une certaine prudence sur la partie longue de la courbe des taux.

Plus d'optimisme pour la croissance américaine

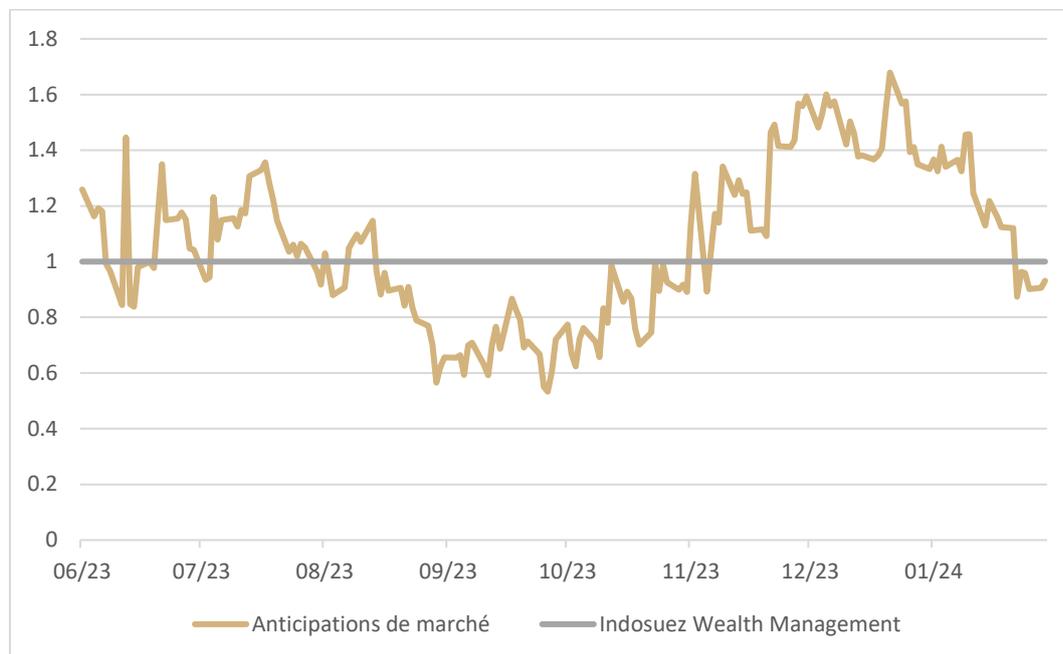
L'économie américaine aura terminé l'année en trombes, surpassant toutes les attentes avec une croissance du PIB de près de 4 % (annualisé) au deuxième semestre 2023. Dans le même temps, cette robustesse n'a pas empêché le mouvement de désinflation de se poursuivre avec un Core PCE trônant à 1,9 % sur six mois annualisés en décembre 2023. Derrière cette résilience, une dynamique de la consommation qui ne cesse de surprendre, ayant accéléré de 3 % (annualisé) sur la deuxième partie de l'année. Et pour cause, le consommateur américain a bénéficié depuis 2019 d'une importante amélioration de son pouvoir d'achat et de son patrimoine net sous l'impulsion d'effets de richesse significatifs sur les marchés financiers et l'immobilier. Parallèlement, le marché de l'emploi demeure extrêmement solide et les conditions financières n'ont jamais été aussi souples depuis la mi-2022. Depuis plusieurs mois, nous anticipons un atterrissage en douceur sans récession de l'économie américaine en 2024, les récentes dynamiques de croissance, notamment du point de vue de la consommation, nous amènent à adopter une vue encore plus positive sur les perspectives de l'économie américaine et réviser nos anticipations de croissance à 2,3 % en moyenne annuelle pour 2024, au-delà des 1,4 % que nous anticipions auparavant. Une anticipation solide qui reflète également un acquis de croissance important pour 2024 : une croissance nulle du PIB américain lors des quatre prochains trimestres verrait quand même la moyenne annuelle se porter à 1,3 % en 2024. Dans ce contexte, nous demeurons confiants dans la capacité de l'économie américaine à poursuivre la dynamique de 2023 combinant une croissance résiliente et une poursuite du mouvement de désinflation que nous voyons rester au-dessus de la cible de la Fed en moyenne annuelle à 2,6 % en 2024 et 2,4 % en 2025 sur l'inflation totale. Une désinflation que la Fed devrait accompagner à partir du deuxième trimestre 2024 afin de ne pas accroître le caractère restrictif de sa politique monétaire en raison de taux corrigés de l'inflation qui en deviendraient mécaniquement plus élevés, justifiant ainsi d'un scénario de 100 points de base de baisses de taux en 2024.

Le retour du « Good news is good news »

Nous évoquons dans notre [Monthly House View](#) de février (Un scénario (presque) parfait ?) nos craintes concernant des marchés financiers valorisés à la perfection autour d'un scénario combinant une croissance résiliente, une désinflation sans accroc et des baisses de taux agressives de la Fed dès mars 2024 avec près de 170 points de base (pb) de baisses anticipées par le marché en 2024.

Les données de janvier sur l'inflation et l'emploi, toutes sorties largement au-dessus des attentes (CPI, PPI, Non-Farm Payrolls, ISM Services Prices Paid) même si en partie portées par des effets saisonniers, ont rappelé que le dernier pas vers la cible de 2 % pourrait s'avérer être le plus compliqué. Résultat, les marchés ont repoussé leurs anticipations de première baisse de taux à juin 2024 et n'anticipent désormais plus que 90 pb de baisses en 2024, s'alignant ainsi sur notre scénario (graphique 1).

Graphique 1 : Baisses de taux anticipées par les marchés d'ici décembre 2024, points de %

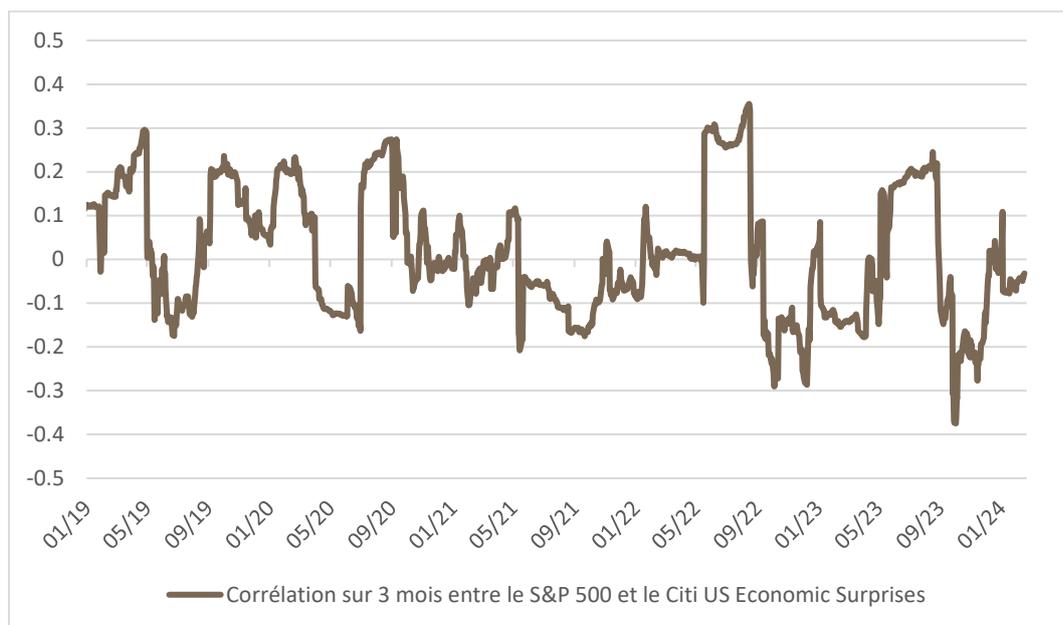


Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Cependant, alors que les anticipations de désinflation et de baisses de taux agressives avaient porté le rallye de fin d'année sur les actions américaines, le *repricing* de ces anticipations observé depuis le début de l'année n'a pas eu l'effet inverse : le S&P 500 continue d'enchaîner les plus hauts historiques, soutenu par des données macroéconomiques positives, l'Intelligence Artificielle (IA) et la bonne saison des résultats. Le marché actions américain continue de défier la gravité alors que les indicateurs de sentiment et de positionnement apparaissent globalement historiquement tendus même si ce sentiment pro-risque des investisseurs n'est pas tout à fait généralisé comme en témoignent des flux encore importants vers des actifs sûrs tels que l'obligataire et le monétaire.

Cette divergence entre la performance actions et obligations symbolise également des marchés financiers actions qui, portés par le mouvement de désinflation observé en 2023 et le pivot de la Fed en décembre dernier, demeurent désormais plus confortables sur les perspectives d'inflation (historiquement, la corrélation entre actions et obligations tend à être négative lorsque l'inflation se situe en-deçà de 3 %) et ont détourné leur focus de l'inflation vers la croissance. Un régime de « *Good news is good news* » où les bonnes nouvelles macroéconomiques sont d'abord vues sous le spectre d'une croissance positive plutôt que d'un possible moteur de risque inflationniste impliquant une Fed plus restrictive (graphique 2).

Graphique 2 : Corrélation entre le S&P 500 et les indices de surprises économiques américaines



Sources : Bloomberg, Citi, Indosuez Wealth Management.

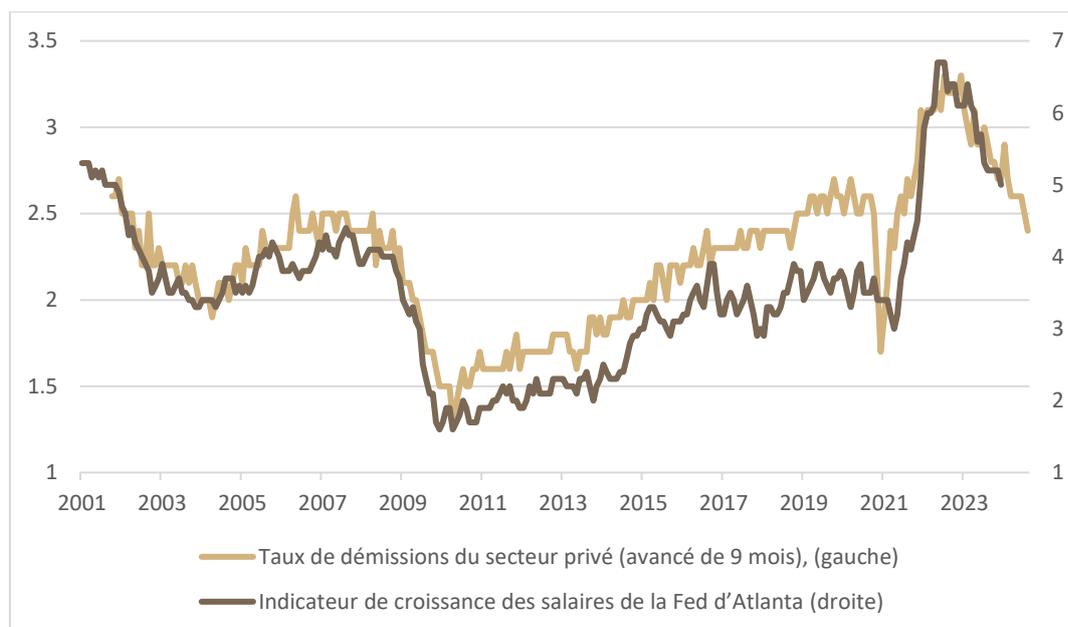
Même si le risque de ré-accélération plane

Nous pensons que la désinflation devrait se poursuivre pour trôner à des niveaux entre 2 % et 3 % plus confortables pour les marchés et justifier près de 100 pb de baisses de taux de la Fed au deuxième trimestre 2024. Un scénario positif pour une normalisation de la corrélation traditionnellement négative entre actions et obligations. Cependant, il apparaît évident que dans un contexte combinant une croissance américaine robuste, une inflation des services rigide qui s'élevait encore à 5,4 % en glissement annuel en janvier 2024 et un marché de l'emploi qui demeure encore historiquement tendu, l'un des risques majeurs pour notre scénario et pour les marchés réside dans une ré-accélération de l'économie américaine et notamment de l'inflation. Un risque qui semble pour l'heure encore quelque peu sous-estimé alors que de plus en plus d'économistes gagnent en optimisme sur la croissance américaine et enlèvent la récession de leur scénario central. À ce titre, les surprises à la hausse sur les créations d'emplois, l'inflation et les salaires en janvier 2024 pointent vers le risque d'une inflation plus rigide et un retour du focus des marchés sur l'inflation qui verrait renaître la prévalence d'un régime de « *Goods news is Bad news* » : un scénario hostile au traditionnel portefeuille 60/40 (60 % actions et 40 % obligations).

Nous gardons le cap sur la désinflation

Cependant, nous continuons de penser que l'inflation américaine devrait poursuivre sa décélération en 2024 notamment sur la partie services qui demeure supportée par une composante logement (dont le poids représente 1/3 du CPI) qui devrait soutenir une partie de la désinflation, celle-ci étant retardée de près d'un an sur les prix des loyers américains qui ont fortement baissé depuis le pic atteint en 2022. L'autre point clé de l'inflation des services réside dans la dynamique des salaires qui enregistrent encore une croissance de près de 5 % (en glissement annuel, Atlanta Fed Wage Tracker), un niveau encore bien supérieur aux 3,5 % considérés par Jerome Powell comme un niveau d'équilibre pour maintenir l'inflation américaine dans la cible de 2 %. Au-delà des effets saisonniers qui ont supporté l'indice de créations d'emplois en janvier, nous nous attendons à une poursuite de la décélération du marché de l'emploi observée depuis plusieurs mois. Un rééquilibrage reflété notamment dans la tendance baissière du taux de démission aux États-Unis, symbole de l'affaiblissement du pouvoir de négociation des salariés depuis 2022 (graphique 3), et qui devrait permettre d'atténuer la pression sur les salaires qui demeurent par ailleurs une fonction de l'inflation réalisée et anticipée qui ont fortement décéléré lors des derniers trimestres.

Graphique 3 : La baisse du taux de démission aux États-Unis signale une continuation de la décélération des salaires, %

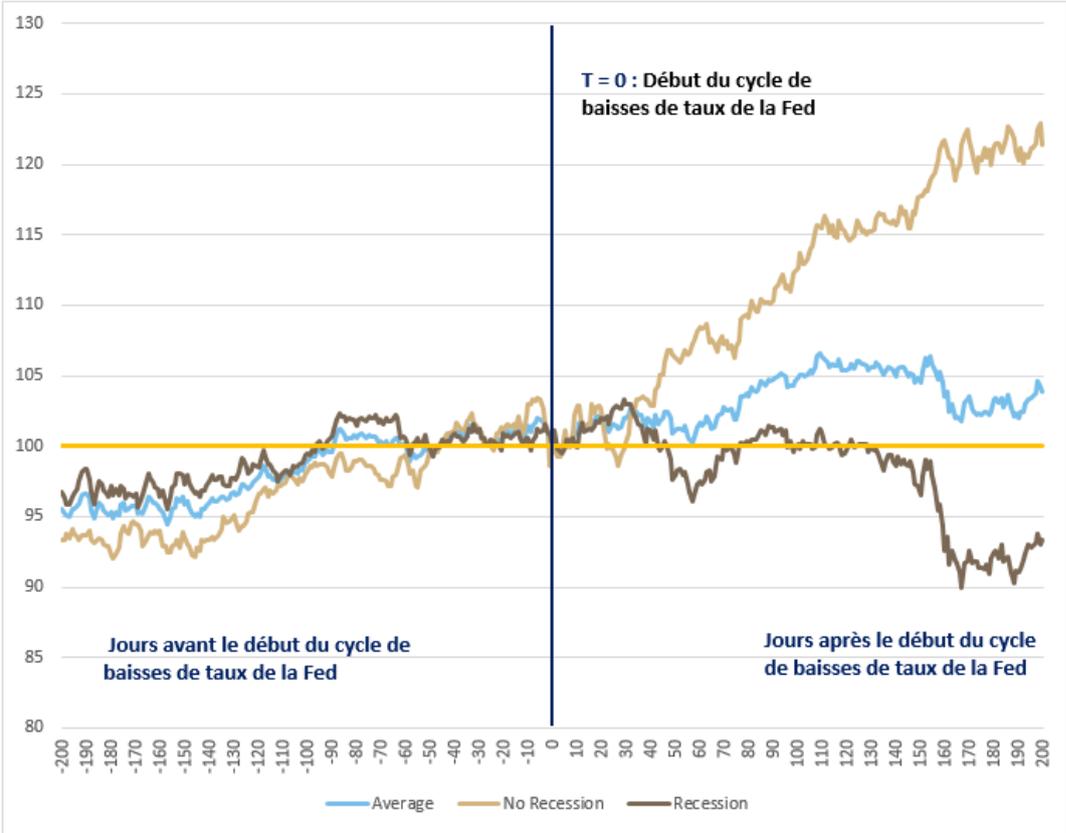


Sources : Reuters, Indosuez Wealth Management.

Implications

Au regard de notre scénario d'une croissance américaine robuste, d'une continuation de la désinflation dans un régime d'inflation élevée ([Global Outlook 2024 : À la recherche d'un nouveau régime d'inflation](#)) et d'un début du cycle de baisses de taux de la Fed au deuxième trimestre 2024, nous demeurons stratégiquement positifs sur les actions américaines (graphique 4) qui sont par ailleurs les plus à même de bénéficier de la diffusion de l'IA. Les indicateurs techniques et de positionnement des investisseurs nous incitant néanmoins à temporiser tout renforcement de nos expositions à ce stade. Côté obligataire, même si nous demeurons plus confortables avec les anticipations de baisses de taux des marchés qui se sont alignées ces dernières semaines sur notre scénario, nous restons prudents sur la partie longue de la courbe des taux américains pour des raisons liées au déficit budgétaire, à une possible reconstitution de la prime de terme tandis que la volatilité sur ce segment demeure historiquement élevée. Enfin, nous demeurons tactiquement positifs sur le dollar qui devrait continuer à profiter de la surperformance de l'économie américaine et qui reste un actif attractif à détenir pour se protéger contre le risque d'une nouvelle accélération de l'inflation. À plus long terme, nous pensons cependant que le dollar devrait céder du terrain, notamment lors de l'amorçage du cycle de baisses de taux de la Fed, qui devrait soutenir le sentiment pro-risque et ainsi supporter les devises plus cycliques.

Graphique 4 : Le S&P 500 tend à performer lorsque la Fed baisse ses taux en l'absence de récession, base 100 (T = 0 : Début du cycle de baisse de taux de la Fed, 1980-2019)



Sources : Reuters, Indosuez Wealth Management.

Alexandre DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Lucas MERIC
Investment Strategist

AVERTISSEMENT

Ce document intitulé « CIO Perspectives » (la « Publication ») est publié exclusivement à titre de communication marketing.

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

Les informations publiées dans la Publication 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 Publication n'est pas pensée pour, ou destinée à des personnes d'un pays en particulier.

La Publication 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 d'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 futures.

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 en investissement 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 (directes et indirectes) et/ou entités consolidées menant la même activité, à savoir CA Indosuez, CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, leurs filiales (directes et indirectes), succursales et bureaux de représentation respectifs, quel que soit leur lieu d'implantation, exercent leurs activités sous la marque unique Indosuez Wealth Management. Ces sociétés sont désignées 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 Publication, 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 Publication, 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 Publication 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 Publication à la disposition de ses clients conformément aux réglementations applicables :

- **en France** : la présente Publication 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 Publication 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 Publication 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 (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 Publication 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 Publication est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, Milan, Italie, inscrite au Registre des Banques no. 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 Publication peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- **à Monaco** : la Publication est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1er - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341, agrément : EC/2012-08 ;
- **en Suisse** : la Publication 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 Publication 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 Publication ;
- **dans la RAS de Hong Kong** : la Publication est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, Suite 2918, Pacific Place, 88 Queensway. Aucune information contenue dans la Publication ne constitue une recommandation d'investissement. La Publication 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 Publication 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). La Publication est susceptible d'être distribuée exclusivement à des Investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme)(Cap. 571D) ;
- **à Singapour** : la Publication est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. À Singapour, la Publication est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No.FAA-G07 des Autorités monétaires de Singapour, ou Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour, chapitre 289. Pour toute question concernant la Publication, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **au DIFC** : la Publication 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 Publication est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, 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 Publication 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 publication. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

La Publication 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.

Crédit photos: iStock.