

# GLOBAL OUTLOOK 2024



À LA RECHERCHE  
D'UN NOUVEAU  
RÉGIME D'INFLATION

- À la recherche d'un nouveau régime d'inflation

Global Outlook 2024

## • Table des matières

01•	Éditorial À LA RECHERCHE D'UN NOUVEAU RÉGIME D'INFLATION	4
02•	Messages clés	6
03•	Focus L'INFLATION ET LES INVESTISSEURS À LONG TERME	10 11
	Obligations 2024 : L'ANNÉE DES OBLIGATIONS, CETTE FOIS-CI SERA LA BONNE	14
	Actions UN NOUVEAU CYCLE D'OPPORTUNITÉS	17
	Devises LE DOLLAR CONFRONTÉ À DE MULTIPLES DÉFIS	20
	Finance Durable GREENFLATION ET OPPORTUNITÉS	22
	Private Markets LES PRIVATE MARKETS ABORDENT-ILS UN NOUVEAU CYCLE ?	25
04•	Contexte macroéconomique EN CHEMIN VERS L'ÉQUILIBRE	28
05•	Allocation d'actifs ALLOCATION 2024 : NAVIGUER DANS DES MERS PLUS CALMES	32
06•	Présence internationale	36
07•	Glossaire	38
	Avertissement	40



# 01 | Éditorial



Alexandre DRABOWICZ  
Chief Investment Officer

## À LA RECHERCHE D'UN NOUVEAU RÉGIME D'INFLATION

Chère lectrice, cher lecteur,

Alors que 2022 avait été une année de chocs sur l'inflation et les taux d'intérêt des banques centrales, 2023 a été marquée par un choc sur les obligations, associé à une résilience inattendue de l'économie américaine. Une récession aux États-Unis semblait inévitable, la Réserve fédérale (Fed) ayant mis en place le cycle de resserrement le plus rapide en quarante ans. Mais la progression du PIB américain en 2023, encore anticipée à 0,3 % en janvier, devrait finalement s'établir à 2,3 %. Nous n'avons jamais basculé dans le pessimisme, nos prévisions passant d'une légère contraction à une stabilisation de la croissance à 1,2 % en 2024. De fait, grâce à l'épargne accumulée, à une croissance des salaires supérieure à l'inflation et à un marché de l'emploi très favorable, la consommation a fait preuve de résistance tout au long de l'année.

### VERS UN NOUVEL ÉQUILIBRE

L'ère de faible inflation, de taux d'intérêt bas – voire négatifs – et de politique monétaire prévisible qui s'est ouverte après la grande crise financière de 2008 semblait devoir durer éternellement. Pour citer l'économiste allemand Rüdiger Dornbusch : « En économie, les choses mettent plus de temps à se produire qu'on le pense, puis elles se déroulent plus rapidement qu'on l'imaginait ». L'ajustement brutal qui a eu lieu après la pandémie de COVID-19 a entraîné une envolée de l'inflation, poussant les banques centrales à lutter contre cette brusque transition qu'elles n'avaient pas vue venir. Leur action s'est traduite par le chiffre stupéfiant de 520 hausses de taux à travers le monde au cours des 24 derniers mois.



Pour la troisième année consécutive, la principale victime de ce mouvement est le marché obligataire. Les bons du Trésor américain, notamment à long terme, sont devenus des actifs risqués dont les couples rendement/risque évoquent ceux des actions. À titre d'exemple, l'instrument financier TLT – qui réplique les bons du Trésor à 20 ans – a perdu plus de la moitié de sa valeur depuis 2020. Une obligation d'État émise en 2020 par l'Autriche, d'une durée de 100 ans et assortie d'un coupon de 0,75 %, a perdu jusqu'à 70 % de sa valeur en 2023.

En vérité, il s'agit là d'une formidable opportunité d'investissement, les obligations offrant les rendements attrayants que le marché recherche. Les investisseurs ont injecté des sommes considérables pour tirer parti de cette situation : le TLT susmentionné a vu ses actifs doubler au cours de la période. Dans ce contexte, on observe que les échéances moyennes (autour de cinq ans) conjuguent rendements intéressants et moindre volatilité des prix.

### UN COÛT DE 1 000 MILLIARDS

En 2024, l'énorme montant de la dette publique sera au centre de l'attention. À l'heure où nous écrivons ces lignes, l'endettement des États-Unis est proche des 34 000 milliards de dollars, ce qui implique un coût de 1 000 milliards de dollars par an, soit 14 % du budget fédéral<sup>1</sup> – une situation intenable. Les taux d'intérêt devront trouver un plafond, ce qui est peut-être déjà le cas. Tandis que les investisseurs en actions bénéficient d'une forme de protection par le biais du fameux « put de la Fed », un mécanisme équivalent pourrait voir le jour sur le marché obligataire. Qu'il s'agisse d'assouplissement quantitatif (QE), de contrôle de la courbe des taux (Yield Curve Control, YCC) comme au Japon, d'intervention d'urgence comme en Angleterre en 2022, les banques centrales ne manquent pas d'imagination, surtout lorsqu'il s'agit de stabiliser les marchés financiers.

Le processus de désinflation est en cours, mais il ne sera pas linéaire. Le retour à une inflation faible n'est ni envisageable ni acceptable, et une certaine dose d'inflation est même tout à fait souhaitable. Mais c'est une vérité qui dérange et que les banquiers centraux n'oseront jamais affirmer officiellement.

Selon le stratégeste Russell Nappier, « viser une croissance nominale du PIB plus élevée par le biais d'une inflation structurelle plus importante constitue un moyen éprouvé d'abaisser les niveaux d'endettement ». Autrement dit, les gouvernements soucieux de réduire le ratio dette/PIB devraient maintenir un niveau de croissance nominale et d'inflation qui soit constamment un peu plus élevé que les taux d'intérêt. Depuis mi-2020, la croissance nominale du PIB américain a augmenté de 40 %. Cela explique pourquoi les actions des marchés développés, en particulier aux États-Unis, ont continué à bien se comporter : les marges résistent, les ventes des entreprises suivent l'inflation et augmentent en base nominale, ce qui offre une certaine protection contre l'inflation. En résumé, il convient de lutter contre une inflation excessive tout en évitant la stagflation et en visant un régime de reflation.

Nous analyserons ces enjeux avec nos experts dans la présente édition du Global Outlook. La compréhension et la prise en compte d'un nouveau régime d'inflation (et de croissance) devraient remodeler l'allocation d'actifs stratégique, actions et obligations trouvant un meilleur équilibre après des années de taux nuls.

Je terminerai en évoquant les questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG). La transition énergétique est désormais incontournable, car « il est presque certain que 2023 sera l'année la plus chaude jamais enregistrée »<sup>2</sup>. La finance durable est cependant attaquée pour ses performances, de nombreuses solutions durables s'étant avérées décevantes. En conséquence, le dénigrement des approches ESG fait florès. Nous ne comptons pas basculer dans le pessimisme pour autant. Le coût de l'inaction climatique serait deux fois plus élevé que les investissements nécessaires pour assurer la transition vers la neutralité carbone d'ici 2050. L'opportunité d'investissement est dès lors plus convaincante que jamais.

J'espère que vous apprécierez la lecture de cette édition spéciale.

1- Understanding the National Debt | US Treasury Fiscal Data : <https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/national-debt/>

2- Copernicus: October 2023 - Exceptional temperature anomalies; 2023 virtually certain to be warmest year on record : <https://climate.copernicus.eu/copernicus-october-2023-exceptional-temperature-anomalies-2023-virtually-certain-be-warmest-year>



# 02 | Messages clés



**Delphine DI PIZIO TIGER**  
Global Head of Asset Management

## FOCUS

### À la recherche d'un nouveau régime d'inflation

- Régime d'inflation plus élevée. La baisse de l'inflation se confirme, mais les facteurs de l'offre et de la demande suggèrent des niveaux structurels plus élevés que par le passé et l'inflation pourrait rester supérieure aux objectifs des banques centrales. La *greenflation* exerce une pression à la hausse sur l'inflation globale, contrebalancée par le recours croissant à l'intelligence artificielle (IA), qui contribue à l'amélioration de la productivité et donc à la baisse des prix.
- Les obligations sont de retour. Les obligations redeviennent une classe d'actifs offrant un rendement non seulement positif, mais aussi potentiellement supérieur à l'inflation. Les marchés de crédit recèlent de la valeur, en particulier dans la catégorie *investment grade*. Avec un rendement réel de 2 %, les obligations indexées sur l'inflation offrent un portage intéressant, ainsi qu'une couverture contre une envolée de l'inflation ou une croissance décevante.
- Du côté des actions, les bénéfiques peuvent encore progresser grâce à la résistance des marges dans un monde de croissance nominale.

## OBLIGATIONS

### Cette fois-ci sera la bonne

- Tandis que la Réserve fédérale (Fed) devrait maintenir des taux réels positifs, le reflux continu de l'inflation sous-jacente permettra la baisse des taux courts. Comme il est peu probable que la Fed conserve des taux directeurs réels supérieurs à 2 %, nous anticipons trois ou quatre baisses de taux en 2024.
- La Banque centrale européenne (BCE) est confrontée à un dilemme : l'inflation décélère, mais reste supérieure à l'objectif de 2 %, alors que la croissance demeure atone et que certains pays sont proches de la récession. Le cycle de hausse des taux a atteint son pic et la normalisation pourrait commencer courant 2024, mais à un rythme plus lent qu'aux États-Unis.

- La viabilité de la dette publique américaine deviendra un sujet brûlant en 2024. En ce qui concerne les charges d'intérêt, les deux tiers des besoins de refinancement de 2024 sont sous forme de bons du Trésor à court terme, sur lesquels l'État fédéral paie un taux d'intérêt d'environ 5,4 %.
- Le segment *investment grade* possède de nombreux atouts. Nous sommes optimistes vis-à-vis des émetteurs de haute qualité, alors que la hausse des taux incite les investisseurs à revenir sur les obligations.

## ACTIONS

### Un nouveau cycle d'opportunités

- Nous restons positifs à l'égard des actions pour 2024.
- Trois thèmes clés : l'IA, la transition énergétique et la démondialisation. L'IA restera une méga tendance emmenée par les « 7 Fantastiques » et leur résistance à la hausse des taux, leurs importantes réserves de trésorerie et leurs investissements lourds dans la recherche et le développement (R&D). Une éventuelle baisse des taux d'intérêt serait l'occasion d'accroître l'exposition à la thématique de la transition verte. L'industrie et le secteur manufacturier pourraient bénéficier de la démondialisation.
- La domination des États-Unis devrait se poursuivre. Les acteurs clés de l'IA et plus largement les entreprises du segment Croissance sont principalement aux États-Unis, ce qui devrait continuer à soutenir la croissance des bénéfiques au cours des prochaines années. La zone euro, qui abrite de nombreuses entreprises du segment *Value*, pourrait tirer parti d'un rebond de l'activité mondiale. Préférence pour une approche plus large sur les marchés émergents, en ciblant notamment l'Asie hors Chine en 2024.





## DEVICES

### Le roi dollar risque de plier, mais ne rompra pas

- Une légère dépréciation. Nous prévoyons une légère dépréciation du dollar en 2024, car la baisse des taux de la Fed et la faiblesse de l'économie mondiale sont susceptibles de favoriser les devises à bêta élevé.
- L'euro pourrait reprendre des couleurs. L'appétit pour l'euro se renforcera si la région parvient à éviter la récession.
- Acheter l'or en cas de baisse. L'environnement inflationniste et la hausse des taux réels pénalisent sévèrement l'or, mais le métal jaune reste soutenu par la normalisation de la Fed et la demande des banques centrales.
- Aucun changement majeur attendu pour le yen. La Banque du Japon ajustera sa politique monétaire très progressivement.

## FINANCE DURABLE

### L'inaction n'est pas une option

- *Greenflation*. La transition énergétique nécessite des investissements massifs dans les nouvelles technologies et infrastructures, ce qui pourrait entraîner une « inflation verte » à court terme.
- L'inaction n'est pas une option. À l'horizon 2070, le coût de l'inaction climatique serait deux fois plus élevé que les investissements nécessaires pour assurer la transition vers la neutralité carbone d'ici 2050.
- Les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) offriront des opportunités

en 2024. Après une année difficile pour le secteur de la transition énergétique, les turbulences commencent à s'estomper. Les investisseurs ont commencé à intégrer l'impact de la hausse des taux. Les valorisations sont de nouveau attractives et offrent des opportunités d'investissement dans des domaines tels que les transports propres, les énergies renouvelables et les technologies environnementales.

## PRIVATE MARKETS

### Le début d'un nouveau cycle

- Tous les gérants ne se valent pas. Le nouvel environnement d'inflation et de taux plus élevés devrait souligner la différenciation entre les gérants d'investissement, en distinguant ceux qui sont à même de générer de la valeur via des améliorations opérationnelles plutôt qu'à travers des stratégies d'ingénierie financière.
- 2024 : un nouvel univers d'opportunités. Les fonds de Private Equity bénéficieront de prix d'entrée attractifs dans ce qui sera, selon nous, un marché d'acheteurs. L'important réservoir de petites et moyennes entreprises continuera de constituer un segment très intéressant. Les stratégies de crédit *distressed* et de capital structuré seront privilégiées pour prendre position sur le marché du crédit privé, qui devrait bénéficier de l'environnement actuel.
- Forte d'une vision à long terme qui échappe à la volatilité des marchés publics, la classe d'actifs dispose des outils nécessaires pour continuer à générer de la surperformance.





## CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

### En chemin vers l'équilibre

- Atterrissage en douceur en 2024. Nous prévoyons que les États-Unis et la zone euro connaîtront une croissance inférieure à leur potentiel, mais éviteront la récession. Le processus de désinflation devrait se poursuivre, ramenant l'inflation juste au-dessus des objectifs des banques centrales en fin d'année. Les économies développées bénéficieront d'une amélioration continue des revenus réels des ménages.
- L'Asie, moteur de la croissance mondiale. Le ralentissement du marché immobilier assombrit toujours les perspectives économiques de la Chine, dont la croissance devrait rester inférieure à ses normes historiques. L'Inde bénéficiera d'une démographie positive, d'une solide dynamique de réformes et d'une moindre sensibilité aux chocs extérieurs. Profitant du rétablissement du cycle manufacturier mondial et de la poursuite de la normalisation du tourisme, les petites économies asiatiques pourraient se redresser en 2024.
- Risques à surveiller. Un monde de plus en plus polarisé et soumis à de multiples tensions géopolitiques présente des risques, en particulier sur le front de l'énergie. Ces risques pourraient être exacerbés par l'éventuel retour au pouvoir de Donald Trump après les élections présidentielles aux États-Unis. La viabilité de la dette publique sera également au centre de l'attention, notamment en Europe.

## ALLOCATION 2024

### Naviguer dans des eaux plus calmes

- Approche plus optimiste vis-à-vis des actions. Un profil de croissance/inflation plus robuste qu'au cours de la dernière décennie sera favorable aux bénéfices des entreprises. Nous maintenons notre préférence pour les actions américaines. Malgré des valorisations attrayantes, nous restons prudents à l'égard des actions de la zone euro. Nous réduisons notre degré de conviction concernant la Chine en cette fin d'année 2023 et visons une exposition plus large aux marchés émergents.
- Opportunités sur les marchés émergents. Grâce à une croissance supérieure à celle des économies développées, les marchés émergents de dette et d'actions ont des atouts, mais une approche diversifiée s'impose, car l'évaluation de la prime de risque spécifique à chaque pays devient plus difficile.
- Capturer le rendement. La remontée des taux longs observée ces deux dernières années offre des points d'entrée attrayants. Nous privilégions les dettes souveraines à court terme, qui doivent être associées à des obligations d'entreprises de qualité.
- Le rendement est à nouveau un facteur de performance positif. Les liquidités ne constituent pas une alternative intéressante, car elles sont moins performantes, dans la durée, que les obligations à court terme.



# 03 | Focus



**Nicolas MOUGEOT**  
Head of Investment Strategy  
& Sustainability



**Yasser TALBI**  
Fixed Income  
Portfolio Manager

L'inflation a remodelé non seulement l'économie, mais aussi le paysage de l'investissement. Nicolas Mougeot et Yasser Talbi analysent la possibilité que l'inflation s'installe durablement, les mesures que pourraient prendre les banques centrales et la manière dont celles-ci affecteraient les choix d'investissement à long terme.

### LES DEUX DERNIÈRES ANNÉES ONT ÉTÉ MARQUÉES PAR UNE HAUSSE DE L'INFLATION. S'AGIT-IL D'UN PHÉNOMÈNE TRANSITOIRE ?

**Yasser Talbi** : Depuis la pandémie, les problèmes de la chaîne logistique et les dépenses budgétaires associées à une politique monétaire d'abord accommodante, puis moins restrictive qu'il y paraît malgré des taux directeurs plus élevés, ont contribué à alimenter la dynamique de l'inflation. Même après la normalisation de la chaîne logistique, les efforts de relance ont favorisé les dépenses nominales et donc la croissance nominale. Une économie moins sensible aux taux d'intérêt a ainsi atténué une partie des efforts déployés par la banque centrale pour freiner la demande. Cette situation particulière a créé un choc de richesse positif, qui continue à soutenir la consommation aux États-Unis (graphique 1).

La croissance des salaires a également joué un rôle dans cette dynamique. Selon l'indicateur de la Réserve fédérale d'Atlanta, elle demeure proche de 5 %.

Même si on observe des signes de normalisation du marché du travail américain, les employés de certains secteurs parviennent, en ayant recours aux grèves, à obtenir de nouvelles augmentations de salaire.

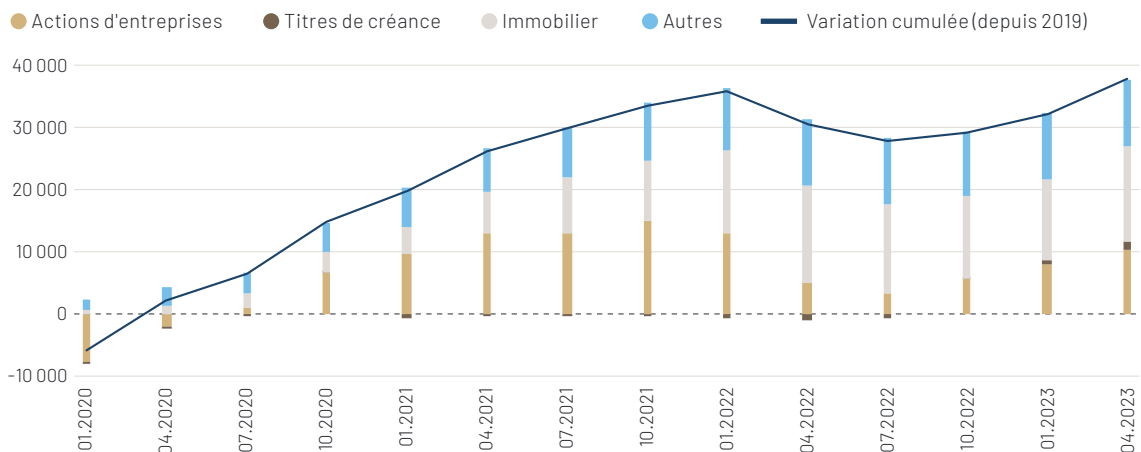
À long terme, les facteurs influençant l'offre et la demande suggèrent que l'inflation restera supérieure aux objectifs des banques centrales et sera plus volatile que par le passé. La dynamique de désinflation actuelle nous rapprochera de l'objectif en 2024. L'inflation pourra-t-elle se maintenir à ces niveaux ?

**Nicolas Mougeot** : Nous devons également tenir compte des forces de long terme qui affectent les prix, telles que la démondialisation, la *greenflation* (inflation verte)<sup>3</sup> et l'innovation. En premier lieu, la mondialisation des échanges s'est accrue depuis le cycle d'Uruguay, qui a conduit à la création de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) en 1994. Elle a assurément aidé les entreprises des pays développés à baisser leurs prix, en délocalisant la fabrication des biens dans les pays en développement.



**5 % :**  
**LA CROISSANCE**  
**DES SALAIRES**  
reste élevée  
aux États-Unis

GRAPHIQUE 1 : VARIATION TRIMESTRIELLE CUMULÉE DU PATRIMOINE NET DES MÉNAGES, MILLIARDS USD



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

3 - Désigne une hausse des prix des matières premières et de l'énergie causée par la transition verte.



Mais le thème de la « relocalisation » est apparu en 2020, la pandémie de COVID-19 ayant mis en évidence les limites d'une économie mondialisée. Toutefois, il est trop tôt pour affirmer que la démondialisation est en route : les échanges sino-américains stagnent, mais les exportations de l'Inde vers les États-Unis ont connu une forte progression après la pandémie de COVID-19. Si le monde qui se profile se révèle plus multipolaire que marqué par la relocalisation, cela pourrait limiter les pressions inflationnistes à long terme qu'entraînerait un recul des échanges internationaux.

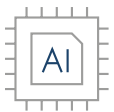
Deuxièmement, comme discuté dans la section « [Greenflation et opportunités](#) » (page 22), la transition énergétique pourrait temporairement entraîner une hausse des prix de l'énergie, le monde étant contraint de gérer le passage des énergies fossiles aux énergies renouvelables. Toutefois, cette « inflation verte » pourrait être tempérée par un troisième facteur déflationniste essentiel : l'innovation. Les innovations majeures ont toujours entraîné une hausse de la productivité, et donc une baisse des prix. L'année 2023 a été marquée par l'essor de l'intelligence artificielle (IA), ChatGPT ayant démontré la puissance de l'IA et le rôle qu'elle pouvait jouer dans l'amélioration de la productivité à de nombreux niveaux. Historiquement, il a cependant fallu des années avant que les innovations importantes fassent sentir leurs effets, qu'il s'agisse des voitures, des téléphones ou des ordinateurs au 20<sup>e</sup> siècle. L'IA aura-t-elle un impact plus rapidement ? Ce n'est pas impossible, car son adoption est bien plus rapide que celle de toute autre nouvelle technologie dans le passé, et certains experts prédisent qu'elle pourrait ajouter 15 000 milliards de dollars au PIB mondial d'ici à 2030.

### QUELLES SONT LES CONSÉQUENCES POUR LES INVESTISSEURS ?

**NM** : Malgré les piètres performances enregistrées en 2022, les actions ont jusqu'à présent relativement bien résisté à l'inflation. C'est en partie parce que les bénéfices sont exprimés en termes nominaux, de sorte que les entreprises peuvent ajuster la rémunération des actionnaires (dividendes et rachat d'actions) à la hausse lorsque l'inflation augmente. Cela reste vrai tant que l'inflation ne s'emballle pas : PDG et investisseurs préfèrent les flux de trésorerie prévisibles, mais l'incertitude s'accroît quand l'inflation augmente et devient plus volatile.

**YT** : En ce qui concerne le marché obligataire, l'ajustement des prix observé au second semestre 2023, en particulier sur les échéances longues, a permis de reconstituer la prime de risque de la classe d'actifs – la « prime de terme ». Cette fois-ci, l'inflation n'a pas été le facteur déterminant. Les émissions régulières de dette à long terme du Trésor américain maintiendront probablement cette prime à un niveau plus élevé qu'au cours de la dernière décennie, ce qui impactera les primes de risque des autres marchés.

Une croissance nominale plus solide, des déficits accrus et la dynamique de désinflation ont contribué à la hausse des taux réels aux États-Unis. Les rendements réels sont les rendements des obligations indexées sur l'inflation. Leur performance se compose de l'inflation cumulée, du paiement des coupons et de la variation du rendement réel si le titre n'est pas détenu jusqu'à l'échéance. Ces obligations ont souffert en raison de leur durée, mais nous estimons qu'un rendement réel supérieur à 2 % offre aux investisseurs à moyen terme un rendement attrayant, un portage intéressant et une protection en cas de déception sur le front de la croissance ou d'inflation plus élevée qu'anticipé.



L'IA pourrait-elle être le  
**FACTEUR X**  
de l'inflation ?





## LA HAUSSE DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES

implique une  
**MEILLEURE PERFORMANCE**  
attendue pour  
les portefeuilles  
équilibrés

Au sein des marchés obligataires, le segment du crédit recèle également de la valeur. Même si les *spreads* ont déjà été plus larges, le segment *investment grade* fournit une meilleure protection que les obligations d'État, une volatilité moindre et d'une corrélation plus faible avec les actions.

**NM** : La hausse de l'inflation pourrait toutefois modifier l'allocation stratégique d'actifs. Pendant des années, de nombreux investisseurs ont surpondéré les actifs risqués, car cela constituait l'unique moyen d'obtenir un rendement positif dans un environnement caractérisé par des taux d'intérêt nuls. Le fait que les liquidités et les obligations redeviennent une classe d'actifs offrant un rendement positif, mais aussi potentiellement supérieur à l'inflation, pourrait modifier durablement les allocations à long terme des investisseurs. Comme le montre le graphique 2, la hausse des rendements obligataires a renforcé de près de 2 % la performance annuelle attendue d'un portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations américaines. Les investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension et les compagnies d'assurance devraient dès lors revenir sur les obligations.

Autre facteur en faveur des obligations : elles devraient retrouver le rôle de macro-couverture qu'elles avaient perdu ces dernières années. Il est vrai que la hausse de l'inflation a entraîné une baisse des prix des obligations et des actions.

Mais aux niveaux de rendement actuels, les obligations offrent une couverture solide contre un ralentissement économique ou une récession qui contraindrait les banques centrales à abaisser leurs taux directeurs.

## LA GESTION ALTERNATIVE JOUERA-T-ELLE ENCORE UN RÔLE DANS L'ALLOCATION D'ACTIFS ?

**NM** : En résumé, la réponse est oui. Les investissements alternatifs, qu'il s'agisse de Private Equity, d'investissements dans les infrastructures ou d'immobilier, continueront d'apporter une diversification souhaitable, tout en étant impactés différemment par la hausse des taux et de l'inflation. Si la hausse des taux a aujourd'hui un impact négatif sur la valorisation de l'immobilier, les infrastructures peuvent offrir une solution attrayante aux investisseurs à la recherche d'une couverture contre l'inflation, car les flux de trésorerie associés sont généralement indexés sur l'inflation. En outre, la prime de liquidité qu'offrent ces investissements alternatifs est susceptible d'augmenter, car la hausse des rendements obligataires incite certains investisseurs à privilégier à nouveau les solutions plus liquides. La patience est une vertu : il devrait donc y avoir des opportunités intéressantes dans toute la gamme des solutions alternatives pour les investisseurs qui ne sont guère pressés.

GRAPHIQUE 2 : PERFORMANCE À LONG TERME ATTENDUE D'UN PORTEFEUILLE AMÉRICAIN 60-40, %



Note : Performance attendue d'un portefeuille comportant 60 % d'actions et 40 % d'obligations américaines sur les 10 prochaines années. La performance des actions est calculée à partir du rendement des bénéfices du S&P 500 + 2 % (comme indicateur de l'inflation à long terme) et la performance des obligations est calculée à partir du rendement de l'indice Bloomberg US Corporate Total Return Value Unhedged USD.

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



## 2024 : L'ANNÉE DES OBLIGATIONS, CETTE FOIS-CI SERA LA BONNE



**Thomas GIQUEL**  
Head of Fixed Income



**Yasser TALBI**  
Fixed Income  
Portfolio Manager



**Alexander BELL**  
Fixed Income  
Portfolio Manager

Le marché obligataire s'est révélé volatil au cours d'une année 2023 marquée par la hausse des rendements et le resserrement des *spreads*. En mars, une crise bancaire a fait resurgir le spectre de l'effondrement de 2008. Parallèlement, la récession semblait inévitable aux États-Unis. Mais aucun de ces scénarios négatifs ne s'est concrétisé. À l'approche de l'année 2024, la hausse des rendements fournit une protection aux investisseurs obligataires. La baisse des taux et le niveau modéré des *spreads* permettent en outre d'espérer des performances satisfaisantes pour l'année prochaine.

### BANQUES CENTRALES

Le resserrement quantitatif (QT) est-il appelé à se prolonger aux États-Unis ? La Banque centrale européenne (BCE) peut-elle se permettre de réduire son bilan ?

La Réserve fédérale (Fed) fixe le coût de l'argent et gère une partie des liquidités du système financier. Techniquement, le rythme de réduction de son bilan (QT) prend en compte le montant des prises en pension. Or, selon une étude<sup>4</sup> publiée par la Fed de Richmond, il faudra deux ans pour normaliser le bilan de la Fed. Le resserrement quantitatif est donc là pour durer, mais la Fed dispose de nombreuses options pour assouplir les conditions financières en cas de besoin.

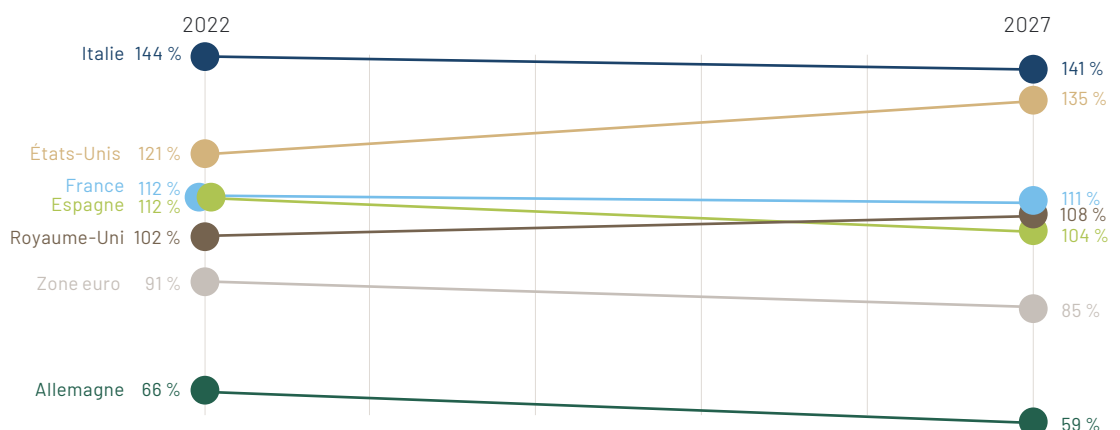
En ce qui concerne les Fed Funds, la Fed a l'intention de maintenir des taux réels positifs sur l'ensemble des échéances de la courbe des taux. Mécaniquement, toute baisse de l'inflation sous-jacente entraînera une baisse des taux à court terme, car il est peu probable que la Fed maintienne des taux directeurs réels supérieurs à 2 %.

Nous anticipons dès lors trois ou quatre baisses de taux en 2024. Cependant, seule une récession justifierait un assouplissement durable.

En Europe, la BCE est confrontée à un dilemme : l'inflation décélère, mais reste supérieure à l'objectif de 2 %, alors que la croissance demeure atone et que certains pays sont proches de la récession. Le niveau de la dette publique (graphique 3) de plusieurs pays joue également un rôle important. Nous avons tous en tête la crise des dettes souveraines survenue au début des années 2010, à l'issue de laquelle les ratios dette/PIB étaient encore inférieurs aux niveaux actuels, à l'exception de la Grèce.

Il ne fait aucun doute que la BCE souhaite éviter d'être confrontée au « risque de redénomination »<sup>5</sup>. Le seul outil dont elle dispose est son bilan, ou l'Instrument de protection de la transmission (IPT), sur lequel aucune information n'a encore été divulguée. La fenêtre permettant de réduire rapidement ses positions se referme.

### GRAPHIQUE 3 : DETTE PUBLIQUE, % DU PIB



Sources : Amundi, Indosuez Wealth Management.

4 - Fed Balance Sheet Normalization and the Minimum Level of Ample Reserves : [https://www.richmondfed.org/publications/research/economic\\_brief/2023/eb\\_23-07](https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_brief/2023/eb_23-07)

5 - La redénomination est le recalibrage de la devise d'un pays, généralement dû à l'hyperinflation et à la dévaluation monétaire, par lequel une ancienne devise est échangée contre une nouvelle à un taux fixe.





Le cycle de hausse des taux a atteint son pic et a pesé sur l'activité économique, car l'essentiel du financement se fait par le canal bancaire en Europe. La forte désinflation actuelle laisse une certaine marge de manœuvre à la BCE pour baisser ses taux en 2024, mais les écarts d'inflation entre pays, couplés à l'incertitude qui touche la fonction de réaction de la BCE, suggèrent que la première baisse des taux n'interviendra pas avant plusieurs mois. On ne peut toutefois écarter le scénario défavorable d'une baisse précoce, plus conforme au comportement historique des banques centrales !



Déficit fédéral américain attendu à **1 800 MILLIARDS DE DOLLARS** en 2024

### TAUX RÉELS : ENFIN EN HAUSSE

Ici encore, il convient de faire la distinction entre l'Europe et les États-Unis.

En Europe, la croissance anticipée est nettement inférieure à son potentiel. À cela s'ajoutent un endettement total (public et privé) élevé et un déclin démographique, de sorte que les taux réels doivent rester proches de 0 %.

Aux États-Unis, en revanche, les taux réels collent au potentiel de croissance à long terme (graphique 4). Depuis la pandémie, de nombreux acteurs estiment que le taux neutre<sup>6</sup> est plus élevé qu'au cours des 15 dernières années en raison des efforts de relance budgétaire. La trajectoire budgétaire est-elle durable ? En bref, non. Toutefois, même sans être un expert politique, il est difficile d'anticiper qu'un gouvernement réduise les dépenses réelles, en particulier pendant une année d'élection présidentielle.

Qu'en est-il de la viabilité de la dette ? Ce sera bientôt un sujet brûlant, mais l'augmentation des charges d'intérêt n'affectera pas significativement le budget, car les deux tiers des besoins de refinancement de l'année prochaine sont sous forme de bons du Trésor sur lesquels l'État fédéral paie déjà un taux d'intérêt d'environ 5,4 %.

### IMPLICATIONS EN TERMES D'INVESTISSEMENT

La courbe des taux américains est inversée depuis la mi-2022 en raison du resserrement monétaire agressif de la Fed et d'une offre de durée insuffisante, le Trésor américain ayant choisi de refinancer le déficit via l'émission de titres à plus court terme. Une normalisation constitue le scénario central pour 2024, car les taux courts bénéficieront de l'assouplissement progressif de la Fed, tandis que les taux longs sont déjà à leur juste valeur à long terme, comme indiqué ci-dessus.

Dans ce contexte, l'inversion de la courbe en l'absence de récession est le seul argument empêchant d'être pleinement investi sur le marché obligataire, en particulier sur les échéances longues. En revanche, les taux réels demeurent largement positifs et offrent un potentiel de gain en capital en cas de ralentissement économique, ce qui plaide en faveur du maintien ou de l'augmentation des investissements dans cette classe d'actifs. Les obligations américaines indexées sur l'inflation fournissent également une solution de choix pour les investisseurs à moyen terme.

GRAPHIQUE 4 : RENDEMENTS RÉELS AMÉRICAINS À 5 ANS, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

6 - Le taux neutre est le taux d'intérêt à court terme qui prévaut théoriquement dans un contexte de plein emploi et d'inflation stable - le taux auquel la politique monétaire n'est ni en contraction ni en expansion.



## CRÉDIT

2023 a été une bonne année pour le crédit, avec des performances excédentaires positives sur l'ensemble des marchés. Le crédit a même surperformé les actions sur une base ajustée du risque.

Nous abordons l'année 2024 avec un point de vue inchangé par rapport à 2023 et restons optimistes vis-à-vis des émetteurs de haute qualité, alors que la hausse des taux incite les investisseurs à revenir sur les obligations. Malgré une légère détérioration des fondamentaux et des notations, nous anticipons toujours une compression des *spreads* sur le crédit de qualité. Toutefois, cette compression sera moindre sur le marché du haut rendement, même si les cas de défaut devraient rester limités.

Le crédit *investment grade* sera recherché, tandis que la montée en puissance du refinancement de la dette pèsera sur les segments les plus faibles et les plus cycliques du marché du haut rendement. Les *spreads* pourraient s'élargir quelque peu en raison des risques de récession, mais ce mouvement sera largement compensé par un portage attrayant, la moindre volatilité des emprunts d'État et la baisse des rendements. L'offre nette sera très faible (11 milliards d'euros selon les prévisions de J.P. Morgan), car les nouveaux besoins de financement des émetteurs sont limités. Après d'excellentes performances en 2023, le haut rendement devrait rester robuste en 2024 grâce à un portage élevé, tandis que les taux de défaut demeureront contenus à l'intérieur de leur fourchette historique. Les *spreads* intégreront un risque de récession plus important, mais le faible niveau des prix limitera le risque pour les bilans bien gérés au sein de ce segment plus risqué.

Dans un contexte de hausse des rendements, la classe d'actifs fournit aux portefeuilles diversifiés un portage élevé, des performances attendues solides et des investissements décorrélés. Elle semble donc incontournable au sein d'un portefeuille global bien équilibré.

## MARCHÉS ÉMERGENTS : TOUT NE TOURNE PAS AUTOUR DE LA CHINE

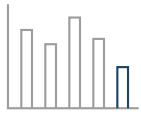
Après une décennie de résultats extrêmement décevants, on pourrait être surpris d'apprendre que la dette émergente en devise locale constitue l'un des marchés obligataires les plus performants depuis le début du cycle de resserrement monétaire de la Fed (+8,6 % depuis le 17.03.2022<sup>7</sup>). Avec des performances respectives de +28 % et +27 %, les obligations libellées en réal brésilien et en peso mexicain méritent une mention spéciale.

Cette surperformance est d'autant plus impressionnante que le rendement des bons du Trésor à 10 ans a bondi de 2,2 % à 4,6 % et que le crédit *investment grade* américain a perdu près de 10 % sur la même période.

Qu'est-ce qui a changé ? Pour faire court, disons que la crédibilité et le portage jouent un rôle essentiel. Dans le cycle actuel, la plupart des banques centrales des pays émergents ont durci leur politique monétaire bien avant leurs homologues des marchés développés pour lutter contre l'inflation. Entre 2020 et le début de l'année 2023, les taux directeurs ont été relevés de 2 % à 13,75 % au Brésil, tandis qu'ils sont passés de 4 % à 11,25 % au Mexique. Ajoutez à cela l'amélioration de la balance des paiements, plus un boom des investissements dans certaines parties de l'Amérique latine lié au mouvement de « délocalisation proche » des chaînes logistiques américaines, et vous avez la recette d'un fort rebond de la classe d'actifs.

La question clé est la suivante : cette dynamique peut-elle se poursuivre ? Nous y répondrons en brossant un tableau équilibré. D'une part, les cycles de baisses des taux sont déjà enclenchés dans de nombreuses économies émergentes et l'écart de taux d'intérêt par rapport au dollar a reflué depuis les sommets atteints ces dernières années. Les obligations asiatiques en devise locale, en particulier, offrent peu d'avantages par rapport aux marchés développés et sont clairement plus exposées au ralentissement de l'économie chinoise. En revanche, dans l'hypothèse d'une croissance nominale américaine plus élevée, certains marchés en devise locale d'Amérique latine sont dignes d'intérêt, notamment ceux dont les banques centrales orthodoxes offrent encore des rendements réels<sup>8</sup> supérieurs à 5 % – c'est le cas du Brésil, du Mexique et de la Colombie. En outre, la valorisation tendue du dollar, combinée à des déficits budgétaires historiquement élevés hors récession, pourraient susciter un certain optimisme chez les investisseurs ciblant les marchés émergents.

Nous identifions également certaines opportunités parmi les obligations d'entreprise en devise forte de grands pays émergents comme le Brésil, le Mexique, la Colombie, le Chili, l'Indonésie et l'Inde. Nous recherchons en particulier les « joyaux cachés » – des acteurs dominant leurs marchés respectifs et dont la structure du capital est extrêmement solide. Il s'agit d'entreprises qui seraient nettement mieux notées si elles étaient basées dans les marchés développés et qui paient une prime de rendement considérable en raison de leur domiciliation.



Recul  
des nouvelles  
émissions attendu  
en 2024

7 - Indice J.P. Morgan GBI-EM Diversified Unhedged - JGENDVUL.

8 - Rendement réel = le taux de la banque centrale moins l'inflation anticipée.



**Nicolas GAZIN**  
Global Head of Equity Solutions



**Laura Corrieras**  
Equity Portfolio Manager

L'économie a évolué de manière inhabituelle en 2023. Malgré une hausse significative de 525 points de base (pb)<sup>9</sup> des taux de la Réserve fédérale (Fed) depuis mars 2022 en réponse à la flambée de l'inflation, le produit intérieur brut (PIB) américain a fait preuve d'une solide résilience et les marchés actions ont affiché une performance globalement positive. Pourtant, une inflation supérieure à 3 % couplée à des taux d'intérêt historiquement élevés sont des facteurs négatifs pour les actions.

Pourquoi et comment les marchés actions peuvent-ils bénéficier d'un régime de croissance et d'inflation plus élevées ?

### MARCHÉS ACTIONS

Il semble juste de considérer que les niveaux d'inflation et de croissance actuels découlent en partie des efforts de relance et du redressement post-pandémie. Cependant, ils reflètent également des changements structurels au sein de l'économie. Deux forces contradictoires sont en jeu : les pressions inflationnistes, renforcées par la transition énergétique et les tendances à la démondialisation, s'opposent aux pressions déflationnistes dues à l'explosion des dépenses d'investissement et au développement de l'intelligence artificielle (IA) à long terme.

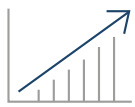
Susceptible de soutenir la croissance économique de manière cyclique, cette opposition suggère une inflexion vers un environnement plus reflationniste que celui que nous avons connu depuis la crise financière. Ce contexte est positif pour les actions tant que l'inflation reste sous contrôle (le meilleur scénario étant celui d'une inflation comprise entre 2 et 3 %).

Néanmoins, ce scénario implique également un taux d'intérêt neutre potentiellement supérieur aux niveaux observés dans le passé. En conséquence, les investisseurs seront plus rigoureux dans la sélection de titres et devraient privilégier les futurs *leaders* des tendances séculaires qui façonneront la prochaine décennie.

### QUI SONT LES FUTURS GAGNANTS DE CES MÉGATENDANCES ?

#### TRANSITION VERS LES ÉNERGIES VERTES

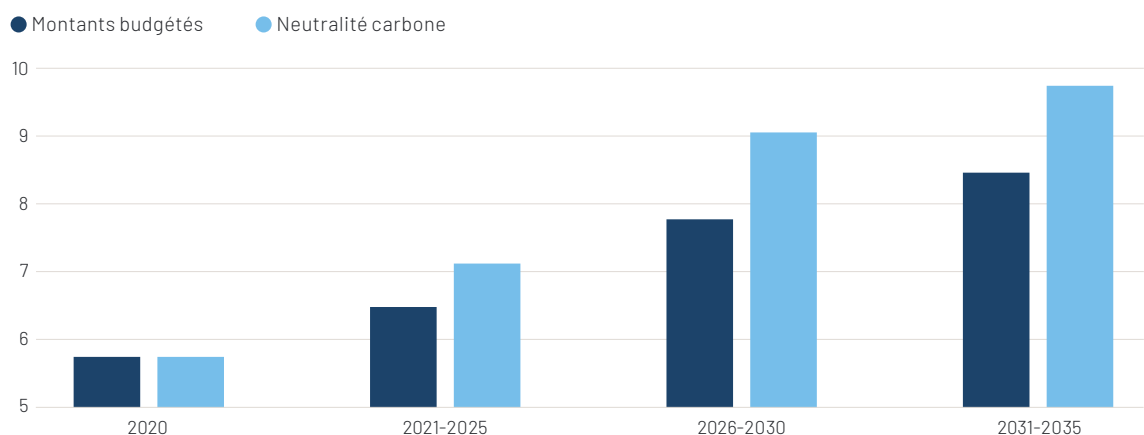
La transition énergétique nécessitera, à l'échelle mondiale, 17 000 milliards de dollars d'investissements supplémentaires d'ici 2035 (graphique 5) pour atteindre, l'objectif de neutralité carbone défini par l'Accord de Paris. Ces stimulus devraient soutenir la croissance, et probablement l'inflation à court terme avant d'augmenter les gains de productivité à moyen terme.



**17 000  
MILLIARDS  
USD**

d'investissements  
supplémentaires  
à l'échelle mondiale  
d'ici 2035

GRAPHIQUE 5 : ESTIMATION DES INVESTISSEMENTS NÉCESSAIRES POUR ATTEINDRE LES OBJECTIFS FIXÉS, MILLIERS DE MILLIARDS USD



Sources : McKinsey, Indosuez Wealth Management.

9 - Les taux des Fed Funds ont bondi de 0,25 % en mars 2022 à 5,5 % en novembre 2023.



7

LES  
« 7 FANTASTIQUES »  
immunisées face  
à la hausse  
des taux d'intérêt

Si la tendance structurelle sur le secteur est incontournable, les perspectives à court terme rencontrent quelques pressions au vu du niveau des taux d'intérêt. L'ensemble du segment est confronté à des craintes concernant les besoins de financement et les rendements des projets semblent moins attrayants, entraînant des prises de bénéfices sur les acteurs des énergies renouvelables.

Cependant, nous sommes probablement proches d'un point bas de marché : avec un potentiel excès des flux vendeurs, les valorisations sont désormais plus rationnelles et les nombreux plans gouvernementaux, tels que la loi sur la réduction de l'inflation (IRA) aux États-Unis, soutiennent la croissance à long terme des entreprises du secteur. Malgré les difficultés à court terme, nous restons positifs sur les opportunités des entreprises qui participent à la transition vers une économie bas carbone. Une baisse des taux en 2024 offrirait l'opportunité d'accroître l'exposition à divers sous-segments clés : énergies renouvelables et alternatives, efficacité énergétique, véhicules électriques et technologies propres.

## SÉCURITÉ ET DÉMONDIALISATION

Un monde multipolaire plaide en faveur de dépenses supplémentaires visant à mieux contrôler l'accès aux ressources essentielles et à sécuriser la chaîne logistique.

Les conséquences de la pandémie de COVID-19 et les incertitudes géopolitiques ont encouragé les initiatives de relocalisation, et de démondialisation. En outre, le contexte géopolitique sous tension (Ukraine/Russie, États-Unis/Chine, Moyen-Orient) incite les États à augmenter leurs dépenses militaires.

Ces initiatives, associées à des plans fiscaux et d'investissements importants peuvent avoir des effets inflationnistes à court terme. Aux États-Unis, par exemple, le CHIPS Act<sup>10</sup> a été adopté pour soutenir la production de semi-conducteurs grâce à une enveloppe de 52,7 milliards de dollars destinée aux entreprises qui relocalisent leur production ou passent commande auprès de fabricants américains.

Cette tendance à la démondialisation concerne tous les secteurs, de la santé (rapatriement de la production de certains médicaments) à l'aérospatiale et à la défense (domaine où la souveraineté industrielle est en jeu). Par conséquent, de nombreux secteurs sont susceptibles de bénéficier de manière significative de ces investissements stratégiques, en particulier dans les domaines

industriels et manufacturiers, tels que les équipements électroniques, la cyber sécurité mais également les services de recherche et de conseil pour implémenter ces changements.

## INTELLIGENCE ARTIFICIELLE

La convergence de facteurs tels qu'une offre de main-d'œuvre restreinte et une décennie d'investissements insuffisants oblige les entreprises à accroître leurs dépenses, en particulier dans le domaine technologique.

La course à l'IA est lancée !

Selon certaines études, environ deux tiers des emplois existants sont exposés à un certain degré d'automatisation par l'IA, et l'IA générative pourrait remplacer jusqu'à un quart de la main-d'œuvre actuelle. Les gains de productivité et l'impact sur le marché du travail sont donc considérables !

PricewaterhouseCoopers estime que l'IA se traduira par une augmentation du PIB de 26,1 % en Chine et de 14,5 % en Amérique du Nord d'ici à 2030, représentant près de 70 % de l'impact au niveau mondial.

Les principaux acteurs de l'IA sont connus, puisque le marché les a surnommés les « 7 Fantastiques »<sup>11</sup>. Parmi eux, Microsoft, Alphabet et Amazon sont *leaders* dans l'informatique sur le *cloud*, Nvidia est en pointe dans les processeurs graphiques (GPU) et Meta détient de précieuses base de données indispensables pour alimenter les algorithmes.

Ce nouveau paradigme devrait bénéficier plus largement aux acteurs de croissance, qui, en outre, sont dotés de réserves de liquidités importantes (graphique 6, page 19), générant davantage de revenus d'intérêts grâce à la hausse des rendements. Ces entreprises peuvent parallèlement investir dans la recherche et développement (R&D) pour conserver leur position dominante sans avoir besoin de financement.

Ces géants de la technologie mènent la course à l'IA, tout en étant immunisés aux hausses de taux d'intérêt ; ils sont gagnants sur tous les plans.

Il existe de nombreux autres acteurs essentiels à la chaîne de l'IA, ou ayant un impact disruptif dans leurs domaines d'activité. De manière intuitive, on pressent que l'IA générative profitera au secteur informatique (concepteurs de logiciels et semi-conducteurs), mais elle créera aussi de nombreuses opportunités dans la Fintech, les sciences de la vie, et devrait amener les nouvelles générations de robots, de transports et de communications (on pense aux voitures autonomes, avec le supercalculateur Dojo de Tesla).

10 - Le CHIPS Act est une loi fédérale américaine qui prévoit des fonds et des incitations pour accroître la production nationale de semi-conducteurs et la recherche dans ce domaine.  
11 - Les « 7 Fantastiques » : Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta, Tesla et Nvidia.



## CONSÉQUENCES POUR LES ACTIONS

Nous entrons probablement dans un nouveau cycle. Certaines mégatendances structurelles et les nouvelles priorités politiques exigent d'importantes dépenses d'investissement, qui pourraient doper la croissance de manière structurelle et maintenir l'inflation à des niveaux élevés.

Ce scénario pourrait bénéficier aux entreprises américaines. En premier lieu, les acteurs clés de l'IA se trouvent principalement aux États-Unis, ce qui devrait stimuler la croissance des bénéfices au cours des prochaines années (pour 2024, la croissance du bénéfice par action (BPA) des « 7 Fantastiques » est attendue à +21 % - le double de celle du S&P 500). En outre, la plupart des valeurs de croissance disposent d'une trésorerie importante ; plus les taux de financement resteront élevés, plus leur capacité à générer des liquidités sera valorisée. Même si cela peut surprendre, un environnement de taux élevés favorise donc les valeurs de croissance, qui ont de meilleures notations de crédit et des niveaux d'endettement plus faibles que les valeurs cycliques.

En Europe, les actions offrent des valorisations attrayantes et continuent de se négocier avec une décote record par rapport aux actions américaines. La zone euro, qui abrite de nombreuses valeurs dites *Value* et possède un biais plus cyclique, pourrait surperformer en 2024 en cas d'inflexion des indicateurs avancés de croissance tels que les indices des directeurs d'achat (PMI). Parmi les valeurs *Value*, le segment de l'énergie offre une couverture en cas de dégradation du contexte géopolitique ou de résurgence de l'inflation.

Concernant la Chine, les perspectives à moyen terme sont plus mitigées. Divers aspects demeurent

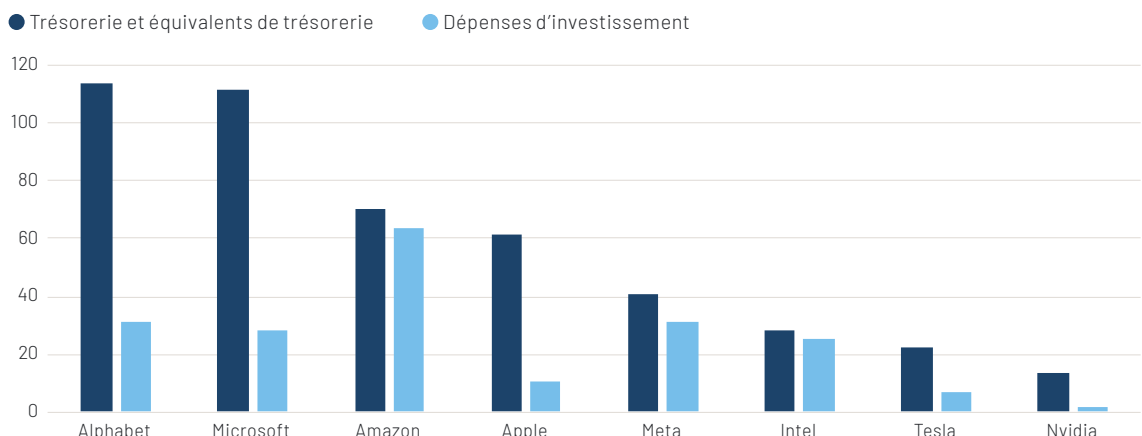
préoccupants, notamment le manque de confiance du secteur privé, l'insuffisance de la demande intérieure et la persistance des tensions dans le secteur immobilier. Toutefois, les autorités chinoises ont récemment accéléré les mesures de relance (assouplissement monétaire et soutien au secteur immobilier), ce qui pourrait renforcer la confiance des consommateurs et soutenir l'économie. En outre, nous restons positifs vis-à-vis des acteurs majeurs de l'économie de plateformes chinoise et des véhicules électriques, deux segments stratégiques porteurs et attrayants à ce stade.

Mais il convient selon nous d'adopter une approche globale des marchés émergents, sans se concentrer exclusivement sur la Chine.

L'Asie hors Chine semble bien positionnée pour 2024 compte tenu du recul des risques aux États-Unis (baisse de l'inflation) et de la faiblesse récente du dollar, deux éléments qui devraient favoriser les marchés asiatiques. Les *leaders* technologiques de Taïwan et de Corée du Sud, par exemple, sont essentiels à la chaîne logistique mondiale de l'IA. En Inde, l'émergence d'une classe moyenne et la population jeune de l'ASEAN (Association des nations de l'Asie du Sud-Est), constituent des relais de croissance attrayants qui devraient stimuler la consommation domestique et le segment infrastructure. L'Asie reste une zone de forte croissance offrant des valorisations décotées.

Enfin, un scénario de croissance soutenue associée à une inflation limitée est globalement positif pour les actions. L'essor des investissements accéléré par les grandes tendances séculaires devraient soutenir la croissance des bénéfices au cours de la prochaine décennie, et nos experts sont là pour identifier les futurs gagnants de cette période de transformation.

## GRAPHIQUE 6 : LIQUIDITÉS ET INVESTISSEMENTS DES MÉGA CAPITALISATIONS AMÉRICAINES, MILLIARDS USD



Note : Alphabet dispose de plus de 110 milliards de dollars de liquidités nettes (soit plus que la capitalisation boursière de Sanofi), qui ont généré plus de 3,4 milliards de dollars de revenus d'intérêts l'année dernière et pourraient rapporter davantage en 2023 et au-delà.

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



**Muriel ABOUD SCHIRMANN**  
Head of Active Advisory



**Maxime GARCIA**  
Investment Strategist

L'année 2023 a été marquée par la résilience du dollar et la surperformance du franc suisse, valeur refuge par excellence, tandis que l'euro poursuivait son timide rétablissement. Pour 2024, un atterrissage en douceur couplé à un régime d'inflation structurellement plus élevée pourrait bien remodeler le marché des changes.

## USD

### Le roi dollar risque de plier, mais ne rompra pas

En ce qui concerne le dollar, l'histoire nous enseigne que les premiers stades d'un environnement reflationniste, s'ils s'accompagnent d'un rétablissement économique robuste, entraînent une appréciation du billet vert. C'est ce que nous avons observé en 2022. En 2023, l'économie américaine a continué de surprendre par sa résilience, ce qui a conduit les investisseurs à anticiper une fin plus tardive du cycle de resserrement monétaire de la Réserve fédérale (Fed), un facteur qui a soutenu le dollar. Il convient de noter qu'à plus long terme, lorsque l'inflation est bien gérée par la Fed en période de reflation (nous pensons que c'est actuellement le cas), l'impact sur la devise est relativement neutre. De fait, nous sommes désormais moins négatifs sur la monnaie de réserve mondiale et ne tablons pas sur une forte dépréciation au premier semestre, car un atterrissage en douceur inciterait à nouveau les investisseurs à reporter leurs anticipations de baisse des taux. Cependant, nous prévoyons toujours que la Fed réduira ses taux vers le milieu de l'année 2024. Comme un atterrissage en douceur de l'économie mondiale se profile, l'appétit pour le dollar – valeur refuge à haut rendement – pourrait alors s'estomper au profit de devises à bêta plus élevé et plus risquées. Par conséquent, une légère dépréciation tout au long de l'année semble être le scénario le plus probable.

## EUR

### Regain de vigueur en vue ?

La surperformance de l'économie américaine en 2023 et le mantra de taux « durablement plus élevés » ont pesé sur l'euro. Néanmoins, l'économie européenne devrait surmonter le choc énergétique et retrouver des niveaux de croissance comparables à ceux des autres régions – notre scénario de croissance étant en ligne avec le consensus du marché –, ce qui soutiendra le redressement progressif de l'euro. En conséquence, nous ne souscrivons pas au scénario d'une baisse des taux de 100 points de base en 2024, et l'absence de décrue rapide des taux directeurs devrait soutenir la devise l'année prochaine. On ne peut toutefois nier que certains risques subsistent : si la dynamique macroéconomique devait décevoir, l'appétit des investisseurs pour la monnaie unique en souffrirait.

## OR

### Acheter en cas de repli

Un contexte d'inflation élevée peut s'avérer positif pour l'or, les investisseurs cherchant à préserver leur patrimoine et à protéger leur pouvoir d'achat. Néanmoins, le coût d'opportunité de la détention du métal jaune – qui n'offre pas de rendement – est affecté par la hausse des taux d'intérêt réels. Par conséquent, le potentiel de hausse de l'or est limité, du moins jusqu'à ce que les grandes banques centrales commencent à normaliser leur politique monétaire et que les taux d'intérêt réels refluent. Le conflit au Moyen-Orient rappelle toutefois aux investisseurs l'attrait de l'or en tant que valeur refuge. En outre, la demande des banques centrales, soucieuses de diversifier leurs réserves de change, devrait persister : au cours des 9 premiers mois de 2023, elles ont acheté 800 tonnes d'or (graphique 7, page 21), ce qui représente une hausse de 14 % en glissement annuel (selon le rapport du World Gold Council).





## CHF

### Entre plancher et plafond

Le franc suisse reste une couverture efficace, susceptible de surperformer si les risques macroéconomiques et géopolitiques se concrétisent. Il bénéficie en outre de la volonté de la Banque nationale suisse (BNS) d'intervenir sur le marché des changes afin de réduire ses réserves en dollars et en euros, ce qui se traduit par l'existence d'un plafond pour la paire EUR/CHF et USD/CHF. Dans le même temps, sa valorisation est proche de sommets historiques face à l'euro et au dollar, ce qui limite quelque peu son potentiel de hausse. Nous observons également que la devise affiche un portage négatif, agissant comme un plancher face à ses homologues, au moins jusqu'à ce que la Banque centrale européenne (BCE) et la Fed abaissent leurs taux directeurs. Enfin, l'appétit pour le franc suisse en tant que valeur refuge pourrait diminuer si nous évitons effectivement une récession en zone euro, comme le prévoit notre scénario. Cet argument se trouve renforcé par notre analyse des épisodes de reflation passés, où le yen et le franc suisse ont eu tendance à sous-performer dans la mesure où les flux d'investissement ciblaient des régions présentant de meilleures perspectives de croissance et des taux d'intérêt plus élevés.

## JPY

### Aucun changement majeur attendu

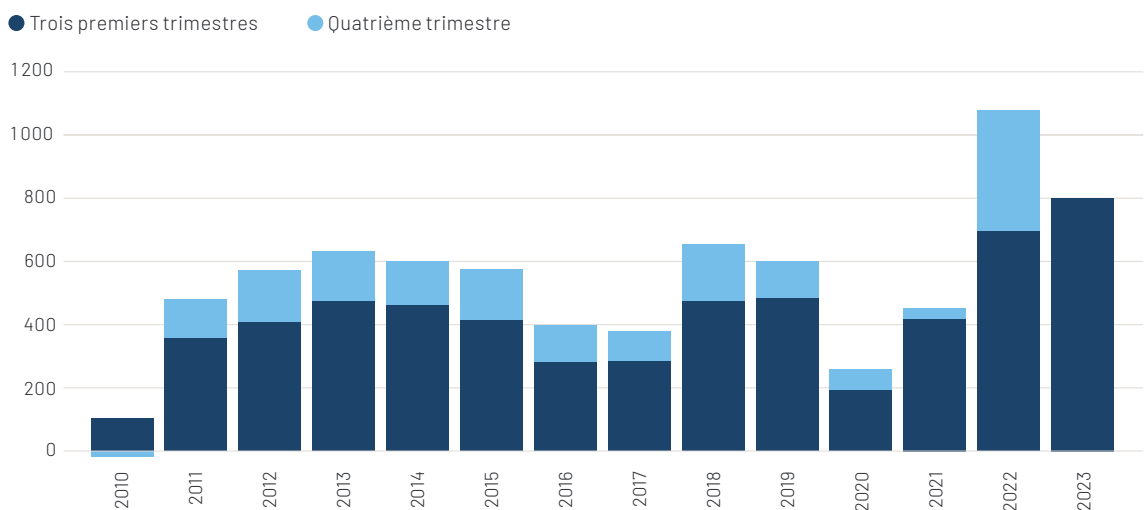
Le yen continue d'être pénalisé par l'écart de taux d'intérêt entre le Japon et les autres grandes économies. D'une part, une intervention de la Banque du Japon ne peut être écartée alors que la devise approche de ses planchers historiques. D'autre part, les baisses d'impôts visant à sortir complètement le Japon de la déflation entreront en vigueur en juin 2024, de sorte que la Banque du Japon, partant du principe que la reprise est sur les rails, ne modifiera probablement pas sa politique. Nous anticipons donc des changements mineurs et très progressifs de la politique monétaire japonaise. Tandis que les épisodes de reflation sont généralement défavorables au yen, un niveau proche des plus bas historiques et un écart de taux d'intérêt voué à se réduire progressivement avec la normalisation de la politique de la Fed pourraient soutenir le yen, en particulier au cours du second semestre 2024.

## AUD

### Le cycle économique chinois perd de son importance

L'environnement reflationniste tend à profiter aux devises des principaux exportateurs de matières premières, comme le dollar australien, la hausse des cours dopant la balance commerciale et les performances économiques. Nous notons également que l'Australie sera un pays clé dans la transition énergétique mondiale en raison de ses importantes réserves de métaux. Par conséquent, la *greenflation* devrait être un facteur positif pour le dollar australien.

GRAPHIQUE 7 : LES BANQUES CENTRALES PROCÈDENT À DES ACHATS D'OR MASSIFS, TONNES



Sources : Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council, Indosuez Wealth Management.



Fabrice DE SOUSA  
Portfolio Manager

L'inflation est aujourd'hui au cœur des préoccupations des investisseurs, des économistes et des consommateurs. Nous savons tous que la politique monétaire ou les chocs de l'offre et de la demande influent sur celle-ci. La transition climatique et énergétique, en tant que réponse cruciale au changement climatique, est en train de remodeler l'économie mondiale et créer un nouveau phénomène : la *greenflation*.

Est-ce que la transition des énergies fossiles vers des énergies plus durables alimente l'inflation ? Quid du coût de l'inaction ? L'impact de la hausse des taux d'intérêt remet-elle en cause les opportunités d'investissement accompagnant cette transition énergétique ?



LES  
NOUVELLES  
NORMES  
environnementales  
nécessitent des  
INVESTISSE-  
MENTS  
MASSIFS

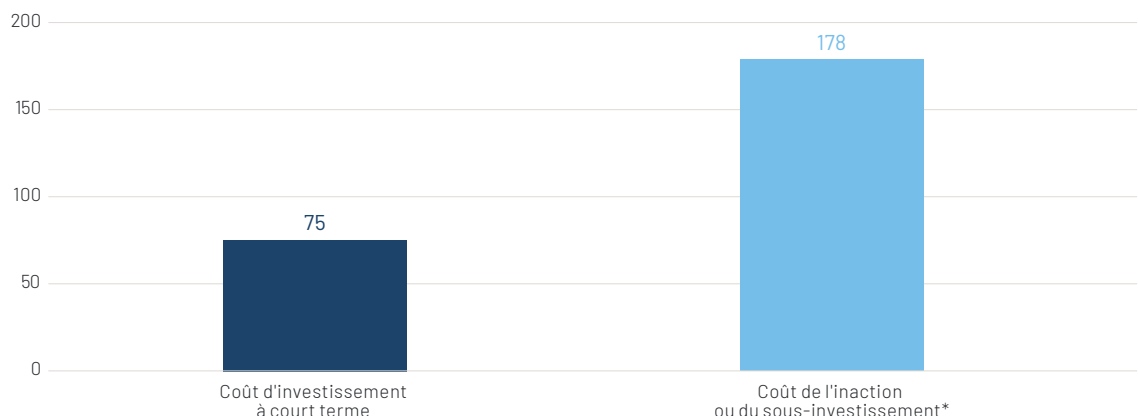
INFLATION ET TRANSITION  
ÉNERGÉTIQUE

La transition énergétique implique un passage des énergies fossiles vers des sources d'énergie plus propres et renouvelables, ainsi que l'adoption de pratiques de production plus durables. Ce changement nécessite des investissements massifs dans de nouvelles technologies et infrastructures afin de moderniser et adapter l'existant aux nouvelles normes environnementales. Les développements liés à la transition énergétique, par exemple, au travers de la mise en place de parcs éoliens, de centrales solaires ou de réseaux intelligents demande des investissements considérables, augmentant les coûts de production dans ces secteurs. Ceux-ci entraînant mécaniquement une hausse des coûts de l'énergie renouvelable à court terme.

L'importance des capitaux nécessaires au développement des énergies renouvelables augmente leurs sensibilités aux fluctuations des taux d'intérêt (élément central dans le calcul de rentabilité des projets), retardant ainsi l'adoption des technologies propres et ralentissant, aujourd'hui, les investissements dans la décarbonation. Par ailleurs, les centrales à combustibles fossiles existantes ont encore des années de vie devant elles. La mise hors service prématurée de ces centrales en vue de la transition énergétique pourrait entraîner une perte au niveau mondial estimée à 1 400 milliards de dollars, impactant ainsi directement les factures d'énergie pour le consommateur.

Autre élément, la demande croissante pour des technologies vertes entraîne une pression sur les matières premières, telles que les métaux rares utilisés dans les batteries ou les panneaux solaires engendrant une forte volatilité sur les prix de celles-ci.

GRAPHIQUE 8 : ESTIMATION DES COÛTS DE L'INACTION CLIMATIQUE SUR LA PÉRIODE 2023-2070, TRILLIONS DE DOLLARS



\* Valeur estimée des coûts au niveau mondial et sur l'ensemble des secteurs des effets du changement climatique tels que les chaleurs extrêmes, les catastrophes météorologiques et l'élévation du niveau des mers.

Sources : BofA Global Research, Deloitte: Wood Mackenzie, Indosuez Wealth Management.



**47 %**  
d'investissements  
**SUPPLÉ-  
MENTAIRES**  
en projets solaires  
et éoliens en 2023

## L'INACTION EST-ELLE UNE OPTION ?

Face à ces besoins de financement colossaux pour assurer la transition énergétique et à leurs impacts sur les prix et donc sur l'inflation, la question que l'on se pose immédiatement est : « mais si nous ne faisons rien ? » Selon certaines études, à l'horizon 2070, le coût de l'inaction climatique, notamment par l'augmentation des catastrophes naturelles, sera deux fois supérieur aux investissements nécessaires pour réaliser la transition vers la neutralité carbone à horizon 2050 (graphique 8, page 22).

## LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE COMME SOURCE D'OPPORTUNITÉS

Malgré l'annonce de plans d'investissements très ambitieux, comme le Pacte vert Européen<sup>12</sup> ou l'Inflation Reduction Act aux États-Unis, les sociétés liées aux énergies renouvelables affichent des parcours boursiers chaotiques depuis l'été 2023 impactées notamment par la hausse des taux d'intérêts. Cela signifie-t-il que cette thématique d'investissement n'offre plus d'opportunités ?

La réponse est clairement non.

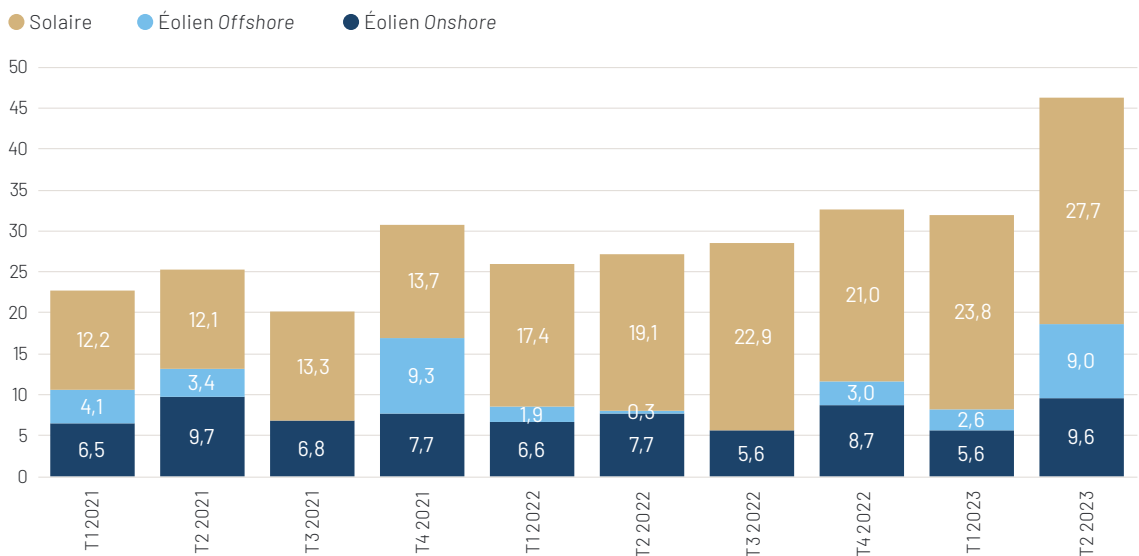
Malgré ces défis, la transition climatique et énergétique n'est pas une option. Elle est cruciale pour réduire les émissions de gaz à effet de serre et favoriser la durabilité. Par ailleurs, dans un monde en proie aux tensions géopolitiques, l'indépendance énergétique devient un enjeu de sécurité nationale.

Les investissements dans de nouveaux projets solaires et éoliens en Europe, au Moyen-Orient et en Afrique (graphique 9) se sont élevés à 78 milliards de dollars au premier semestre 2023, soit 47 % de plus qu'à la même période de l'année dernière. Les principaux moteurs de cette croissance impressionnante sont le développement continu de projets solaires dans la région, en particulier en Espagne, et de centrales éoliennes terrestres.

Si les taux de croissance des énergies renouvelables sont impressionnants en Europe, ils le sont encore plus en Chine. Si l'on compare les six premiers mois de 2023 au premier semestre 2022, le rythme des installations en Chine de solaire a plus que doublé.

Selon les estimations de BloombergNEF, 413 GW de nouvelles capacités solaires devraient être installées dans le monde en 2023, en grande partie en Chine, qui représente à elle seule plus que le reste du monde (58 % des nouvelles capacités).

**GRAPHIQUE 9 : ESTIMATION DES INVESTISSEMENTS DANS DE NOUVEAUX PROJETS SOLAIRES ET ÉOLIENS DANS LA RÉGION EMEA, MILLIARDS DE DOLLARS**



Note : Le graphique comprend des valeurs publiées et estimées. Les multiples sont utilisés pour estimer la valeur d'une transaction enregistrée dans la base de données de financement d'actifs de BloombergNEF mais dont la valeur monétaire n'est pas publiée par l'entreprise. Ils sont estimés à l'aide de moyennes récentes ou de chiffres relatifs aux dépenses d'investissement dans le cadre de l'outil de tableau "Levelized Cost of Electricity" (coût nivelé de l'électricité). EMEA signifie Europe, Moyen-Orient et Afrique.

Sources : BloombergNEF, Indosuez Wealth Management.

<sup>12</sup> - Le Pacte vert Européen a comme objectif principal que l'Union Européenne atteigne la neutralité carbone à l'horizon 2050 (décarbonisation du système énergétique en visant des émissions nettes de gaz à effet de serre nulles d'ici à 2050).



Comme nous le mentionnions plus haut, les hausses de coûts, les problématiques de chaîne d'approvisionnement, le durcissement des politiques monétaires et ainsi que les hausses de taux d'intérêts ont fortement impacté le secteur des renouvelables. À titre d'illustration, à fin octobre, l'indice S&P Global Clean Energy affichait un recul de -34 % depuis le début 2023 (en dollar, dividendes réinvestis). Aujourd'hui, les valorisations des entreprises de la thématique sont de retour sur des niveaux attractifs surtout à la lumière des énormes investissements en cours de déploiement pour le financement de cette transition.

Par ailleurs, le principal vent contraire sur la thématique est en passe de se dissiper. En effet, l'impact de la hausse des taux sur les valorisations des entreprises liées aux énergies renouvelables a été en grande partie intégré par les investisseurs. Et sur 2024, nous anticipons une inflexion dans la politique monétaire aux États-Unis.

Des niveaux de valorisation redevenus intéressants, une baisse des taux qui se profile et des investissements massifs pour financer la transition énergétique, seront de véritables soutiens à la thématique et offrent clairement des opportunités d'investissement pour les investisseurs avisés. Voici quelques secteurs à surveiller (non exhaustif) :

#### **Les énergies renouvelables**

Les énergies solaires, éoliennes, et hydrauliques sont en croissance rapide et sont au cœur de la transition énergétique.

#### **Le stockage de l'énergie**

Les systèmes de stockage de l'énergie, tels que les batteries, sont un maillon essentiel pour tirer le meilleur parti des énergies renouvelables qui sont, par nature, intermittentes.

#### **Transport propre**

Les véhicules électriques et les solutions de mobilité durable connaissent une expansion rapide. Les constructeurs automobiles axés sur l'électrification et les infrastructures de recharge bénéficient de l'adoption de modes de transports faiblement voire non carbonés.

#### **Efficacité énergétique**

Réduire la consommation d'énergie est une priorité. Cette transition vers plus de sobriété passe nécessairement par les entreprises proposant des solutions pour améliorer de l'efficacité énergétique dans les bâtiments et les industries.

#### **Technologies environnementales**

Les entreprises qui développent des technologies pour la décarbonation, le recyclage, et la gestion de l'eau sont également des candidats d'investissement potentiels.

### **CONCLUSION**

La transition climatique et énergétique peut engendrer une *greenflation* à court terme en raison des coûts initiaux élevés. Cependant, les coûts liés à l'inaction seraient à terme largement plus élevés que les investissements nécessaires à court terme pour atteindre les objectifs « *net-zero* ». Par ailleurs, la transition énergétique représente une opportunité majeure pour les investisseurs conscients des défis et des avantages à long terme. En investissant dans des entreprises et des secteurs liés à la transition climatique, les investisseurs peuvent non seulement contribuer à l'effort mondial de lutte contre le changement climatique, mais aussi bénéficier de rendements financiers potentiellement prometteurs à mesure que le monde évolue vers un avenir plus propre et plus durable.

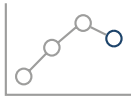


**Remy POMATHIOS**  
Head of Private Markets Investments



**Matthieu ROUMAGNAC**  
Head of Real Assets Investments

Les Private Markets sont devenus une classe d'actifs à part entière, couvrant les investissements en Private Equity, dette privée, immobilier et infrastructure. La démocratisation de la classe d'actifs et la hausse des taux d'intérêt transforment le secteur en profondeur et nous rappellent la grande disparité entre les gérants.



## LES LEVÉES DE FONDS

en 2023

en recul de **20 %**  
par rapport à 2022

### LA BAISSÉ DES VOLUMES SOUTIENT LA CONVERGENCE VERS LA QUALITÉ

En 2023 les levées de fonds sur les Private Markets accusent un recul important après plusieurs années record (graphique 10) sur fond de ralentissement des distributions, conséquence d'un marché des fusions et acquisitions atone, et d'une relative prudence des investisseurs à l'égard de la classe d'actifs.

Les distributions versées aux investisseurs par les fonds des Private Markets ont nettement diminué depuis le troisième trimestre 2022, en raison de la chute du volume des opérations de fusions-acquisitions. De fait, acheteurs et vendeurs ont peiné à se mettre d'accord sur les prix des transactions, compte tenu de la hausse continue du coût du capital et du manque de visibilité concernant l'environnement macroéconomique. Comme observé lors de la phase initiale de la pandémie (2020), nous avons assisté à un repli des acteurs du marché vers les actifs de qualité.

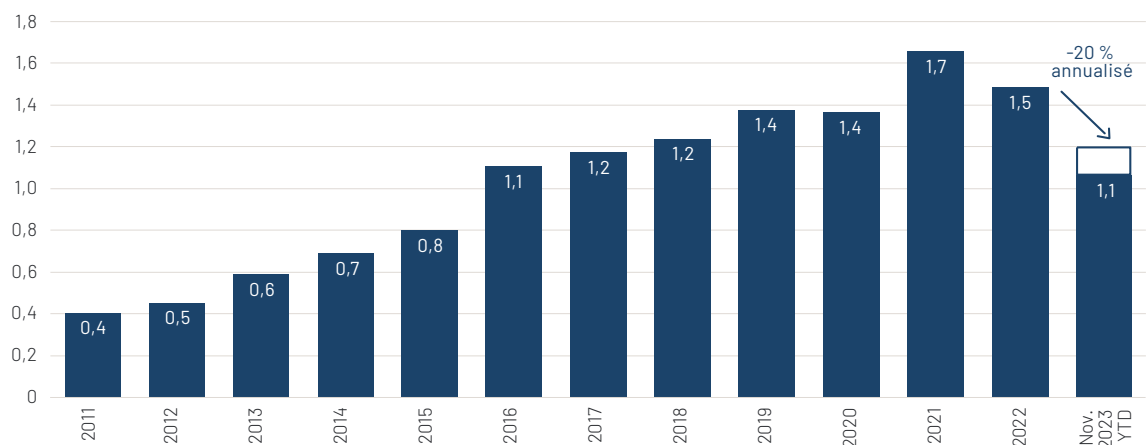
### LA TRANSFORMATION OPÉRATIONNELLE REVIENT AU CENTRE DU JEU

L'année 2023 a constitué un tournant pour les Private Markets avec la persistance de l'inflation et la perspective de taux d'intérêt durablement élevés jetant les bases de la « nouvelle normalité » de l'environnement macroéconomique.

À plus long terme, ce nouvel environnement pourrait profiter aux investisseurs des Private Markets, car il distinguera les gérants sur leur capacité à générer de la valeur via des améliorations opérationnelles plutôt qu'à travers de l'ingénierie financière.

La sélectivité s'avère donc plus importante que jamais au sein des Private Markets. Les actifs non cotés étant confrontés à un nombre croissant de défis de transformation, notamment dans les domaines du numérique et de l'environnement, seuls les gérants profondément impliqués sur le plan opérationnel continueront à dégager d'excellentes performances.

GRAPHIQUE 10 : CAPITAUX LEVÉS SUR LES PRIVATE MARKETS MONDIAUX, MILLIERS DE MILLIARDS USD



Sources : Base de données Preqin novembre 2023, Indosuez Wealth Management.





## LES PRIVATE MARKETS, UN SECTEUR QUI ARRIVE À MATURITÉ

Nous sommes convaincus que les gérants les plus expérimentés et sophistiqués, dotés d'une expertise opérationnelle avérée, bénéficieront de manière disproportionnée du nouveau paradigme, en concentrant à la fois un pouvoir d'attraction en terme de levée de fonds et un accès privilégié aux transactions. Selon nous, une solide équipe d'investissement ne suffit plus. Elle doit désormais être complétée par des professionnels exclusivement dédiés à l'accompagnement des entreprises en portefeuille afin de les soutenir dans la mise en œuvre des plans de création de valeur.

Par conséquent, nous anticipons une accélération du mouvement de consolidation au sein de l'industrie des Private Markets, susceptible de renforcer les acteurs en position dominante. Les rachats de gérants par des concurrents plus importants ont déjà commencé, plusieurs transactions significatives ayant eu lieu en 2023. La tendance à la consolidation est néanmoins encore dans sa phase initiale, car la classe d'actifs va continuer à se développer, alimentée par de nouveaux types d'investisseurs – notamment les particuliers fortunés.

## 2024, VERS DE NOUVELLES OPPORTUNITÉS ?

Du côté du Private Equity, nous observons des signes encourageants sur le marché des fusions et acquisitions, la dynamique des transactions s'étant légèrement redressée au troisième trimestre 2023. Nous anticipons une reprise progressive de l'activité en 2024, susceptible d'entraîner un rebond du volume des distributions aux investisseurs.

L'ajustement à la baisse des valorisations à l'entrée pourrait s'accélérer tout au long de l'année 2024. Les cessions initialement prévues en 2022 ou 2023 et retardées du fait de l'environnement macroéconomique devront finir par se concrétiser, les gérants de fonds étant sous pression pour restituer du capital à leurs investisseurs.

Nous sommes dès lors convaincus que les fonds de Private Equity bénéficieront en 2024 de prix d'entrée attractifs dans ce qui sera, selon nous, un marché d'acheteurs.

L'important réservoir de petites et moyennes entreprises restera un segment très pertinent car ces entreprises sont souvent plus agiles et offrent une grande diversité de leviers de création de valeur, tout en étant moins dépendantes des marchés financiers pour matérialiser leur sortie.





En ce qui concerne la dette privée, nous avons observé une forte accélération des capitaux levés ces 18 derniers mois sur fond de hausse des taux d'intérêt.

Les investisseurs devront toutefois rester prudents et sélectifs, car les taux de défaut pourraient augmenter significativement dans les deux prochaines années en raison des pressions liées aux ratios de couverture des intérêts.

En complément des stratégies directes traditionnelles, nous estimons que les investissements en dette *distressed* et en capital structuré seront des sous-segments attractifs pour prendre position sur le marché de la dette privée qui devraient bénéficier du contexte actuel.

Enfin, les investissements dans les actifs d'infrastructure devraient continuer à bénéficier du déficit structurel de capitaux visant à financer la transition énergétique et la numérisation de pans entiers de la société. La persistance de l'inflation sera incontestablement un moteur de la performance dans les années à venir, notamment pour les actifs réels.

Après plus de quinze ans de taux bas et d'inflation négligeable, les Private Markets entrent dans une nouvelle phase. Tandis que l'économie se transforme, les défis à venir allant bien au-delà de la hausse du coût de la dette ou de l'inflation à long terme, le secteur des Private Markets fait de même. Forte d'une vision à long terme, à l'écart de la volatilité des marchés publics, la classe d'actifs des Private Markets dispose des outils nécessaires pour continuer à générer de la surperformance.

## POINT SUR L'IMMOBILIER

Des corrections de 10 % à 20 % en moyenne sont à l'œuvre depuis plus de 12 mois maintenant, ayant impacté les volumes d'investissement de près de 40 % en 2023.

La croissance des loyers liée à l'inflation en 2023 devrait se poursuivre en 2024. Le resserrement des conditions de crédit et l'augmentation du coût de la dette ont accéléré la tendance baissière qui pourrait se poursuivre jusqu'à mi-2024, ouvrant ainsi des opportunités attractives aux investisseurs opportunistes.

À noter que certains secteurs affichent une relative résilience et notamment :

- Les hôtels et les actifs d'exploitation qui ont retrouvé, voire dans certains cas dépassé, leurs performances pré-COVID et sont tirés par un fort déséquilibre demande/offre en Europe.
- Le commerce de détail qui fait preuve d'un certain maintien et continue à générer de solides rendements.
- L'immobilier de luxe, pour l'essentiel peu impacté par les mouvements des taux d'intérêt.

Alors que les taux d'intérêt semblent approcher un point haut, nous estimons qu'une reprise progressive de certains segments pourrait se matérialiser. En particulier sur les actifs de logistique et sur les meilleurs actifs de bureaux offrant de bonnes performances environnementales situés dans les zones QCA (Quartier Central des Affaires) disposant de faibles taux de vacance. Par ailleurs les actifs résidentiels continuent à bénéficier de fondamentaux robustes.



# 04 | Contexte macroéconomique



Lucas MERIC  
Investment Strategist

Malgré les craintes de récession qui ont persisté durant plusieurs mois, 2023 a finalement été une année de résilience pour les économies développées face au resserrement monétaire drastique orchestré par les banques centrales depuis 2022. Point très positif, cette résilience s'est accompagnée d'une forte désinflation, plaçant l'économie mondiale sur la voie d'un probable atterrissage en douceur en 2024.

#### L'ÉCONOMIE MONDIALE SE DIRIGE VERS UN ATERRISSAGE EN DOUCEUR EN 2024

Cet atterrissage en douceur s'explique par la normalisation des grands déséquilibres post-pandémie qui ont alimenté la dynamique de désinflation. Le rééquilibrage a notamment concerné le marché des biens, avec une nette amélioration des délais de livraison des fournisseurs, un ajustement du marché du travail sans destruction massive d'emplois et une normalisation de la composante immobilière aux États-Unis. Si le mouvement de désinflation est déjà bien avancé, il devrait se poursuivre en 2024. Notre scénario se fonde sur les hypothèses suivantes : les économies développées connaîtront une croissance inférieure à leur potentiel, mais sans entrer en récession, tandis que l'inflation aux États-Unis et en zone euro terminera l'année juste au-dessus des objectifs des banques centrales.

Aux États-Unis, nous prévoyons un ralentissement de la croissance en début d'année, avant une lente remontée vers la croissance potentielle en 2025. La récession a été évitée, notamment grâce à la vigueur de la consommation américaine, portée par des gains continus de pouvoir d'achat et des ménages financièrement plus solides qu'avant la pandémie. En outre, tant les ménages que les entreprises ont pu sécuriser des taux très attractifs avant les premières hausses de taux en 2022, ce qui se traduit par des taux effectifs relativement bas aujourd'hui (le taux hypothécaire moyen s'établit à 3,7 % alors que celui lié aux nouveaux prêts atteint 7,9 %). Enfin, la baisse des taux de la Réserve fédérale (Fed), attendue à la mi-2024, devrait contribuer à atténuer les risques de refinancement.



#### L'INFLATION TERMINERA L'ANNÉE 2024

juste au-dessus des objectifs des banques centrales





## DES FREINS MAJEURS

devraient s'atténuer  
en zone euro  
en 2024

Après une année 2023 marquée par une croissance faible mais résiliente, la zone euro devrait être moins distancée par les États-Unis en 2024 (tableau 1). Les ménages verront leurs revenus réels progresser tout en continuant, contrairement à leurs homologues américains, à bénéficier d'une épargne de précaution significative, ce qui pourrait soutenir la dynamique de la consommation (graphique 11). Dans le même temps, deux vents contraires majeurs devraient s'atténuer en 2024 : la contrainte du resserrement monétaire devrait diminuer à partir du premier semestre, la Banque centrale européenne (BCE) ayant commencé à relever ses taux plusieurs mois après la Fed, tandis que l'activité du secteur manufacturier pourrait se redresser grâce à un impact moins défavorable des prix de l'énergie et à la reprise du cycle manufacturier mondial.

## L'ASIE : TERRE DE CROISSANCE ET DE DIVERGENCES

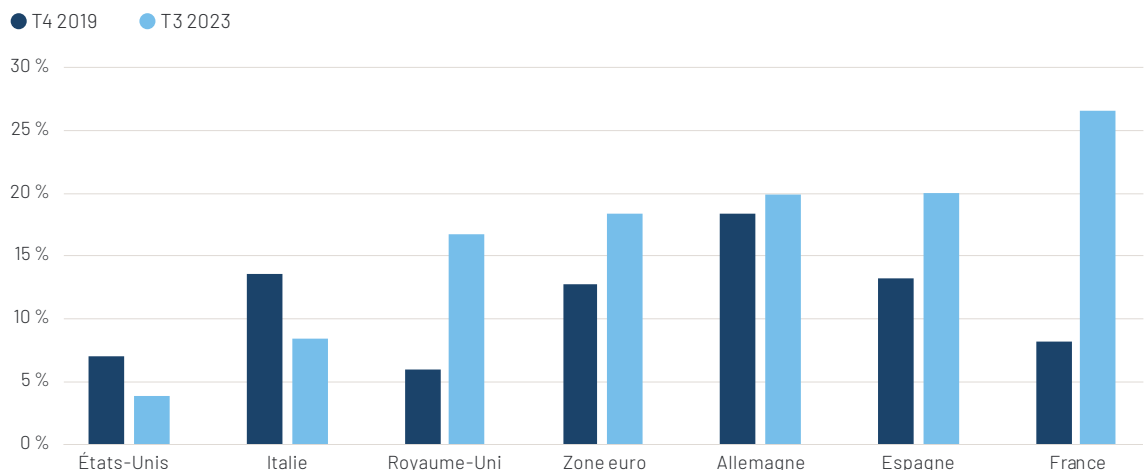
En ce qui concerne la Chine, l'année 2023 a été décevante malgré les promesses liées à la réouverture de la fin 2022, l'économie se trouvant sévèrement pénalisée par le ralentissement du marché immobilier. Les risques majeurs identifiés en 2023 concernant le secteur immobilier et les véhicules de financement des gouvernements locaux sont loin d'avoir disparu. Ils inciteront probablement les dirigeants à maintenir une politique économique accommodante pour soutenir la croissance. Les autorités disposent de marges de manœuvre suffisantes, compte tenu de la faiblesse de l'inflation et d'un niveau d'endettement du gouvernement central bien inférieur à celui des pays développés. En tout état de cause, la croissance chinoise, qui n'est plus tirée par les secteurs de l'immobilier et de la construction et doit relever le défi d'une démographie déclinante, devrait rester nettement inférieure à ses normes historiques.

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2023-2024, %

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

Source : Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 11 : L'ÉPARGNE ACCUMULÉE DEPUIS 2019 POURRAIT PROTÉGER LES CONSOMMATEURS DE LA ZONE EURO, TAUX D'ÉPARGNE, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



À l'inverse, une démographie positive soutiendra les perspectives de croissance à long terme de l'économie indienne, qui devrait également bénéficier de la dynamique des réformes, de la moindre sensibilité aux chocs extérieurs et de l'afflux potentiel d'investissements directs, alors que le pays dispose d'importantes réserves de changes. Toutefois, l'année 2024 ne sera pas un long fleuve tranquille en raison de contraintes au niveau de l'offre et de l'incertitude politique entourant les élections générales, qui se tiendront au premier semestre. D'autres économies asiatiques plus petites telles que la Corée du Sud, Taïwan ou le Vietnam devraient également tirer leur épingle du jeu en 2024, grâce au rétablissement du cycle manufacturier mondial, à la poursuite de la normalisation du tourisme international et à la diversification des investissements en dehors de la Chine.

Le Japon pourrait également se distinguer en poursuivant l'ajustement progressif de sa politique monétaire en réponse à l'émergence d'un environnement reflationniste. En particulier, 2024 pourrait voir l'économie japonaise s'orienter davantage vers une croissance tirée par la consommation, sur fond d'amélioration de la dynamique des salaires et de politique budgétaire accommodante. Mais la route vers la reflation sera longue pour le pays du Soleil-Levant et il semble prématuré d'espérer des résultats significatifs dès 2024.

Les principaux risques pesant sur notre scénario d'atterrissage en douceur en 2024 sont les suivants :

- Un monde de plus en plus polarisé, au sein duquel la prolifération des risques géopolitiques – conflit russo-ukrainien, guerre entre Israël et le Hamas, etc. – pourrait avoir un impact négatif majeur sur les prix de l'énergie, ce qui présenterait des risques significatifs pour l'Europe en particulier. L'évolution des tensions sino-américaines autour de la question de Taïwan devrait également demeurer au centre de l'attention. Ces risques géopolitiques pourraient être exacerbés par l'éventuel retour au pouvoir de Donald Trump après les élections présidentielles aux États-Unis.
- La dette publique devrait également constituer un enjeu important, notamment en Europe où un risque latent pourrait subsister, la viabilité de la dette italienne suscitant des inquiétudes dans un environnement de taux d'intérêt élevés et de croissance nominale plus faible. Dans le même temps, l'envolée de la dette publique américaine pourrait s'avérer problématique au-delà de 2024, année d'élection présidentielle durant laquelle une consolidation budgétaire significative est peu probable.



# 05 | Allocation d'actifs





Grégory STEINER, CFA  
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE  
Portfolio Manager

L'année 2023 supposée par le consensus être l'année d'un ralentissement économique marqué des économies avancées, justifiant un positionnement prudent des investisseurs en début d'année, et du retour sur le devant de la scène de l'économie chinoise (alors en pleine réouverture) aura finalement livré son lot de surprises pour les stratèges.

Celle-ci se sera finalement traduite au niveau macroéconomique par une surprenante résilience de l'activité économique en particulier aux États-Unis, forçant les banques centrales à maintenir un biais restrictif, et sur les marchés par une concentration extrêmement forte de la performance des indices boursiers sur quelques valeurs spécifiques (valeurs du luxe en Europe la première moitié de l'année et les « 7 Fantastiques » aux États-Unis). Enfin, 2023 aura été le témoin de nouveaux chocs exogènes toujours aussi violents. En particulier, la poursuite de la remontée des taux longs a rappelé « qu'il n'existe pas de repas gratuits » comme en témoigne les vulnérabilités de certaines banques régionales américaines, l'impact sur la profitabilité de certaines entreprises du secteur environnemental et l'attractivité de l'immobilier physique dans un environnement de refinancement plus compliqué et de changements sociaux plus structurels.

Finalement ces derniers trimestres représentent selon nous davantage une période de transition économique où le rôle des politiques budgétaires s'est accru et devrait gagner en importance dans un monde de normalisation des taux d'intérêt pilotée par les banques centrales et de retrait de liquidités à l'échelle mondiale. Ce changement de perspective s'inscrit dans une phase de transition plus large entamée depuis la fin de la décennie 2010 et qui englobe une transition climatique intégrant un besoin d'autonomie énergétique des nations, une transition technologique avec la généralisation et diffusion progressive de l'intelligence artificielle (IA) accompagnées de gains de productivité à long terme pour les entreprises et d'une transition géopolitique avec une modification de l'équilibre des puissances et les tentations de repli sur soi (thème déjà abordé dans notre Global Outlook 2023, voir « [Le retour des frontières](#) »).

Pour les investisseurs il est nécessaire de s'adapter à cette nouvelle normalité en repensant la construction de portefeuilles diversifiés. Cela passe par un meilleur équilibre que par le passé en utilisant l'ensemble des classes d'actifs disponibles. En effet, après les hausses de taux observées à l'échelle mondiale, les marchés obligataires redeviennent particulièrement attractifs (emprunts d'États et dettes d'entreprises...). Ils viennent compléter la palette d'actifs du gérant allocataire aux côtés des marchés d'actions, produits structurés ou encore actifs réels pour offrir des risques de perte en capital plus limité que par le passé.

### MARCHÉS ACTIONS

- D'un point de vue stratégique nous continuons d'adopter une position constructive sur les actions pour 2024. En effet, malgré la fin de la liquidité gratuite, plusieurs relais de croissance devraient continuer de supporter les actifs risqués : un couple croissance/inflation structurellement plus élevé que la dernière décennie généralement favorable pour les bénéfices des entreprises, le retour du progrès technologique permettant aux entreprises d'améliorer leur productivité via une baisse des coûts et assurant une stabilité des marges sur des niveaux élevés et la fin progressive des politiques de resserrement monétaire.
- Face à ce constat, nous considérons que les actions américaines sont avantagées et plus particulièrement les actions des entreprises aux fondamentaux économiques solides et génératrices de flux de liquidités abondants. À court terme se sont les grandes valeurs de croissance qui devraient continuer d'avoir la faveur des investisseurs. Dans un second temps, si la reprise du cycle se matérialise et que les conditions monétaires deviennent significativement plus accommodantes, il sera nécessaire de se repositionner vers les actions des petites et moyennes valeurs, longtemps ignorées par les investisseurs.



CONSTRUCTIF  
sur les actions  
pour 2024



---

LE RENDEMENT  
des poches obligataires  
sera source  
IMPORTANTE DE  
PERFORMANCE

---

- L'Europe nous semble moins bien orientée pour faire face aux transitions évoquées plus haut. Certes, la croissance devrait se reprendre en 2024 mais celle-ci cache en son sein des divergences de croissance et d'inflation ainsi que des sensibilités différentes au cycle du commerce mondial. Ainsi malgré des niveaux de valorisation qui semblent attractifs, nous préférons débiter l'année avec une position plus prudente sur les actions de la zone euro. En dehors de celle-ci, nous estimons que le Royaume-Uni pourrait avoir un intérêt par son aspect défensif et sa qualité de couverture face aux risques de remontée des tensions sur les prix de l'énergie.
- Enfin, nous maintenons notre opinion favorable à l'égard des actifs des pays émergents. En effet, ces économies devraient offrir en 2024 un différentiel de croissance favorable par rapport aux économies développées. Une vision diversifiée tant sur le plan géographique qu'en matière de classe d'actifs (actions, dettes) doit prévaloir en raison d'une plus grande difficulté pour l'investisseur d'évaluer correctement la prime de risque spécifique à pays.
- Nous avons réduit stratégiquement notre conviction sur la Chine en fin d'année en raison de facteurs structurels (démographie en baisse, désendettement persistant du secteur immobilier) qui pèsent sur les perspectives à long terme du pays. Nous pensons néanmoins que la seconde économie mondiale offrira en 2024 des opportunités d'investissement plus spécifiques et sans doute limitées à certains secteurs ou certaines entreprises favorisées par les autorités locales.

### MARCHÉS DE TAUX

- La remontée des taux longs observée lors des deux dernières années offre désormais des points attractifs pour l'investisseur souhaitant s'exposer aux marchés obligataire. En revanche, malgré le desserrement attendu des conditions financières au cours de l'année 2024 (à mesure que le processus de désinflation se matérialise) et en l'absence d'accidents économiques, cette transition vers un régime de croissance nominale plus importante suppose la stabilisation des taux d'intérêts à des niveaux plus élevés que ceux connus par le passé.
- Les équilibres de marché qui prévalaient après la grande crise financière sont modifiés avec du côté de la demande la disparition des banques centrales comme acheteur marginal, et du côté de l'offre, un besoin de financement des États grandissant dans un contexte marqué par la recherche d'autonomie stratégique des nations et le développement des infrastructures nécessaires à la transition énergétique. Dans cet environnement de taux élevés, une plus grande attention devra être ainsi être portée sur la qualité des émetteurs et sur la gestion de leur politique fiscale.
- Si le potentiel de performance en capital peut donc sembler partiellement limité, nous estimons néanmoins que le rendement des poches obligataires constituera une source importante de contribution positive à la performance. *A contrario*, le monétaire, qui peut certes paraître attractif à court terme, n'est selon nous pas une alternative intéressante sur longue période. Nous favorisons un positionnement raisonné sur la dette souveraine, qui doit être complétée par des obligations d'entreprises de bonne qualité (ces dernières offrant des rendements généreux pour un risque limité). Nous sommes plus prudents en revanche à l'égard des obligations de haut rendement qui pourraient enregistrer davantage de volatilité à mesure que les besoins de refinancement de ces sociétés se rapprochent.
- En complément, et dans une optique de diversification, nous maintenons pour 2024 une vision encore optimiste sur les dettes émergentes en devises locales, dont le rendement, autour de 7% à l'écriture de ces lignes, demeure attractif tandis qu'une dépréciation potentielle du dollar l'année prochaine soutiendrait la classe d'actifs. Enfin, les banques centrales des pays émergents semblent avoir retenu les leçons des crises passées avec un meilleur pilotage du cycle de hausse de taux, limitant les risques d'erreur de politique monétaire.



## MARCHÉS DES CHANGES ET MÉTAUX PRÉCIEUX

- L'environnement macroéconomique qui continue de surprendre à la hausse outre-Atlantique comparativement à la zone euro pourrait bénéficier au dollar à court terme, alors que son statut de valeur refuge face à la montée du risque géopolitique peut agir comme un facteur de soutien supplémentaire. En revanche, plusieurs éléments nous invitent à conserver une vision prudente sur le billet vert stratégiquement : la fin attendue du resserrement monétaire aux États-Unis, le pilotage de la politique fiscale mais aussi plus structurellement le phénomène de diversification des réserves de changes et la création de canaux bilatéraux entre pays émergents avec l'utilisation d'autres devises de règlement.
- Dans ce monde en transition où les incertitudes financières géopolitiques et climatiques sont élevées avec un rapprochement dans le temps des chocs de volatilité, il nous paraît de plus en plus essentiel d'allouer une poche d'actifs de couverture au sein de nos allocations. Ainsi nous pensons que certaines devises telles que le franc suisse ou le yen japonais apportent de la valeur au sein d'un portefeuille diversifié. L'or mérite aussi d'être regardé ; au-delà des considérations de détention pour des raisons patrimoniales, le métal jaune pourrait bénéficier d'une détente sur les taux réels et offre une couverture intéressante contre un scénario de stagflation et/ou de remontée du stress géopolitique.



06

Présence  
internationale



## NOTRE HISTOIRE

Depuis plus de 145 ans, nous conseillons des entrepreneurs et des familles du monde entier, leur offrant notre soutien à travers des conseils financiers experts et un service personnalisé d'exception. À ce jour, nous continuons de proposer à chaque client un service sur mesure, en l'aidant à bâtir, protéger et transmettre son patrimoine.

Ce service réellement personnalisé répond aux attentes de nos clients et, combiné à la solidité financière et à l'expertise complémentaire du Groupe Crédit Agricole, l'une des 10 premières banques mondiales, propose une approche unique permettant de créer de la valeur pour les entrepreneurs et les familles du monde entier.

## INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

Indosuez Wealth Management s'appuie sur un patrimoine exceptionnellement riche, fondé sur des relations à long terme, une expertise financière et notre réseau financier international :

### ASIE PACIFIQUE

#### HONG KONG RAS

Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway  
Hong Kong  
T. +852 37 63 68 68

#### NOUMÉA

Le Commodore - Promenade Roger Laroque,  
Anse Vata  
98800 Nouméa - Nouvelle-Calédonie  
T. +687 27 88 38

#### SINGAPOUR

168 Robinson Road #23-03 Capital Tower  
068912 Singapour  
T. +65 64 23 03 25

## EUROPE

### BRUXELLES

Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpsessesteenweg  
1000 Bruxelles - Belgique  
T. +32 2 566 92 00

### GENÈVE

Quai Général-Guisan 4  
1204 Genève - Suisse  
T. +41 58 321 90 00

### LUXEMBOURG

39, Allée Scheffer  
L-2520 Luxembourg  
T. +352 24 67 1

### MADRID

Paseo de la Castellana 1  
28046 Madrid - Espagne  
T. +34 91 310 99 10

### MILAN

Piazza Cavour 2  
20121 Milan - Italie  
T. +39 02 722 061

### MONACO

11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>  
98000 Monaco  
T. +377 93 10 20 00

### PARIS

17, Rue du Docteur Lancereaux  
75008 Paris - France  
T. +33 1 40 75 62 62

## MOYEN-ORIENT

### ABU DHABI

Zayed - The 1<sup>st</sup> Street - Nayel & Bin Harmal Tower,  
5<sup>th</sup> Floor office 504  
PO Box 44836 Abu Dhabi  
T. +971 2 631 24 00

### DIFC

Al Fattan Currency House, Tower 2  
Level 23 Unit 4 DIFC  
PO Box 507232 Dubai  
T. +971 4 350 60 00



# 07 | Glossaire





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

**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.

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

**CBO (Congressional Budget Office)** : Bureau du budget du Congrès des États-Unis.

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

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

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

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

**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** : Fonds Monétaire International.

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

**Greenflation** : Désigne une hausse des prix des matières premières et de l'énergie causée par la transition verte.

**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.

**ISR** : Investissement socialement responsable.

**Nearshoring (régionalisation)** : Décrit par l'OCDE comme la décision de relocaliser des activités précédemment délocalisées.

**OCDE** : Organisation de coopération et de développement économiques.

**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.

**Pacte vert pour l'Europe** : Le Pacte vert pour l'Europe a comme objectif principal que l'Union Européenne atteigne la neutralité carbone à l'horizon 2050 (décarbonisation du système énergétique en visant des émissions nettes de gaz à effet de serre nulles d'ici à 2050).

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

**Points de base (pbs)** : 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.

**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.

**Quantitative tightening QT (Resserrement quantitatif)** : Outil de politique monétaire restrictive appliqué par les banques centrales pour diminuer le montant de liquidité ou la masse monétaire dans l'économie.

**Redénomination** : Recalibrage de la devise d'un pays, généralement dû à l'hyperinflation et à la dévaluation monétaire, par lequel une ancienne devise est échangée contre une nouvelle à un taux fixe.

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

**Soft power** : (traduisible en français par la « manière douce » ou le « pouvoir de convaincre ») Concept utilisé en relations internationales.

**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.

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

**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.



## AVERTISSEMENT

Ce document intitulé « Global Outlook » (la « Brochure ») est publié exclusivement à titre de communication marketing.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **en France** : la présente Brochure est distribuée par CA Indosuez, société anonyme au capital de 584 325 015 euros, établissement de crédit et société de courtage d'assurances immatriculée au Registre des intermédiaires en assurance sous le numéro 07 004 759 et au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, et dont les autorités de contrôle sont l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers ;

- **au Luxembourg** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 415 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;

- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de Espana ([www.bde.es](http://www.bde.es)) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, [www.cnmv.es](http://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, enregistrée au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341, agrément : EC/2012-08 ;

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

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

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

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

- **aux EAU** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street- Nayel & Bin Harmal Tower, 5<sup>th</sup> Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (EAU) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des EAU Conformément aux règles et réglementations applicables aux EAU, le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des EAU ou par une autre autorité réglementaire des EAU ;

- **autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette Brochure. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

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

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

Crédits photos: Getty Images.

Achévé de rédiger le 04.12.2023.

