

MONTHLY HOUSE VIEW

Juillet 2022

Focus

Mesurer le choc des prix de l'énergie

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	RHAPSODIE INFLATIONNISTE OU TRAGÉDIE RÉCESSIONNISTE ?	
02•	Focus	P4
	MESURER LE CHOC DES PRIX DE L'ÉNERGIE	
03•	Macroéconomie	P6
	LE MOT TABOU	
04•	Obligations	P8
	UN RISQUE DE DURCISSEMENT MONÉTAIRE EXCESSIF ?	
05•	Actions	P10
	COMMENT SE POSITIONNER DANS UN MARCHÉ BAISSIER	
06•	Devises	P12
	LES DÉCISIONS DES BANQUES CENTRALES RAVIVENT LA VOLATILITÉ DES DEVISES	
07•	Allocation d'actifs	P14
	SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS	
08•	Market Monitor	P16
	APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18

RHAPSODIE INFLATIONNISTE OU TRAGÉDIE RÉCESSIONNISTE ?

« *Tout acte exige l'oubli* » F. Nietzsche.



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

La victoire n'est pas toujours un "home run" dans la vie réelle, ni un retour rapide à la normale. Après avoir vaincu ses ennemis, il a fallu dix ans à Ulysse pour quitter les ruines de Troie et regagner son île natale d'Ithaque. Exactement le temps qu'il a fallu pour gagner la bataille contre une décennie d'inflation dans les années 70. Et aussi le temps qu'il a fallu plus récemment aux banques centrales pour relancer les anticipations d'inflation ; et maintenant que celles-ci sont là, on souhaiterait qu'elles reviennent immédiatement à leur niveau initial. Est-ce réaliste ? Et si nous n'étions pas seulement dans un moment cyclique, mais dans un changement plus profond qui prenait des années à inverser ?

Les Grecs anciens avaient un sens de la temporalité et une forme de patience que nous avons peut-être perdus. C'est probablement la raison pour laquelle l'oubli - la double condition de l'action et du bonheur chez Nietzsche - et notre mémoire courte nous ont fait oublier ce qu'était la longue dynamique des cycles inflationnistes de temps qui nous semblaient révolus. La mémoire du temps passé cogne sans succès à la porte de nos perceptions biaisées par nos espoirs, notre optimisme, nos croyances ainsi que par notre horizon temporel raccourci. Nos espoirs de paix perpétuelle nous ont fait oublier l'histoire longue de la Russie. La volatilité des marchés contribue à réduire notre horizon, tandis que les urgences sociales et les échéances électorales raccourcissent l'échelle de temps des gouvernements. Ces demandes sociales commandent une action rapide des banques centrales aujourd'hui. Mais ceci pourrait constituer un piège, car les cycles inflationnistes prennent plus de temps à refroidir qu'à enclencher.

L'horizon temporel raccourci des banques centrales est peut-être l'une des explications de cette erreur de politique monétaire. En 2021, les banques centrales étaient encore tellement perturbées par les bouleversements qui ont suivi la pandémie, qu'elles ont poursuivi leur politique d'accommodation monétaire tout au long de l'année 2021. Elles ont récemment refusé d'admettre le retour de l'inflation alors qu'elle était déjà là, biaisées par une décennie de crainte de déflation.

Maintenant que l'inflation est là, les banques centrales se précipitent pour augmenter les taux et tentent de fermer les yeux sur les conséquences d'un processus de normalisation brutal dans une économie qui ralentit déjà fortement, augmentant ainsi le risque de récession, avec beaucoup d'inconnues sur le plan géopolitique. La normalisation du dosage des politiques n'est pas une destination, mais un voyage, avec plus de hauts et de bas qu'à l'accoutumée, et de nombreuses surprises possible en chemin. Et si ce resserrement monétaire n'était pas une rhapsodie courte au dénouement joyeux, mais plutôt une tragédie grecque plus sombre et plus longue, avec des héros en proie à un destin qui leur échappe et soumis à des choix cornéliens ?

C'est la principale question posée par les marchés aux banques centrales. Êtes-vous convaincus que ces actions peuvent être efficaces pour freiner une trajectoire inflationniste qui semble échapper à votre contrôle ? Êtes-vous prêt à en payer le prix en prenant le risque d'une récession ?

L'analogie avec les tragédies grecques est utile aujourd'hui pour repenser notre perception du temps et réévaluer l'impact des actions humaines et politiques. Contrairement à notre conception moderne positiviste de l'histoire, vue comme une trajectoire orientée de progrès, déterminée par nos actions, les tragédies nous apprennent que l'histoire ne finit pas toujours bien, que nos actions parfois vaines peuvent aggraver les choses. Une leçon d'humilité pour les investisseurs que nous sommes. A défaut de pouvoir prédire l'avenir, il reste préférable de s'adapter au présent, sans oublier l'histoire.

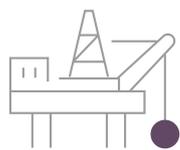
Les facteurs à l'origine de la crise énergétique actuelle sont multiples. Les prix du pétrole resteront élevés, mais la chute de la demande induit également un risque baissier. Les pénuries de gaz qui se profilent en Europe constituent le principal risque pour notre scénario de croissance du PIB.

LE MARCHÉ DU PÉTROLE CONFRONTÉ À UNE BAISSÉ DE LA DEMANDE

Les prix du pétrole ont chuté de 10 dollars le baril (à moins de 110 dollars) après la réunion de juin de la Fed, qui a ravivé les craintes de récession malgré la réouverture progressive de la Chine.

En termes de perspectives, les risques liés à l'offre restent importants. Jusqu'à présent, la demande pour le pétrole russe (offre qui représente 10 % de la production mondiale) a relativement bien résisté, les pays de l'Est remplaçant les acheteurs traditionnels occidentaux (l'Inde a dépassé l'Allemagne pour devenir le deuxième importateur de pétrole russe). Cependant, le sixième train de sanctions de l'Union européenne (UE) – qui comprend un embargo partiel et l'interdiction d'assurer le transport du pétrole russe vers des pays tiers – a changé la donne pour de nombreux analystes, alors que son impact se fera pleinement sentir en 2023.

En 2022, les marchés pétroliers mondiaux ont été soulagés par la libération de réserves stratégiques américaines, mais ce dispositif est temporaire. De son côté, l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole) s'est engagée à augmenter sa production le 2 juin. Cependant, ses réserves réelles et sa capacité à atteindre ses objectifs en vue de stabiliser les marchés suscitent des inquiétudes (le déficit d'offre de l'OPEP par rapport aux objectifs de production officiels s'est accru à 2,8 millions de barils par jour (mb/j), contre 2,5 mb/j en avril). En conséquence, les producteurs hors OPEP devraient tirer la croissance de la production en 2023. Selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), la trajectoire de croissance de la production pétrolière américaine restera inchangée en 2023. En outre, le Brésil devrait être la principale source de nouveaux projets d'approvisionnement en pétrole conventionnel, suivi par la Norvège et les États-Unis.



Les producteurs
HORS OPEP
tireront la
CROISSANCE DE
LA PRODUCTION
en 2023

Selon les modélisations de l'Oxford Institute for Energy Studies (OIES), le marché pétrolier sera de nouveau déficitaire à partir du quatrième trimestre 2022, mais pas suffisamment pour maintenir les prix aux niveaux actuels. Cet institut anticipe un baril de Brent à 112,8 dollars en moyenne en 2022 et 102,8 dollars en 2023. La tendance à la baisse du prix du pétrole pourrait toutefois être plus prononcée si les craintes de récession continuent de s'accroître, ce qui amènerait les investisseurs à anticiper un rééquilibrage plus rapide du marché via la baisse de la demande.

PRIX DU GAZ : UNE PRÉOCCUPATION RÉGIONALE

Le gaz naturel est plus difficile à remplacer que le charbon et le pétrole. Par rapport aux autres sources d'énergie, l'envolée des prix du gaz a été plus brutale en 2021 comme en 2022, en raison de problèmes d'approvisionnement depuis les Pays-Bas et, désormais, la Russie. L'actualité récente (réduction soudaine des livraisons via les gazoducs russes, fermeture d'un port américain de gaz naturel liquéfié) a incité l'Allemagne à annoncer un nouveau système d'enchères pour inciter les industriels à consommer moins de gaz. Le plan REPowerEU de l'UE vise à identifier de nouveaux fournisseurs de gaz. Fait encourageant, les importations de GNL de l'UE en provenance des États-Unis ont augmenté de 45 % en mai par rapport à 2019 (+4,7 milliards de pieds cubes par jour (mpc/j), soit 40 % des exportations russes vers l'UE en 2020), mais ces dernières ont presque atteint leur maximum. Dans un contexte d'incertitude extrême, une coupure partielle de l'approvisionnement russe risquerait de pousser les prix du gaz jusqu'à 170 EUR/MWh en Europe en fin d'année (selon les spécialistes de Crédit Agricole SA). Cependant, si l'UE amplifie ses sanctions ou si la Russie préempte ce risque en réduisant intentionnellement ses livraisons de gaz vers l'Europe, les prix pourraient être propulsés à des niveaux bien plus élevés, ce qui déboucherait sur une récession sévère en zone euro.

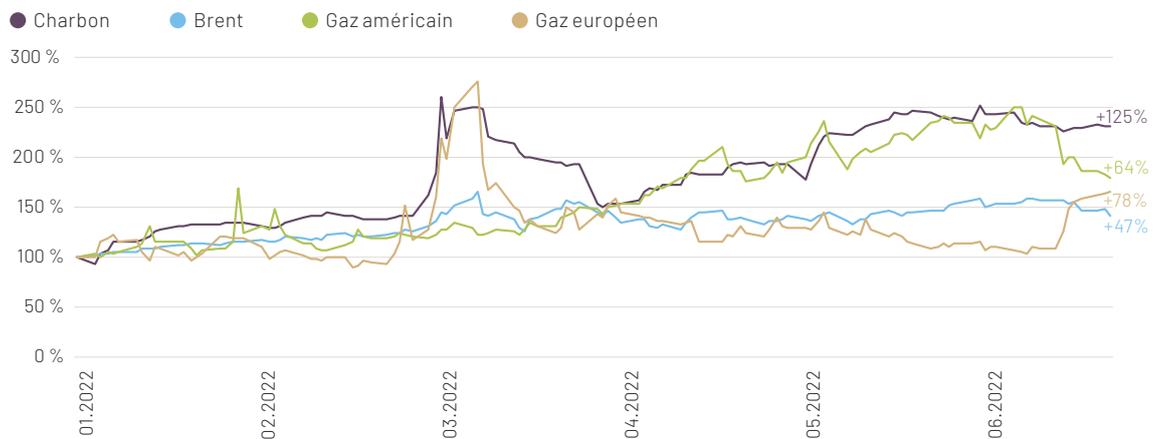
L'IMPACT SUR LA CROISSANCE SERA PARTICULIÈREMENT SÉVÈRE EN EUROPE

Contrairement aux années 1970, la situation actuelle se caractérise par une envolée généralisée des prix de l'énergie (graphique 1). La hausse des prix du gaz a dopé les prix de l'électricité (générée à partir de gaz à hauteur de 22 % en Europe et de 38 % aux États-Unis), tandis que les efforts des gouvernements pour identifier des substituts énergétiques ont fait bondir les prix du charbon.

Certains marchés émergents importateurs nets peuvent tirer parti d'une énergie russe moins chère, mais cela deviendra de plus en plus compliqué sur les plans logistique et politique, tandis que la hausse des autres matières premières fait peser une menace accrue sur la croissance. Le marché américain, souvent perçu comme immunisé contre les pénuries de gaz et d'électricité, devrait bénéficier d'investissements renforcés dans les secteurs du GNL et du pétrole.

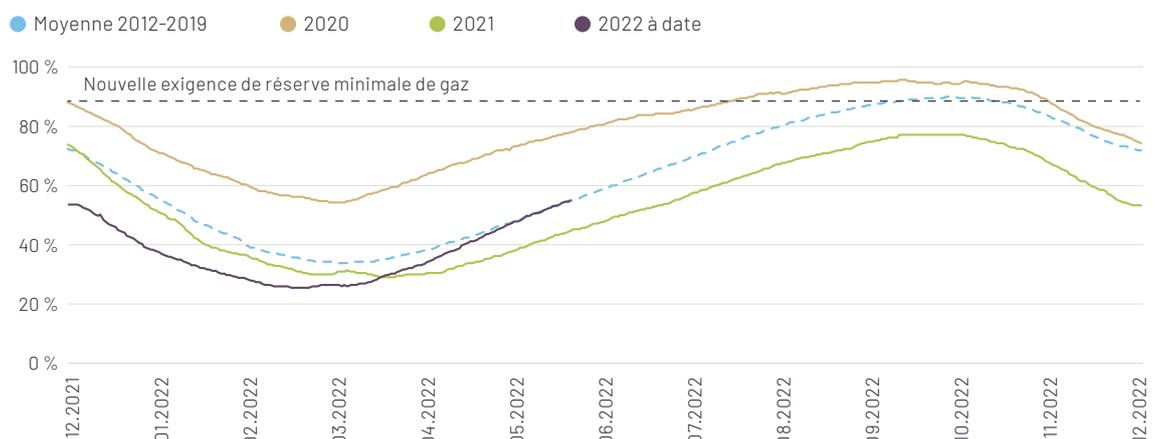
Toutefois, la hausse des prix du pétrole a stimulé l'inflation aux États-Unis, qui devrait ralentir au troisième trimestre 2022 et pourrait être amortie par la suspension de l'impôt fédéral sur les carburants. Le continent européen a été et restera le plus touché par la crise énergétique. La hausse des prix et les pénuries de gaz réduiront l'efficacité en augmentant la dépendance temporaire à l'égard de sources d'énergie alternatives et en créant des ruptures d'approvisionnement. Les perspectives de consommation et d'investissement devraient dès lors se détériorer et entraîner le PIB de la zone euro en territoire légèrement négatif au second semestre (-0,2 %), les risques étant orientés à la baisse. L'ajustement de la demande intérieure devrait réduire la pression sur les prix, mais la nécessité de maintenir des réserves (graphique 2), les coûts logistiques importants, ainsi que l'augmentation des besoins d'investissement, pourraient toutefois maintenir les prix de l'énergie à un niveau élevé en 2023.

GRAPHIQUE 1 : PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES ÉNERGÉTIQUES, 100 = 31.12.2021, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 2 : RÉSERVES DE GAZ NATUREL, % DU GAZ DISPONIBLE STOCKÉ



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Personne au sein des institutions internationales ne veut prononcer le mot de « récession », encore moins Jerome Powell, qui pourrait être soupçonné d'avoir contribué à ce résultat. Si les mots ont certes le pouvoir d'influer sur la réalité, le sombre tableau de la stagnation qui frappe les économies occidentales est déjà bien visible dans les chiffres. La Chine remonte la pente après le recul de l'activité observé au premier semestre, tandis que l'Europe redoute l'hiver, les pénuries de gaz qui se profilent menaçant sa reprise post-COVID.



+16,9 %
en glissement
annuel pour
les exportations
chinoises en mai

CHINE : RÉOUVERTURE 2.0

Les exportations chinoises ont progressé de 16,9 % en glissement annuel (GA) en mai (dépassant les prévisions, qui s'établissaient à 8 %). L'indice PMI manufacturier a augmenté à 49,1 en mai 2022 contre 46 en avril, alors que le marché anticipait un niveau de seulement 48. L'activité domestique continue de souffrir, mais montre des signes d'amélioration. Les ventes de détail ont reculé de 6,7 % en GA (+0,5 % en glissement mensuel - GM), alors que les analystes prévoient une baisse de 7,1 %. Le taux de chômage est passé de 6,1 % en avril - un sommet de 26 mois - à 5,9 % en mai. La faiblesse de la demande intérieure et le taux de chômage élevé ont permis de contenir l'inflation à 2,1 %, un chiffre inférieur à l'objectif de la banque centrale (3 %) et aux niveaux des autres économies asiatiques (7 % en Inde, 5,4 % en Corée du Sud), malgré la hausse des prix des matières premières. La Banque populaire de Chine (BPC) s'est toutefois abstenue de poursuivre la baisse des taux en juin, alors que la lutte contre l'inflation domine dans de nombreuses régions. Le rebond du PIB devrait être stimulé par les investissements au second semestre 2022, grâce aux projets d'infrastructure publics et à l'amélioration des perspectives et des conditions financières.

La reprise risque néanmoins d'être freinée par le ralentissement mondial et l'émergence éventuelle de nouvelles vagues épidémiques. Dans ce contexte, nous anticipons des efforts de relance accrus, tandis que la politique monétaire restera plus neutre en raison d'un écart de taux d'intérêt croissant avec le reste du monde et de la nécessité de poursuivre les efforts de désendettement. La croissance de la Chine devrait s'établir à 3,5 % en 2022 (révision à la baisse des 0,5 % par rapport au mois dernier) et à 5,4 % en 2023 (révision à la hausse de 0,6 %)(tableau 1).

ÉTATS-UNIS : DES DIFFICULTÉS DE COURT TERME POUR UN GAIN À LONG TERME

Les ventes de détail aux États-Unis ont baissé de 0,3 % en GM en mai, suggérant que le pouvoir d'achat et les perspectives moroses finissent par peser sur la consommation. Les données remontées par les enquêtes signalent ce ralentissement depuis plusieurs mois : l'indice de confiance des consommateurs de l'université du Michigan n'a jamais reflété un tel pessimisme (y compris pendant la pandémie et la Crise financière mondiale de 2008).

TABLEAU 1 : NOS PRÉVISIONS DE PIB ET D'INFLATION SONT PLUS PESSIMISTES QUE LE CONSENSUS POUR 2022 ET 2023, %

	CROISSANCE DU PIB				INFLATION			
	2022	Consensus	2023	Consensus	2022	Consensus	2023	Consensus
États-Unis	2,4 %	2,8 %	1,8 %	2,0 %	7,8 %	7,3 %	3,7 %	3,4 %
Zone euro	2,4 %	2,6 %	1,3 %	2,1 %	7,5 %	6,6 %	4,1 %	2,8 %
Chine	3,5 %	4,7 %	5,4 %	5,1 %	2,1 %	2,2 %	2,2 %	2,3 %

Sources : Amundi, Focus Economics Consensus Forecasts, Indosuez Wealth Management.



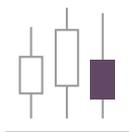
Certes, ces enquêtes ont moins de pouvoir prédictif sur la consommation américaine que l'indice du Conference Board Survey, qui s'est montré davantage résilient car plus sensible au marché du travail, mais est clairement orienté à la baisse. Le taux de chômage s'établit à 3,6 %, un niveau réconfortant si l'on compare le contexte inflationniste actuel à celui des années 1970 (durant lesquelles le taux de chômage dépassait 6 %). Néanmoins, avec une inflation supérieure à 8 % et un taux d'épargne désormais inférieur à 5 %, le risque d'une contraction de la demande intérieure au second semestre est élevé. L'inflation devrait peser sur la consommation privée à partir du troisième trimestre 2022, la contraction risquant de s'intensifier vers la fin de l'année en fonction de la détérioration du marché du travail. L'investissement devrait également être durement touché par le resserrement monétaire agressif anticipé pour cette année (le marché table sur un taux des Fed Funds à 3,75 % en fin d'année). La reconstitution des stocks continue de brouiller les indicateurs, mais nous pensons qu'une récession technique est possible au quatrième trimestre 2022, ou au premier trimestre 2023. Un autre scénario, moins probable et moins optimal à long terme, serait que le consommateur américain soit davantage aidé par une politique budgétaire plus accommodante et une politique monétaire moins agressive, mais cela ne freinerait pas l'inflation. Les responsables politiques sont donc confrontés à un choix cornélien à l'approche des élections de mi-mandat (novembre).

ZONE EURO : L'HIVER APPROCHE

En Europe, le redressement post-pandémie a été freiné par la guerre. La production industrielle a augmenté de 0,4 % en GM en avril, uniquement grâce à l'accélération de la production d'énergie (5,4 % en GM). Néanmoins, le secteur des services a fait preuve d'une résistance surprenante, comme le montrent les données de Google sur la mobilité et le transport aérien. En juin, l'indice des directeurs d'achat (PMI) du secteur des services a chuté de 3,3 points à 52,8, contre un recul de 2,6 points à 52 pour le PMI manufacturier. Le repli des indicateurs de confiance est de mauvais augure pour l'automne, après la reprise estivale des services qui verra les ménages à hauts revenus puiser dans leur épargne – encore conséquente – avant d'affronter un hiver difficile. Les Européens pourront cependant compter sur des amortisseurs budgétaires ; selon le cercle de réflexion Bruegel, des baisses d'impôt sur l'énergie et la TVA ont été mises en place dans 20 États de l'Union européenne (sur 27), et des transferts aux catégories vulnérables dans 25 États. Cependant, les investissements souffriront d'un niveau d'incertitude extrême et de la dégradation des perspectives de demande jusqu'en 2023. La zone euro devrait connaître une croissance de 2,4 % en 2022 (soit deux points de pourcentage issus de la croissance robuste de la fin 2021, une stagnation au T2 2022 et une légère contraction du PIB au T3 et au T4) et de 1,3 % en 2023 (révisée à la baisse de 0,5 % depuis le mois dernier), les risques étant orientés à la baisse (probabilité accrue d'une interruption totale des livraisons de gaz russe, qui anéantirait la croissance en 2023). L'inflation devrait atteindre un pic au troisième trimestre (à 8,3 %), mais la crise énergétique actuelle génère une incertitude significative (voir la section « Focus »).

UN RISQUE DE DURCISSEMENT MONÉTAIRE EXCESSIF ?

Les banquiers centraux américains, européens et britanniques sont déterminés à éviter les effets de second tour sur l'inflation et comptent resserrer les conditions monétaires. Au-delà d'une récession en douceur théoriquement possible, sur quelles perspectives réalistes s'appuyer ?



Le montant de la dette à rendement négatif a chuté de

90 %
À 1,8 MILLIARD DE DOLLARS

BANQUES CENTRALES

Dans le sillage de la Réserve fédérale (Fed), les banques centrales ont resserré les conditions monétaires de manière très agressive, via les hausses de taux et leurs orientations prospectives. Les taux de marché dépassent désormais les niveaux neutres, ce qui freine l'économie. La demande continue de ralentir et les composantes cycliques commencent à se retourner (prix des biens, métaux industriels), alors que les prix des denrées alimentaires et des loyers augmentent. En outre, le complexe énergétique n'accorde aucun répit aux banquiers centraux.

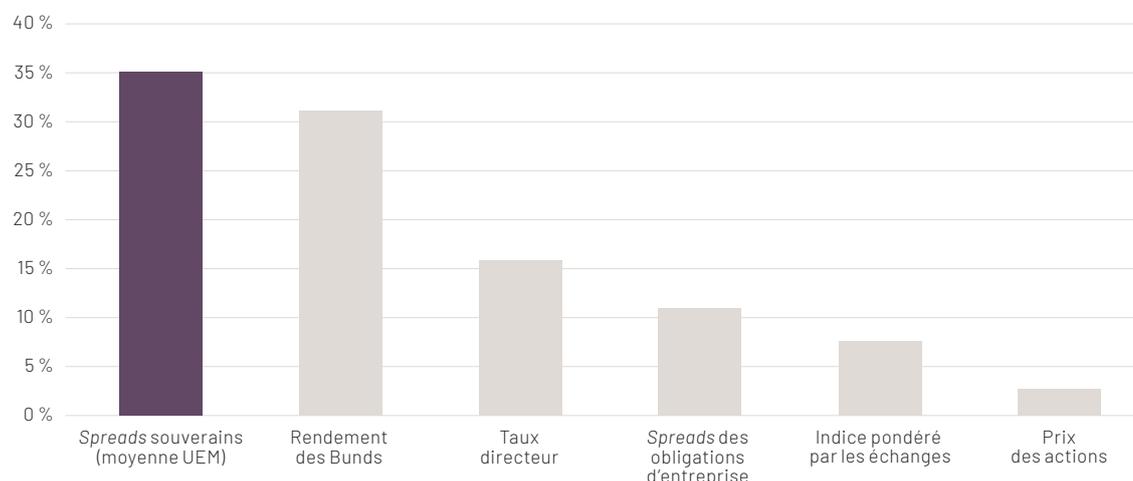
Certes, les anticipations d'inflation à long terme reculent après la violente correction des matières premières cycliques et le resserrement agressif de la politique monétaire anticipé par le marché et mis en œuvre par la Réserve fédérale.

Mais la Fed intervient dans un contexte de ralentissement cyclique, et le rythme de relèvement des taux qu'elle impose pourrait peser davantage sur la croissance. Les risques baissiers pesant sur l'économie devraient dès lors se traduire par une pentification de la courbe des taux. Or le changement de direction de la pente est un processus qui prend du temps, car il implique une évolution

des attentes concernant la vigueur de l'économie et l'attitude des banques centrales. Un scénario alternatif serait une inversion de la courbe des taux induite par la stagflation, les marchés achetant les échéances longues pour refléter les craintes de récession, tandis que les rendements à court terme seraient moins comprimés si la Fed reste déterminée à lutter contre l'inflation.

La BCE, qui compte également resserrer sa politique monétaire, se trouve dans une configuration beaucoup plus délicate compte tenu de la forte dépréciation de l'euro. La banque centrale prévoit une hausse des taux de 25 pb en juillet et une autre en septembre, tandis que les marchés obligataires anticipent un taux de rémunération des dépôts atteignant 1 % à la fin 2022. Les taux en zone euro ont considérablement augmenté depuis l'inflexion de la BCE en février, mais nous identifions peu de signes de fragmentation à ce stade, bien que les niveaux absolus paraissent attrayants sur les obligations périphériques. Les adjudications se déroulent toujours de manière relativement « normale ». Alors que l'élargissement des *spreads* périphériques est cohérent avec la normalisation des taux de la zone euro (graphique 3), les primes de risque devraient rester volatiles dans ce contexte.

GRAPHIQUE 3 : LES SPREADS SOUVERAINS SONT LE PRINCIPAL RISQUE PESANT SUR LES CONDITIONS DE FINANCEMENT EN ZONE EURO*, %



* Indice des conditions financières en zone euro, pondérations.
Sources : Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.



Néanmoins, il a suffi de deux séances marquées par l'élargissement des *spreads* italiens à court terme pour déclencher une réaction du Conseil des gouverneurs de la BCE. En agissant de manière préventive, la BCE a gagné un peu de temps et son action a eu un impact immédiat sur les *spreads*.

À ce stade, les marchés jugent la BCE capable de mettre en place un outil « anti-fragmentation » crédible et la réduction des *spreads* périphériques a fait baisser la volatilité.

À suivre...

OBLIGATIONS D'ENTREPRISE

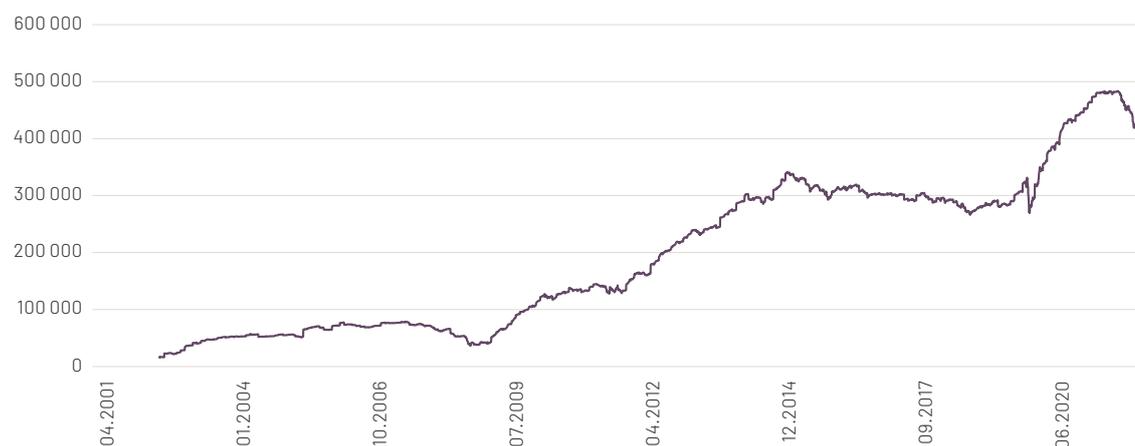
Les marchés de crédit ont été ébranlés par l'incertitude pesant sur les taux, mesurée par la volatilité intrinsèque (à un niveau inédit depuis le début des années 2000) et la déroute des marchés boursiers.

Les sorties de fonds continuent de déterminer le comportement du marché : les investisseurs ont retiré près de 15 % de leurs actifs du segment *high yield* européen, qui enregistre un recul de 15 % depuis le début de l'année – un record historique en termes nominaux (graphique 4). Néanmoins, les marchés de crédit des pays développés intègrent déjà en partie les risques de récession, la hausse des taux nominaux et la limitation des liquidités pour les entreprises et les investisseurs.

En termes de fondamentaux, les entreprises ont accumulé des réserves de liquidités dans leurs bilans et les stocks de dettes sont associés à de très faibles taux de financement. Si les nouveaux besoins de financement impliquent naturellement des taux *spreads* plus élevés, cela ne suffit pas à éroder leur profil financier, globalement robuste à ce stade.

Le marché table cependant sur la dégradation de certaines émissions, les agences de notation étant susceptibles de réagir à l'élargissement des *spreads*. Le risque de crédit devrait augmenter jusqu'en 2023, avec une prochaine hausse des taux de défaut – toutefois inférieure à celle de la précédente récession – sur le segment *high yield*. Sur une base ajustée au risque, les rendements du segment *investment grade* offrent plus de valeur que ceux du segment *high yield*, qui souffrirait davantage si les craintes de récession devaient perdurer. La dette subordonnée focalise à nouveau l'attention des investisseurs, alors que les rappels des émetteurs suscitent des inquiétudes. Nous pensons que ces craintes sont exagérées pour la plupart des émetteurs et recommandons de rester très sélectif. Aussi bien les entreprises que les émetteurs financiers veulent conserver leur accès au marché et acceptent dès lors de payer un prix élevé.

GRAPHIQUE 4 : TAILLE DU MARCHÉ EUROPÉEN DU HAUT RENDEMENT, MILLIARDS D'EUROS



Sources : ICE, Indosuez Wealth Management.

Les marchés actions sont désormais entrés dans une phase baissière et les investisseurs doivent naviguer entre une inflation à des niveaux historiques et le risque de récession. Ce risque joue un rôle central, car la durée des corrections de marché est corrélée à l'amplitude du ralentissement cyclique.

En ce qui concerne les fondamentaux, les prévisions de croissance des bénéfices restent stables malgré les soubresauts du marché, mais la hausse des rendements réels plombe les valorisations des actions, tandis que la volatilité reste élevée. Par conséquent, l'ampleur du mouvement de réévaluation enregistré ces derniers mois ne nous empêche pas de rester prudents sur les fondamentaux, en attendant que des catalyseurs plus positifs signalent un retournement du marché.

Ce recul s'explique entièrement par les rendements obligataires réels, qui ont détérioré la prime de risque des actions – désormais proche de 6 % – et affecté leur attractivité. Après un semestre de correction, les primes de risque sont redevenues attrayantes (>10 %) en Europe, mais il convient désormais de se concentrer sur le risque de révision des bénéfices.

ÉTATS-UNIS

L'indice S&P 500 est entré dans une phase baissière (ce qui reflète une chute cumulée de plus de 20 %) le 13 juin, pour la première fois depuis mars 2020. Pour les investisseurs, cela constitue un obstacle symbolique et psychologique, qui se traduit généralement par une pression supplémentaire sur les flux.

Ces derniers mois, la hausse des rendements des emprunts d'État a entraîné les marchés boursiers américains dans une spirale baissière. L'énergie, qui bénéficie du contexte inflationniste, est le seul secteur demeurant en territoire positif. Dans un tel environnement, nous privilégions les valeurs à dividendes durables et les actions de qualité à un prix raisonnable (QARP) et restons prudents sur les valeurs cycliques (consommation discrétionnaire et industrie).



Les BPA à 12 mois ont progressé de

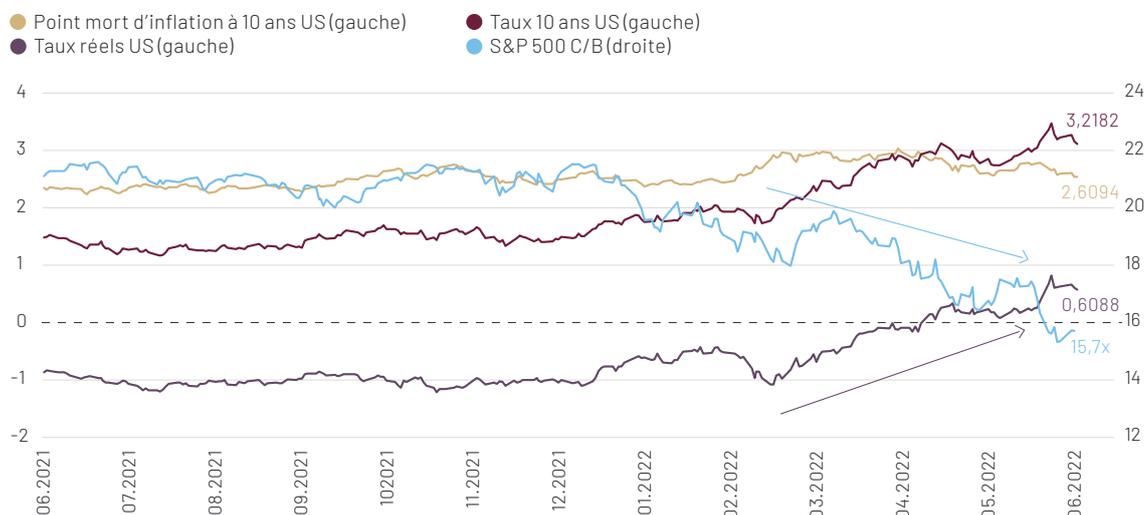
8 %

BÉNÉFICES ET VALORISATIONS

En matière de bénéfices, les révisions continuent de faire preuve de résilience... à ce stade. Les BPA à 12 mois ont progressé de 8 % depuis le début de l'année, tandis que le marché perdait plus de 23 %. Lors des précédents marchés baissiers de 2000-2003 et 2007-2009, la chute des cours a précédé l'inflexion des révisions de bénéfices, mais uniquement d'une courte tête. Or, aucune inflexion des révisions ne se profile à l'horizon. Combien de temps cela peut-il durer ?

En ce qui concerne les valorisations, le ratio C/B (cours/bénéfices) du S&P500 (15,7x) se situe désormais en dessous de son niveau de long terme (17,1x)(graphique 5).

GRAPHIQUE 5 : RATIO COURS/BÉNÉFICES DU S&P 500 CONTRE RENDEMENTS RÉELS



Remarque : depuis le début de l'année, la forte hausse des rendements réels (+170 pb) explique la sévère dépréciation observée sur la valorisation des actions (le ratio C/B du S&P 500 est passé de 22 à 16).
Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



EUROPE

L'Europe affronte divers vents contraires depuis plusieurs mois : conflit russo-ukrainien, perturbations de la chaîne logistique, inflation, hausse des taux et impact de la politique « zéro COVID » en Chine ; mais le ralentissement semble pour l'instant limité à certains domaines spécifiques (notamment les secteurs de la consommation qui ont le plus bénéficié de la tendance du « confinement à domicile »).

Les valorisations se sont fortement comprimées, ce qui reflète la prudence légitime des investisseurs sur le rythme et l'ampleur d'une éventuelle prochaine révision à la baisse des bénéfices. Malgré une correction significative conduisant à des multiples de valorisation et des primes de risque attractifs (10,7x pour l'Eurostoxx 50¹), nous restons donc vigilants sur les marchés actions de la zone euro et continuons de privilégier les marchés britannique et suisse sur une base relative.

MARCHÉS ÉMERGENTS

Nous renforçons notre avis positif sur les actions chinoises à compter du second semestre 2022, en raison du récent assouplissement des confinements à Shanghai et à Pékin, des politiques monétaire et budgétaire favorables à la croissance et d'investissements significatifs dans les infrastructures. Nous observons également une évolution encourageante sur le front de la réglementation, avec la reprise des agréments accordés aux jeux en ligne après un gel de 8 mois. Cela est de bon augure pour le secteur chinois des jeux vidéo et des jeux en ligne. De manière plus générale, le gouvernement chinois a constamment mis l'accent sur les efforts de relance dans sa communication des dernières semaines.

Inspiré par une approche *bottom-up*, notre positionnement actuel est une stratégie tactique de type « *barbell* » axée sur la Chine et l'Inde/l'ASEAN

(Association des nations de l'Asie du Sud-Est), neutre sur la Corée du Sud et sous-pondérée sur Taïwan.

STYLE : FOCUS SUR LA QUALITÉ, COMPLÉTÉE PAR LE STYLE VALUE

Le style *Value* a surperformé, principalement sous l'effet du vif rebond des rendements et de la hausse des prix des matières premières. Après la forte hausse récente des rendements obligataires, on peut s'interroger sur le potentiel de ce facteur, notamment si le marché commence à se concentrer davantage sur la dynamique de l'activité économique (qui ralentit) que sur l'inflation. Une telle évolution verrait la performance relative du segment *Value* s'estomper progressivement, mais il semble prématuré de faire ce pari.

Les actions de qualité restent la meilleure option dans un régime de marché caractérisé par une forte volatilité et une faible visibilité. Les actions présentant des fondamentaux solides tels que la visibilité, la stabilité, la résilience et un dividende croissant sont des valeurs que le marché est de plus en plus enclin à récompenser. En outre, la stabilisation des rendements à long terme devrait libérer leur potentiel de surperformance.

Néanmoins, la persistance de l'inflation justifie le maintien d'une allocation importante sur les stratégies de dividendes, qui doivent équilibrer les secteurs *Value/Cycliques* avec des secteurs plus défensifs (tels que la santé, les télécoms et les services publics).

En ce qui concerne les valeurs de croissance, un rebond technique du marché pourrait offrir un certain répit, notamment après la récente correction. Nous préférons toutefois ne pas revenir sur ce style tant que la hausse des rendements obligataires se poursuit, à l'exception des stratégies optionnelles offrant une asymétrie intéressante.

1 - Ratio C/B combiné à 12 mois.

LES DÉCISIONS DES BANQUES CENTRALES RAVIVENT LA VOLATILITÉ DES DEVISES

De nouvelles banques centrales se sont jointes au mouvement de hausses de taux destiné à lutter contre les pressions inflationnistes. Habituellement neutre, la BNS a surpris les marchés mi-juin en relevant son taux directeur de 50 pb. Alors que la BCE semble prête à lui emboîter le pas, seule la Banque du Japon rechigne à suivre la tendance générale, bien que le yen ait perdu plus de 17 % par rapport au dollar au cours des trois derniers mois.

CHF

Haussse des taux non anticipée de la BNS

En intervenant avant la BCE et en relevant ses taux (de 50 pb à -0,25 %) de manière plus importante en juin, la Banque Nationale Suisse (BNS) a surpris l'ensemble des observateurs. Le message envoyé au marché est clair : la BNS empêchera l'inflation de s'éloigner de son objectif et une dépréciation du franc suisse n'est pas souhaitable.

D'une part, le président de la BNS, Thomas Jordan, a déclaré que la banque centrale pourrait intervenir sur le marché des changes en cas « d'appréciation excessive du franc suisse ». D'autre part, si le franc faiblit, la BNS se montre prête à vendre des devises étrangères et à augmenter les taux si nécessaire, l'objectif principal étant d'éviter toute inflation importée. Dans ce contexte, le franc suisse devrait rester fort contre l'euro à court et moyen terme, et nous pourrions voir la paire EURCHF se rapprocher de la parité dans les prochains mois (graphique 6).

EUR

La BCE se prépare à relever ses taux

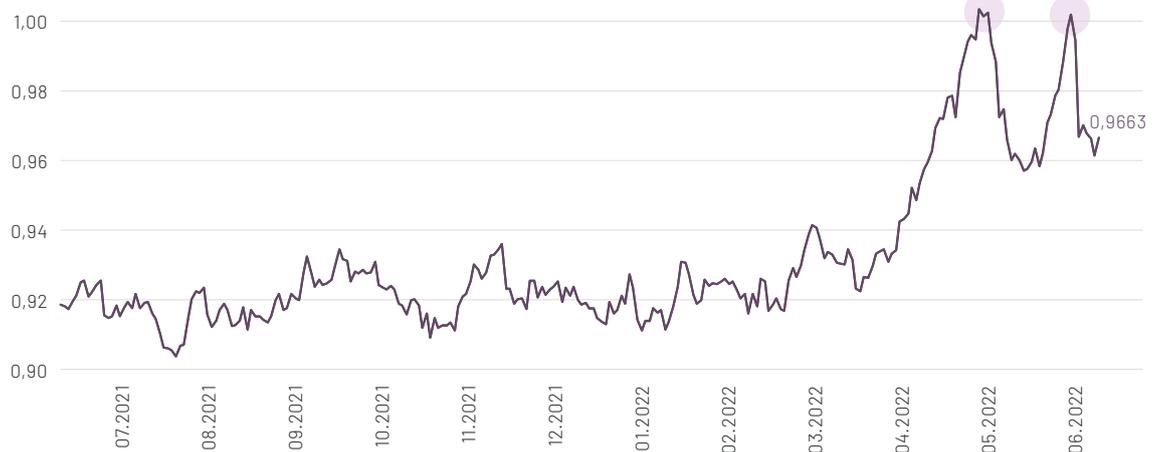
La présidente de la BCE, Christine Lagarde, s'est vue contrainte de réaffirmer son intention de relever les taux en juillet et en septembre, dans un contexte d'écart de rendement croissant entre les obligations allemandes et italiennes. Les investisseurs redoutent l'impact d'une hausse des taux en euro sur les pays périphériques, susceptible d'affaiblir encore l'euro.

En cas de persistance du sentiment d'aversion au risque, l'euro devrait rester sous pression par rapport au dollar et au franc suisse à court et moyen terme. Sur la paire EUR/USD, 1,0340 sera un niveau clé à surveiller.



**LE CHF
DEVRAIT
RESTER FORT**
contre l'euro à
court terme

GRAPHIQUE 6 : GRAPHIQUE QUOTIDIEN USD/CHF, LA FERMETÉ DE LA BNS RENFORCE LE FRANC SUISSE



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

USD

Soutenu par le renforcement des anticipations de hausses des taux

Le billet vert a laissé dans son sillage toutes les classes d'actifs et devises étrangères après la publication d'une inflation marquant un sommet de 40 ans. Les anticipations concernant la trajectoire des taux de la Fed se sont dès lors renforcées, favorisant les prises de position à la hausse sur le billet vert. Combiné à un contexte géopolitique toujours fragile en Ukraine et à la flambée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, ce contexte a entraîné le retour en force du sentiment d'aversion au risque.

Malgré la hausse parallèle des taux d'intérêt dans de nombreux pays, aucune devise n'a jusqu'à présent été capable de résister à la conjonction de facteurs qui pousse le dollar à la hausse. Au-delà de la liquidation forcée des positions *short*, qui persistera probablement jusqu'à ce que l'inflation américaine atteigne un pic ou que le FOMC (organe de la Fed chargé d'établir la politique monétaire) intervienne, on ne peut écarter l'éventualité d'une erreur politique potentielle se traduisant par une récession induite. Un relèvement agressif des taux, au moment même où le consommateur américain ajuste ses dépenses à la baisse, menacera inévitablement la surperformance du dollar. Solide à ce stade, le dollar est certainement vulnérable à moyen terme compte tenu du positionnement du marché, notamment si la Fed devait adopter un ton moins agressif à partir de la fin 2022.

AUD

La politique va renverser la vapeur pour cette devise notée AAA

La victoire électorale du Parti travailliste, qui dispose d'une majorité pour former un gouvernement évinçant le Parti libéral, marque un changement politique majeur en Australie. De son côté, la Banque centrale d'Australie (RBA) a relevé les taux d'intérêt plus que prévu dans un contexte dominé par le plein emploi.

Noté AAA, le dollar australien s'est stabilisé avant d'entamer un mouvement haussier par rapport aux devises asiatiques de la région, alors que l'excédent de la balance courante atteint des niveaux inédits. La structure enviable du commerce australien, axé sur les matières premières, génère d'importants apports de devises étrangères qui soutiennent la devise. Sur une base relative, les écarts de taux d'intérêt qui se creusent par rapport aux autres pays seront également un facteur de résistance en cas de baisse. Enfin, le statut de devise à haut rendement du dollar australien devrait favoriser la résurgence des transactions de portage.

CNY

Confinements ou fin des confinements ?

Dépassé par l'accélération du dollar, le yuan chinois a perdu son statut de devise la plus performante depuis la fin avril. Dans un cadre régional, la Chine souhaite éviter toute appréciation excessive de sa devise, alors que son concurrent, le Japon, dévalue le yen de manière agressive via un contrôle de la courbe des taux orchestré par les autorités. Guidé par le régime de gestion d'un panier de devises liées aux partenaires commerciaux de la Chine, le repli de 8 % du yuan par rapport au dollar doit être apprécié dans ce contexte. La devise a depuis retrouvé une certaine stabilité, la paire USD/CNY se maintenant sous le seuil de 6,80 depuis la mi-mai. Nous ne pouvons exclure un affaiblissement du yuan au-delà de ce niveau, car l'écart de taux d'intérêt par rapport aux États-Unis continuera de se creuser dans les mois à venir. Cependant, l'assouplissement progressif des strictes mesures de confinement liées à la politique « zéro COVID » dans les principales villes côtières chinoises contribuera certainement à dissiper la morosité entourant les prévisions de croissance du PIB. Au-delà de tels accès de faiblesse, nous restons prudemment optimistes et pensons qu'à moyen terme le yuan chinois continuera de prendre une part accrue dans les réserves de change de banques centrales en quête de diversification et à surperformer ses concurrents du G7 à faible rendement.



LE CYCLE
MACROÉ-
CONOMIQUE
devrait encore
RALENTIR

PERSPECTIVES
MACROÉCONOMIQUES
ET DE MARCHÉ

- Les principaux scénarios continuent d'arbitrer entre les surprises en matière d'inflation et les craintes de récession. Le pic d'inflation est repoussé en fin d'année dans la zone euro : la hausse des prix devrait dépasser 7 % en 2022, avant de retomber à 4 % l'année prochaine.
- Le cycle macroéconomique devrait encore ralentir, pour frôler la récession au second semestre et déboucher sur une croissance faible (inférieure au potentiel) en 2023. Si la zone euro est la plus touchée par la crise énergétique et le conflit en Ukraine, les dépenses budgétaires devraient limiter le risque récessionniste à une récession technique. Aux États-Unis, le resserrement des conditions financières sera le principal facteur de ralentissement, tant du côté des entreprises que des consommateurs, ces derniers étant également affectés par la baisse du pouvoir d'achat.
- La normalisation monétaire suit son cours, la Fed accélérant le rythme des hausses de taux. Jerome Powell semble prêt à déclencher un ralentissement économique synonyme de hausse du chômage. De son côté, la BCE se prépare à sortir des taux négatifs, tandis que l'élargissement des spreads périphériques cristallise les inquiétudes sur la viabilité de la dette, poussant la banque centrale à intensifier les débats sur un mécanisme de protection permettant de limiter les risques de fragmentation.

- Les fondamentaux des entreprises, solides jusqu'à présent, devraient commencer à subir le contrecoup de ce ralentissement. La croissance des bénéfices a été revue à la hausse après la saison des résultats du premier trimestre 2022, mais un risque de révision à la baisse se profile désormais. Le risque de crédit devrait augmenter en 2023, mais reste inférieur aux niveaux de la précédente récession : les taux de défaut du segment *high yield* devraient atteindre 4 % (encore loin des records de 2009).
- Une configuration de marché baissier se dessine, sans point de stabilisation pour l'instant et sous un régime de volatilité plus élevée. Jusqu'à présent, la correction a été essentiellement alimentée par la hausse des rendements obligataires à long terme. Alors que les craintes de récession augmentent et que les révisions de bénéfices pourraient refaire surface, les investisseurs renforcent leur exposition aux secteurs défensifs et aux valeurs de qualité.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

- Actions : nous conservons une exposition modérée, avec une approche neutre du risque et une préférence pour les actions *Value* et de qualité/défensives offrant des rendements attrayants (bonne couverture contre l'inflation). Nous restons sous-pondérés sur les valeurs de croissance et les entreprises chèrement valorisées. Nous avons réduit tactiquement la *Value* et augmenté la qualité dans un contexte de craintes croissantes de récession.

Nous restons sous-pondérées sur les actions européennes, sommes neutres à légèrement sous-pondérés sur les États-Unis et surpondérés sur la Chine. Nous observons une reprise des actions chinoises, qui ont surperformé les marchés américains le mois dernier – cela récompense notre patience sur ce marché, qui restera incertain et volatil dans les mois à venir. La forte baisse des actions de qualité depuis le début de l'année peut offrir de bons niveaux d'entrée.

- **Obligations** : nous continuons de rester sous-pondéré en duration, mais avons accru récemment nos positions sur les emprunts d'État à très longue duration pour couvrir nos portefeuilles en cas de récession. Nous restons positifs sur les achats d'obligations d'entreprise de duration modérée dans une optique de portage. Nous sommes optimistes sur la dette subordonnée et ciblons les obligations ESG (obligations tenant compte des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance) et les obligations vertes.
- **Devises** : tous les facteurs favorisent actuellement le dollar par rapport à la plupart des autres devises : écarts de taux, fondamentaux macro-économiques, risques géopolitiques et risques souverains/de fragmentation. Néanmoins, ces facteurs sont relativement bien intégrés dans les prix et le dollar semble atteindre un pic, la généralisation de la normalisation monétaire contribuant à limiter sa progression.
- Nous considérons généralement les actifs réels comme une bonne couverture contre l'inflation. Nous pensons que les infrastructures sont bien placées pour jouer ce rôle, notamment dans un contexte d'intensification des investissements dans les infrastructures et la transition climatique. L'immobilier surperforait les actions dans les années 1970, mais le secteur aborde ce cycle de normalisation monétaire à des niveaux de valorisation élevés, avec une plus grande vulnérabilité pour le marché résidentiel américain (car le taux hypothécaire à 30 ans dépasse de loin les rendements locatifs). Nous sommes plus confiants sur l'immobilier commercial et les équipements logistiques en Europe. Enfin, le *private equity* (capital investissement) devrait refléter partiellement et plus progressivement les ajustements des multiples de valorisation d'entreprises observés sur les marchés publics. Toutefois, ce segment continue d'attirer d'importants flux de capitaux, tandis que les sorties de fondateurs et le recentrage se poursuivront et offriront des opportunités intéressantes dans cet environnement.

CONVICTIONS CLÉS

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

Source : Indosuez Wealth Management.

08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 23 JUIN 2022



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PBS)	VARIATION ANNUELLE (PBS)
Bons du Trésor américain 10A	3,09 %	34,01	157,69
France 10A	1,97 %	45,50	177,10
Allemagne 10A	1,43 %	42,90	160,70
Espagne 10A	2,51 %	45,80	194,80
Suisse 10A	1,23 %	51,00	136,70
Japon 10A	0,23 %	-0,50	16,40

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	34,16	-2,76 %	-12,90 %
Emprunts d'État en EUR	202,33	-2,02 %	-7,42 %
Entreprises haut rendement en EUR	188,09	-4,01 %	-11,95 %
Entreprises haut rendement en USD	290,13	-5,36 %	-12,72 %
Emprunts d'État américains	300,55	-1,45 %	-6,16 %
Entreprises émergentes	43,19	-3,51 %	-15,31 %

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	1,0114	-1,73 %	-2,51 %
GBP/USD	1,2260	-2,70 %	-9,40 %
USD/CHF	0,9609	0,10 %	5,26 %
EUR/USD	1,0523	-1,88 %	-7,45 %
USD/JPY	134,95	6,16 %	17,27 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	29,05	1,55	11,83

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	3 795,73	-6,46 %	-20,36 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 020,45	-7,20 %	-4,93 %
Stoxx Europe 600	402,4	-8,07 %	-17,51 %
Topix	1 851,74	-1,38 %	-7,06 %
MSCI World	2 549,05	-7,10 %	-21,12 %
Shanghai SE Composite	4 343,88	8,79 %	-12,07 %
MSCI Emerging Markets	995,34	-2,70 %	-19,21 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 040,53	-16,81 %	-4,19 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	193,61	-7,43 %	-29,78 %
MSCI Asia Ex Japan	647,69	-0,42 %	-17,94 %
CAC 40 (France)	5 883,33	-8,22 %	-17,75 %
DAX (Allemagne)	12 912,59	-9,27 %	-18,71 %
MIB (Italie)	2 1615,00	-11,94 %	-20,96 %
IBEX (Espagne)	8 106,4	-8,80 %	-6,97 %
SMI (Suisse)	10 453,31	-9,04 %	-18,81 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	4 289,00	-7,60 %	-5,69 %
Or (USD/Oz)	1 822,77	-1,51 %	-0,35 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	104,27	-8,61 %	38,64 %
Argent (USD/Oz)	21,042	-4,10 %	-9,89 %
Cuivre (USD/Tonne)	8 409,00	-10,09 %	-13,49 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	6,24	-29,96 %	67,27 %

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

RENDEMENT MENSUEL DES INDICES, HORS DIVIDENDES

- FTSE 100
- Topix
- MSCI World
- MSCI EMEA
- MSCI Emerging Markets
- Stoxx Europe 600
- S&P 500
- Shanghai SE Composite
- MSCI Latam
- MSCI Asia Ex Japan

	MARS 2022	AVRIL 2022	MAI 2022	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (23 JUIN 2022)
	12,25 %	0,38 %	6,46 %	8,79 %	-4,19 %
	3,58 %	-1,20 %	1,87 %	-0,42 %	-4,93 %
	3,15 %	-2,40 %	0,84 %	-1,38 %	-7,06 %
	2,52 %	-3,79 %	0,69 %	-2,70 %	-12,07 %
	0,77 %	-4,89 %	0,20 %	-6,46 %	-17,51 %
	0,61 %	-5,23 %	0,14 %	-7,10 %	-17,94 %
	-2,52 %	-5,75 %	0,01 %	-7,20 %	-19,21 %
	-2,93 %	-8,43 %	-0,16 %	-7,43 %	-20,36 %
	-6,84 %	-8,80 %	-1,56 %	-8,07 %	-21,12 %
	-7,84 %	-13,86 %	-4,29 %	-16,81 %	-29,78 %

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

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE





AIE : Agence internationale de l'énergie.

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

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

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

BNEF : Bloomberg New Energy Finance.

BPA : Bénéfice par action.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

IRENA : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

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

ISR : Investissement socialement responsable.

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

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

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

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

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

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

OMC : Organisation mondiale du commerce.

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

Point 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.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

AVERTISSEMENT

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

Les langues dans lesquelles la Brochure est rédigée font partie des langues de travail de 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 d'investissement personnalisé pour un investisseur.

Sauf indication contraire, la date pertinente dans ce document est la date d'édition mentionnée à la dernière page du présent avertissement. Les informations contenues dans le présent document sont fondées sur des sources considérées comme fiables. Nous faisons de notre mieux pour assurer l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations contenues dans ce document. Toutes les informations, ainsi que tous les prix, valorisations de marché et calculs indiqués dans le présent document sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Les prix et les performances passés ne préjugent pas nécessairement des prix et des performances 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 en investissement et, si nécessaire, obtenir l'avis d'un conseiller professionnel indépendant concernant les risques et toutes les conséquences juridiques, réglementaires, fiscales comptables et de crédit. Nous vous recommandons de contacter vos conseillers habituels afin de prendre vos décisions de manière indépendante, à la lumière de votre situation financière et de vos connaissances et expérience financières.

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

CA Indosuez, société de droit français, maison mère de l'activité de gestion de fortune du groupe Crédit Agricole, et ses filiales 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 la « 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 publication est distribuée par CA Indosuez, société anonyme au capital de 584 325 015 euros, établissement de crédit et société de courtage d'assurances immatriculée au Registre des intermédiaires en assurance sous le numéro 07 004 759 et au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, et dont les autorités de contrôle sont l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers ;
- **au Luxembourg** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 415 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de Espana (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;

- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B91.986, un établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, Milan, Italie, inscrite au Registre des Banques n°. 8097, code fiscal et numéro d'enregistrement au Registre du Commerce de Milan, Monza Brianza et Lodi n. 97902220157 ;
- **au sein de l'Union européenne** : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'Industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S0034, agrément : EC/2012-08 ;
- **en Suisse** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pellì 3, 6900 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Brochure est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Brochure ;
- **dans la Région administrative spéciale de Hong Kong** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. 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). La Brochure est susceptible d'être distribuée exclusivement à des Investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme) (Cap. 571D) ;
- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No.FAA-G07 des Autorités monétaires de Singapour, ou Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour, chapitre 289. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **à Dubaï** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower - Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., 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 E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- **à Abu Dhabi** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., 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 E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- **autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette publication. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

La 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.

© 2022, CA Indosuez (Switzerland) SA/Tous droits réservés.

Crédits photos: Getty Images.

Achevé de rédiger le 23.06.2022.

