



MONTHLY HOUSE VIEW

Décembre 2022

Le retour de la valeur temps

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	LE RETOUR DE LA VALEUR TEMPS	
02•	Focus	P4
	NOUS N'EN AVONS PAS FINI AVEC L'INFLATION	
03•	Macroéconomie	P6
	AFFAIBLISSEMENT DE LA DYNAMIQUE MACROÉCONOMIQUE	
04•	Obligations	P8
	COURBES DES TAUX INVERSÉES ET RETOUR DU PORTAGE : OÙ INVESTIR ?	
05•	Actions	P10
	RETOUR DE L'EXCÈS DE CONFIANCE ?	
06•	Devises	P12
	LE DOLLAR A PEUT-ÊTRE ATTEINT UN PIC	
07•	Allocation d'actifs	P14
	SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION	
08•	Market Monitor	P16
	APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

Chère lectrice, Cher lecteur,

Dans le grand bouleversement du cadre d'investissement qui s'est mis en place depuis l'introduction des taux négatifs, les investisseurs avaient le sentiment d'avoir perdu le nord, le repère de base de toute mesure. À juste titre : comment apprécier la valeur et le rendement des actifs financiers quand on doit les comparer à un actif sans risque à taux nul ou négatif ? Le fait d'avoir des taux négatifs sur des actifs à dix ans et un taux nul sur les dépôts était tout aussi perturbant.

La sortie brutale de ce cadre s'accompagne d'une transition vers un ordre financier plus normal. Une manifestation de ce retour à la normale réside dans le retour de la valeur du temps, qui demeure la base de tout placement obligataire ou de toute relation de prêt. Comment justifie-t-on d'ailleurs en théorie macroéconomique l'existence d'un rendement attaché à un prêt ou à un placement ? La préférence pour le présent, c'est à dire la capacité à consommer maintenant plutôt que plus tard (l'épargne est une consommation différée, et le taux d'intérêt est en quelque sorte le prix du sacrifice d'une jouissance immédiate).

Il est donc très sain que les dépôts et placements obligataires soient à nouveau rémunérateurs. D'une part car cela contribuera peut-être à réduire la consommation et l'investissement et à diminuer les pressions inflationnistes. D'autre part parce que cela réintroduit des arbitrages plus sains entre consommation et épargne, mais aussi entre classes d'actifs.

Même si le retour de cette valeur temps reste encore incomplet (en attestent les courbes de taux inversées dans cette phase d'ajustement monétaire et de ralentissement), il marque une relation plus équilibrée entre les épargnants et les emprunteurs, et redonne du sens à l'épargne... à condition toutefois de battre une inflation plus persistante qu'attendu, même si elle commence à montrer des signes de stabilisation en Europe ou de lente décline outre-Atlantique. D'où une focalisation accrue sur le rendement de toutes les classes d'actifs, en mettant de côté des espérances de hausse des indices.

Si le temps retrouve de la valeur, alors les investisseurs ont moins besoin de sacrifier la liquidité ou la qualité des portefeuilles pour trouver du rendement. L'autre implication de ce bouleversement c'est la mort de TINA (le fameux « *there is no alternative* » i.e. il n'y a pas d'alternative aux actions) que nous avons annoncée il y a quelques mois déjà. D'une part parce que la remontée des taux pèse depuis un an sur la valeur présente des *cash flow* futurs (autre signe du retour de la valeur temps). D'autre part parce que le retour du rendement obligataire peut ramener le poids des actions à sa juste valeur dans un portefeuille. En effet le rendement est très proche du ratio résultat net/cours de bourse des actions américaines. Il faut donc davantage justifier de perspectives de croissance attractives et/ou d'un dividende élevé et en croissance (ou bien une correction plus importante des valorisations) pour justifier une pondération importante des actions aux côtés d'obligations d'entreprises de qualité déjà rémunératrices.

C'est probablement le retour en 2023 du portefeuille « 60/40 » dont on avait annoncé un peu prématurément la fin définitive et durable. Le début de 2023 devrait donc marquer le retour des obligations dans les portefeuilles. Avant qu'une amélioration des résultats et un probable adoucissement des politiques monétaires viennent relancer durablement le marché actions sur la deuxième partie de l'année 2023. Et comme les marchés n'attendent pas la confirmation de la Réserve fédérale américaine (Fed) pour en juger, tout signe de décline de l'inflation devrait se traduire par un rebond des marchés actions. C'est l'avenir qui nous dira si la hausse des marchés qui a suivi l'inflation d'octobre était justifiée mais à notre sens il est encore tôt pour parier sur un tournant de la Fed dès cette fin d'année.

Bonne lecture à tous.

Bénédictte KUKLA
Senior Investment
Officer

Des éléments concordants indiquent que l'inflation américaine a atteint un pic et commence à refluer, tandis que les prix en zone euro augmentent sans répit sous l'effet de la crise énergétique. Néanmoins, la hausse des prix s'est avérée plus difficile à combattre que prévu aux États-Unis et un dérapage des prévisions d'inflation ne peut être exclu. Juguler l'inflation sera une tâche plus compliquée que ne l'anticipent les marchés.



LES PRIX DE L'ÉNERGIE impactent avec retard L'INFLATION DE LA ZONE EURO

Aux États-Unis, la hausse des prix à la consommation a été plus faible que prévu en octobre : 7,7 % en glissement annuel, contre 8,2 % en septembre et 8 % selon les prévisions. L'inflation a progressé de 0,4 % en rythme mensuel rapport à septembre 2022, tandis que l'inflation sous-jacente a augmenté de seulement 0,3 % en variation mensuelle grâce à l'accalmie sur le front des prix des voitures d'occasion (-2,4 % en variation mensuelle).

En zone euro, l'inflation continue de progresser et a atteint le record de 10,7 % (glissement annuel) en octobre (contre 10,2 % pour les prévisions du marché). Par rapport au mois précédent, les prix ont augmenté de 1,5 % dans la zone monétaire. Toutes les composantes de l'inflation sont orientées à la hausse, l'énergie ayant toujours l'impact le plus important, suivie par l'alimentation (graphique 1). Cependant, les prix *core* (prix des biens et services, hors alimentation et énergie) représentent seulement 30 % de l'inflation dans la zone euro, contre plus de 60 % aux États-Unis.

L'ÉNERGIE RESTE AU CŒUR DE L'INFLATION EN ZONE EURO

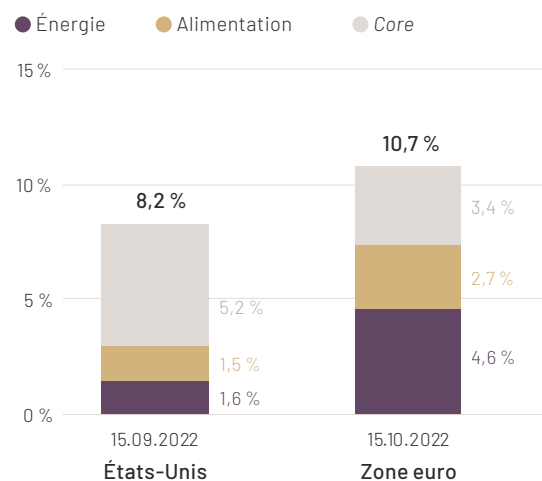
Les prix du gaz demeureront volatils et fluctueront au gré des événements en Europe. L'indice de prix de référence pour le gaz européen a clôturé en dessous des niveaux antérieurs à la guerre en Ukraine fin octobre, avant de retrouver ses sommets du milieu d'année quand les tensions se sont ravivées à la mi-novembre. Les prix du gaz sont la principale source de divergence dans les moteurs de l'inflation aux États-Unis et dans la zone euro, même si l'écart de croissance du PIB joue également un rôle, les États-Unis apparaissant susceptibles d'éviter la récession en 2023 (tableau 1, page 6).

Les cours du pétrole se maintiennent également à des niveaux élevés, l'OPEP continuant à réduire l'offre. Malgré la contraction de la demande mondiale, le prix du baril devrait rester légèrement supérieur à 90 dollars. Dans cette hypothèse, d'importants effets de base annuels pèseront sur l'inflation des deux côtés de l'Atlantique au deuxième et au troisième trimestres 2023.

LES PRESSIONS SUR LES PRIX LIÉS À L'OFFRE PERSISTENT EN EUROPE

L'indice des prix à la production (IPP) peut servir d'indicateur avancé pour la composante des biens de l'IPC. Aux États-Unis, l'écart entre l'IPP et la composante des biens s'est rapidement réduit. En ce qui concerne la zone euro, les prix à la production ont ralenti pour la première fois en septembre à 42 % (glissement annuel), mais l'écart avec la composante des biens de l'IPC reste excessivement important et se creuse (de 32 points de pourcentage en juin à 36 en septembre). Via les prix de l'énergie, les facteurs liés à l'offre continueront de soutenir les prix à la consommation en 2023, y compris dans l'hypothèse d'un cessez-le-feu en Ukraine.

GRAPHIQUE 1 : COMPOSANTES AYANT LE PLUS CONTRIBUÉ À L'INFLATION¹, %



Sources : BEA, Eurostat, Indosuez Wealth Management.

1 - Inflation totale (glissement annuel) et contributions des composantes en points de pourcentage.



Les prix des logements aux ÉTATS-UNIS vont SOUTENIR l'inflation jusqu'au T2 2023

LES PRIX DES DENRÉES ALIMENTAIRES DEVRAIENT CONNAÎTRE UNE ACCALMIE APRÈS LA FIN D'ANNÉE

Aux États-Unis comme en Europe, la hausse des prix des denrées alimentaires dépasse 10 % (glissement annuel). Certaines pressions mondiales sur les prix – déstabilisation du marché de l'énergie, impact de la guerre en Ukraine sur l'approvisionnement en engrais, en blé et en autres denrées alimentaires, ou encore effet perturbateur de la pandémie sur les chaînes d'approvisionnement – s'atténueront en 2023. Cependant, la facture payée par le consommateur est moins susceptible de baisser, comme le confirment Coca-Cola et General Mills, qui anticipent des prix toujours élevés en fin d'année. En outre, dans le contexte du changement climatique, les intempéries ont entraîné de mauvaises récoltes, un facteur qui restera source de volatilité pour cette composante.

LES PRIX CORE POURRAIENT CHANGER LA DONNE EN 2023

L'inflation sous-jacente est susceptible de dépasser l'inflation globale aux États-Unis en 2023. Nous anticipons une baisse des prix des biens qui ont fait l'objet d'une forte demande durant la pandémie. Aux États-Unis, la normalisation des prix des voitures d'occasion ne fait que commencer (ces prix restent supérieurs de 42 % aux niveaux pré-pandémie). Les prix de la composante logement (pesant pour 33 % dans le panier de référence servant au calcul de l'inflation), qui sont

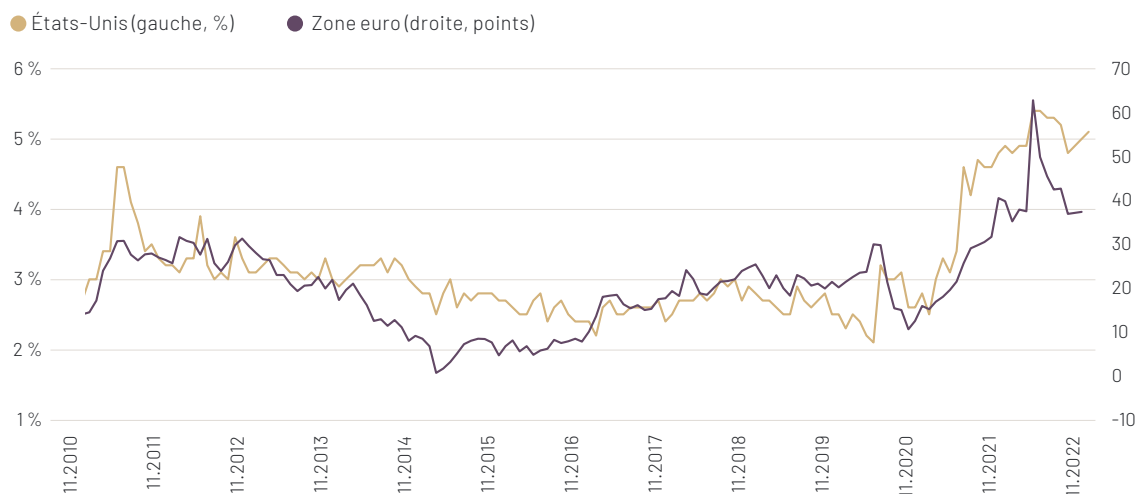
affectés par la hausse des loyers et l'impact décalé des prix des maisons, demeurent le principal poste de dépenses sous-tendant l'inflation. Dans l'ensemble, l'inflation de base poursuivra sa hausse en glissement annuel aux États-Unis, jusqu'à ce que la composante du logement commence à ralentir au deuxième trimestre 2023. En zone euro, la crise énergétique continuera de se répercuter sur les prix core jusqu'en 2023.

ANTICIPER UNE INFLATION PLUS ÉLEVÉE PEUT ENTRAÎNER SON ACCÉLÉRATION

Si la résilience de la demande en zone euro au troisième trimestre a favorisé les effets de transmission, elle devrait s'atténuer à l'avenir. À cet égard, la divergence des politiques budgétaires sera un déterminant clé de l'inflation en 2023, susceptible d'augmenter le différentiel d'inflation entre les membres de la zone euro.

Enfin, le risque de hausse des salaires et les effets de second tour peuvent renforcer la persistance de l'inflation. Les tensions semblent s'apaiser sur le marché du travail américain, mais les augmentations de salaire restent généralisées. En outre, les prévisions d'inflation à 12 mois des consommateurs augmentent toujours – ce qui n'est pas le cas en zone euro – et doivent être surveillées, notamment afin de savoir si la spirale prix/salaires continue de produire ses effets (graphique 2). L'inflation devrait finalement s'affaiblir en 2023, en restant toutefois nettement supérieure aux objectifs des banques centrales aux États-Unis (4,1 %) et plus encore dans la zone euro (7,5 %).

GRAPHIQUE 2 : ANTICIPATIONS D'INFLATION DES CONSOMMATEURS POUR LES 12 MOIS À VENIR



Sources : Université du Michigan, enquêtes ESI de la Commission européenne, Indosuez Wealth Management.

Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Officer

La croissance économique mondiale devrait ralentir en 2023, car la reprise chinoise déçoit et ne parvient pas à compenser le ralentissement aux États-Unis et la récession en zone euro. Notre principale inquiétude pour 2023 concerne la robustesse des dépenses de consommation : pourra-t-elle perdurer dans un contexte d'inflation élevée et de durcissement des conditions de financement ?

ÉTATS-UNIS : LES AMORTISSEURS VONT S'ESTOMPER

Après deux trimestres de contraction, l'économie américaine s'est éloignée de la récession au troisième trimestre avec un taux de croissance trimestriel annualisé de 2,6 %. La croissance a été tirée par un commerce extérieur exceptionnel, la résistance des dépenses de consommation et une hausse inattendue des dépenses publiques. Les deux facteurs qui ont pesé sur le PIB sont le plongeon de l'investissement résidentiel (-26,4 % au troisième trimestre) et les stocks. Pour 2023, notre principale préoccupation concerne la robustesse des dépenses de consommation, dans un contexte d'inflation élevée et d'éventuel atterrissage brutal du marché immobilier. En ce qui concerne la production, le secteur manufacturier a marqué le pas en octobre, mais il ne représente qu'une faible part (11 % du PIB) de l'économie par rapport à la consommation (80 % du PIB). L'indice de confiance des consommateurs du Conference Board a chuté à 102,5 en octobre (le marché tablait sur 106,5), un recul en ligne avec les derniers chiffres de l'emploi (les nouvelles inscriptions au chômage aux États-Unis sont passées de 218 000 à 226 000, un chiffre supérieur aux attentes du consensus).

Si elles commencent à s'atténuer, les pressions inflationnistes (voir la section Focus, page 4) continueront de plomber les dépenses de consommation, ce qui pourrait se traduire par une saison des fêtes difficile pour les distributeurs.

Le taux d'épargne personnelle aux États-Unis est passé de 8,7 % en décembre 2021 à 3,1 % en septembre de cette année. Au troisième trimestre, le crédit à la consommation a progressé à un taux annuel (corrigé des variations saisonnières) de 6,8 %, contre 8,7 % au deuxième trimestre. Cette progression montre que les hausses de taux de la Fed n'ont pas encore freiné significativement les emprunts des consommateurs. Après une croissance révisée de 1,9 % en 2022, l'économie américaine devrait croître de seulement 0,8 % en 2023, car les mesures de soutien à la consommation sont progressivement annulées, tandis que le marché du logement et le secteur manufacturier se contractent.

ZONE EURO : UNE RÉCESSION SE PROFILE

Comme aux États-Unis, le PIB du troisième trimestre a surpris à la hausse dans la zone euro, notamment en Italie où les élections récentes ont eu peu d'impact sur la consommation. Dans ses prévisions d'automne, la Commission européenne estime que la plupart des États membres entreront en récession au dernier trimestre, sous la pression conjuguée de factures d'énergie de plus en plus lourdes, d'un contexte extérieur moins vigoureux et de conditions de financement plus strictes (tableau 1). Le taux de chômage s'établissait néanmoins à un plancher de 6,6 % en septembre (contre 7,3 % un an plus tôt).



UNE SAISON
DES FÊTES
DIFFICILE
pour les
distributeurs
américains

TABLEAU 1 : MISE À JOUR DES PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES POUR 2022 ET 2023, %

	CROISSANCE PIB		INFLATION	
	2022	2023	2022	2023
Monde	3,4 %	2,2 %	8,3 %	6,2 %
États-Unis	1,9 %	0,8 %	8,1 %	4,1 %
Zone euro	3,2 %	-0,7 %	8,7 %	7,5 %
Chine	3,2 %	4,5 %	2,1 %	2,2 %
Japon	1,6 %	0,5 %	2,3 %	1,3 %

Sources : Amundi (prévisions de novembre), Indosuez Wealth Management.



La forte croissance du PIB nominal (favorisée par l'inflation) et la suppression progressive des aides liées à la pandémie entraîneront une réduction des déficits publics de la zone euro en 2022, malgré les nouvelles mesures adoptées pour protéger les consommateurs de la crise énergétique. En 2023, les déficits devraient toutefois repartir à la hausse en raison de plusieurs facteurs : recul du PIB, hausse des charges d'intérêt et extension des mesures visant à atténuer l'impact de l'envolée des prix de l'énergie. Actuellement, les mesures budgétaires destinées à protéger les consommateurs de la crise énergétique vont de 7,4 % du PIB en Allemagne à 0,5 % en Irlande.



Première
**CHUTE DES
EXPORTATIONS
CHINOISES**
depuis mai 2020

CHINE : LA MONTÉE DES INCERTITUDES ÉCLIPSE L'AMÉLIORATION DU SENTIMENT

Les indicateurs d'activité d'octobre ont mis en évidence la faiblesse de la croissance chinoise. De manière inattendue, les ventes de détail ont chuté de 0,7 % (variation mensuelle), reflétant une demande intérieure toujours très faible, tandis que la production industrielle a ralenti à 0,3 % (variation mensuelle), contre 0,8 % en septembre. Si le récent relâchement de la politique de lutte contre la COVID-19 laisse présager d'autres mesures d'assouplissement, l'abandon complet de la stratégie « zéro COVID » n'interviendra probablement qu'après le premier trimestre 2023. L'immobilier continuera de peser sur la croissance, alors que l'indice des prix des logements a chuté de 1,6 % (glissement annuel) en octobre (son plus fort recul depuis août 2015).

Dans ces conditions, l'économie domestique chinoise restera sous pression en fin d'année. Dans le même temps, les exportations ont surpris à la baisse (0,3 %, glissement annuel) en octobre, ce qui constitue la première contraction depuis mai 2020 – un retour en territoire négatif marqué par une diminution des exportations tant vers les États-Unis (-13 %) que vers l'Europe (-9 %). La reprise chinoise est donc loin d'être acquise, dans un contexte de désendettement et de risque de trappe à liquidité. La croissance chinoise pourrait décevoir par rapport aux estimations actuelles – une croissance du PIB proche de 4,5 % en 2023 –, sachant qu'elle restera très sensible à tout assouplissement potentiel de la politique « zéro COVID ». Les économies de l'ASEAN² ont bénéficié des flux d'investisseurs délaissant la Chine, un mouvement qui ne devrait pas s'inverser complètement. Dans l'hypothèse d'une réouverture de la Chine, les flux d'investissement ne reviendront pas au *statu quo ante* pour plusieurs raisons : les besoins de diversification des investisseurs demeurent élevés alors que le risque géopolitique a augmenté en Chine, et les pays de l'ASEAN sont bien positionnés pour bénéficier de la réouverture, grâce au tourisme (Thaïlande, Vietnam et Malaisie) et/ou à la demande de matières premières (Malaisie, Indonésie). Le Japon devrait également bénéficier de la réouverture de son voisin, mais l'inflation importée liée à l'effondrement de la devise pèse sur le redressement économique (le PIB s'est contracté de 0,3 % au troisième trimestre).

COURBES DES TAUX INVERSÉES ET RETOUR
DU PORTAGE : OÙ INVESTIR ?

Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

With the contribution
of the Fixed Income Team

Alors que nous entrons dans les dernières semaines de l'année, les investisseurs obligataires se souviendront de 2022 pour ses performances historiquement négatives au sein de la plupart des segments. La réserve de performance pour 2023 semble attrayante, mais une forte volatilité devrait persister.



Spreads :
LA CRÉDIBILITÉ
DE LA BCE
demeure intacte

Les banquiers centraux sont toujours tentés par un resserrement monétaire excessif. Nos lecteurs férus d'histoire moderne observeront que la configuration actuelle n'est pas superposable au schéma d'inflation des années 1970. Le gouvernement de Richard Nixon s'était d'abord engagé en faveur du contrôle des salaires et des prix en 1971, avant de laisser faire le marché après sa réélection. Au début des années 1980, la politique du président de la Fed, Paul Volcker, a conduit les taux réels en territoire fortement positif, fait reculer l'inflation et plongé l'économie dans la récession. L'Histoire pourrait-elle se répéter ? L'envolée actuelle du ratio dette/PIB américain au-delà de 100 % change sensiblement la donne (voir notre [Monthly House View de novembre](#)).

Jusqu'à présent, les marchés – notamment les futures sur Fed Funds – ont applaudi au chiffre préliminaire de l'inflation publié début novembre, qui s'est avéré plus faible que prévu. À l'heure où nous écrivons ces lignes, le marché monétaire américain anticipe de premières baisses des taux dès l'automne prochain. Cela nous semble optimiste, ou annonce une récession que rien ne laisse prévoir par ailleurs pour le moment, à l'exception de la forme de la courbe des taux américaine : le segment 2-10 ans de la courbe s'est en effet inversé dans des proportions inédites depuis 40 ans.

En Europe, les « faucons » ont la main et poussent à un resserrement quantitatif, tout en appelant à relever drastiquement les taux directeurs. Les TLTRO³ (financements bon marché fournis par la Banque centrale européenne (BCE) au système bancaire) ne proposeront plus des taux attrayants à compter du 23 novembre. Les banques retireront très probablement une partie des 2 200 milliards d'euros placés auprès la BCE, ce qui entraînera une diminution de la masse monétaire circulant dans la zone euro. Au vu des *spreads* intra-zone euro, la crédibilité de la BCE n'est pas menacée à ce stade : l'écart entre les coûts de financement italiens et allemands est resté stable, résistant aux turbulences politiques, aux présentations du budget 2023 et aux perturbations économiques de 2022.

QUELLES PERSPECTIVES POUR
LES COURBES DE TAUX ?

Les courbes de taux sont généralement plates, car les investisseurs intègrent à la fois une forte inflation à court terme et une faible croissance (voire une récession) dans les mois à venir. La partie courte des courbes de taux offre donc des opportunités de portage, et il est possible de déployer des stratégies d'aplatissement dans la zone euro par le biais de produits dérivés sur fonds.

3 - Opérations de refinancement à long terme ciblées (« Targeted longer-term refinancing operations »).



Le rendement
du segment
investment grade
américain dépasse
brièvement

6 %

Alors que les banques centrales assèchent rapidement l'excès de liquidités fourni aux marchés et aux économies en 2020, certaines bulles ont déjà commencé à se dégonfler. Sur les marchés obligataires, le portage fait son grand retour, les rendements retrouvant des niveaux inédits depuis plus de 10 ans.

Sur le segment *investment grade*, les rendements ont brièvement dépassé les 6 % aux États-Unis, tandis qu'ils ont presque atteint la barre des 4,5 % en Europe. Si cette réappréciation a pesé sur les portefeuilles, de nombreuses mauvaises nouvelles sont désormais intégrées dans les prix. Des dégradations de notation sont néanmoins probables, bien que les entreprises affichent des réserves de liquidités et des EBITDA encore solides. De leur côté, les investisseurs ont été contraints de s'adapter. Lorsque les rendements étaient faibles, ils ont dû se déplacer vers le bas de la courbe des risques, autrement dit accepter davantage de risque de durée et/ou de risque de crédit pour maintenir un niveau de rendement compatible avec leurs attentes. Mais cette année, les marchés *high yield* (HY) et *investment grade* ont subi d'énormes sorties de capitaux, signalant un repositionnement des investisseurs (principalement institutionnels) sur leurs segments de risque fondamentaux. Nous sommes tentés d'appeler cela la « fin de l'ère du tourisme » : chaque investisseur revient à sa propre logique d'investissement, tandis que la logique de course au rendement s'efface. Par extension, cela signifie que les marchés évaluent aujourd'hui le risque à un niveau correct, en tenant réellement compte des risques de crédit et de durée.

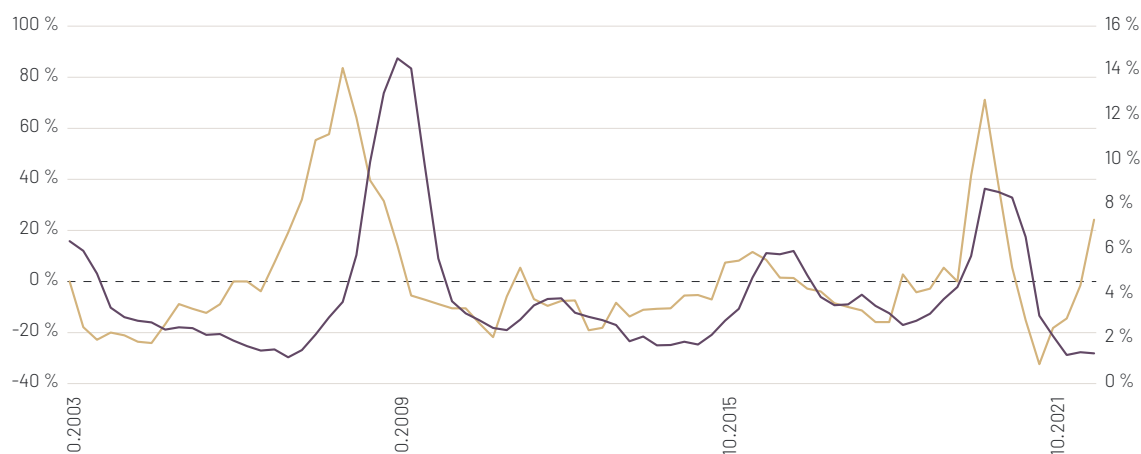
LE DILEMME DE L'INVESTISSEUR : QUELS MARCHÉS CIBLER ?

De ce point de vue, nous considérons que le segment *investment grade* offre, en termes relatifs, plus de valeur que le segment *high yield*. En ce qui concerne la dette subordonnée, qu'elle soit émise par des entreprises ou des banques, les acteurs du marché étaient extrêmement préoccupés par le risque de ne pas être remboursés à la date de premier remboursement anticipé. Cela a permis aux émetteurs de gérer activement leur bilan, en émettant des obligations à plus long terme en échange du rachat de titres à court terme en dessous du pair. Si les nouvelles émissions comportent des coupons plus élevés, le prix de rachat - inférieur au pair - des anciennes émissions représente un bénéfice immédiat inscrit au compte de résultat. Il s'agit donc d'une situation « gagnant-gagnant » pour les investisseurs et les émetteurs.

Cependant, cette option n'est pertinente que pour les marchés les plus liquides. Les marchés illiquides, tels que les CLO, présentent quant à eux des problèmes spécifiques. Les opérations de LBO (comme le financement bancaire de 13 milliards USD pour le rachat de Twitter) trouvent difficilement des investisseurs, ce qui contraint les banques à conserver les prêts dans leurs bilans. L'évolution de ce compartiment du secteur financier sera déterminante pour les risques climatiques en 2023 (graphique 3).

GRAPHIQUE 3 : ENQUÊTE D'OPINION AUPRÈS DES PRÊTEURS SENIORS SUR LES PRATIQUES BANCAIRES ET LES TAUX DE DÉFAUT HISTORIQUES DU SEGMENT HIGH YIELD, %

- Taux de défaut des crédits spéculatifs aux États-Unis (gauche)
- Pourcentage net du resserrement des normes domestiques pour les prêts commerciaux et industriels aux moyennes et grandes entreprises (droite)



Sources : FRED, Bloomberg, S&P, Indosuez Wealth Management.

Laura CORRIERAS
Equity Portfolio
Manager

Mélanie GONTIER
Equity Portfolio
Manager

Gautier VENERATI
CFA Senior Equity
Portfolio Manager,
Head of Asia Equity
Portfolio Management

Depuis la mi-octobre, tous les marchés se sont fortement redressés, le marché européen ayant progressé de 10,7 % (MSCI Europe) au cours de cette période. Cela s'explique par une saison de publication des résultats meilleure que prévu en Europe, mais aussi par l'évolution de l'attitude des investisseurs, passés d'un sentiment baissier à un excès de confiance, comme le montre l'effondrement de l'indice VIX. Même si certaines inquiétudes semblent s'apaiser (élections de mi-mandat aux États-Unis et pic d'inflation), plusieurs indices boursiers sont en zone de surachat et pourraient donc faire une pause.

ÉTATS-UNIS

Alors que les précédentes saisons de publication des résultats étaient principalement axées sur l'inflation et les problèmes de chaîne d'approvisionnement, cette dernière saison a été davantage marquée par l'impact négatif de la hausse du dollar pour de nombreuses entreprises américaines. Dans ce contexte, ce sont les méga-capitalisations qui ont le plus souffert, car elles sont davantage exposées au marché international (43 % en moyenne), tandis que les petites et moyennes capitalisations ne génèrent que 20 % de leurs revenus en dehors des États-Unis. À ce stade, nous privilégions donc le thème du marché domestique, non seulement en raison des effets de change, mais aussi parce que les entreprises axées sur le marché intérieur sont celles qui bénéficient des plans de relance budgétaire, notamment via le thème de la transition énergétique.

Au-delà de la saison des résultats, les investisseurs ont été rassurés par les chiffres de l'inflation américaine, qui confirment une décélération et laissent entrevoir une politique monétaire moins restrictive. Ces élections de mi-mandat n'ont pas suscité de « vague rouge » - les Démocrates ont conservé le contrôle du Sénat, tandis que nous

attendons les résultats pour la Chambre des représentants. En termes de saisonnalité, la fin d'année qui suit des élections de mi-mandat est généralement favorable aux marchés. Néanmoins, le rebond très rapide de ces dernières semaines semble presque exagéré et cette euphorie soudaine incite à la prudence pour les mois à venir.

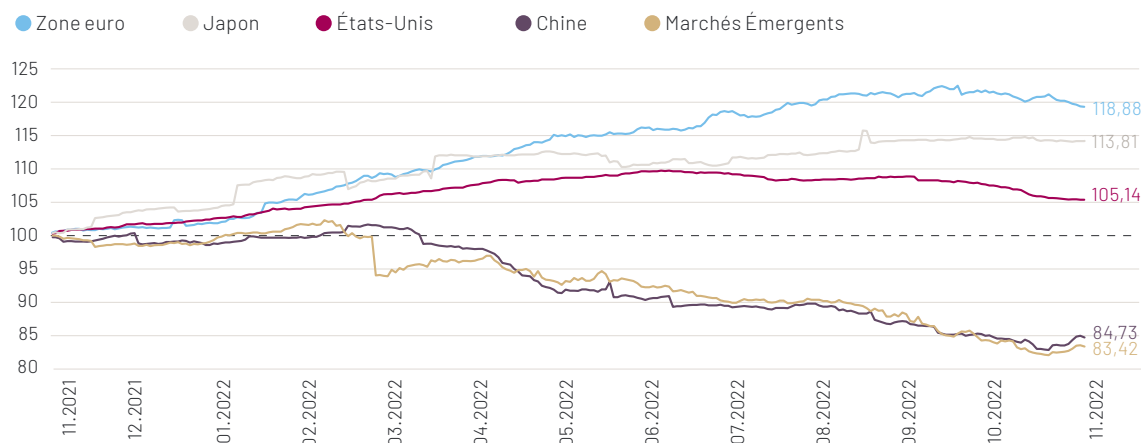
EUROPE

Les perspectives restent incertaines en Europe, malgré la forte reprise observée sur les marchés actions européens depuis la mi-octobre. Le contexte macroéconomique reste compliqué : alors que le conflit russo-ukrainien ne montre aucun signe d'apaisement, la BCE tente de juguler l'inflation dans un contexte de ralentissement économique. Néanmoins, la saison des résultats du troisième trimestre s'est avérée plutôt positive pour les entreprises européennes, avec une croissance de 25 % des bénéfices par action en glissement annuel. Mais les révisions à la baisse pour 2023 ne font que commencer (graphique 4), et même si les valorisations des entreprises européennes semblent attrayantes par rapport à la médiane historique, la perspective de nouvelles révisions à la baisse pourrait miner la confiance après le robuste rallye de la mi-octobre.



THÈME
D'INVESTISSEMENT
du marché
domestique

GRAPHIQUE 4 : DYNAMIQUE DES BPA : LE DÉBUT DE LA CHUTE, 100=NOVEMBRE 2021



Remarque : Les BPA à 12 mois commencent à chuter sur les principaux marchés développés.
Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Par conséquent, nous restons prudents sur les actions européennes et privilégions les titres de qualité/défensifs et le thème du rendement pour l'actionnaire par rapport aux valeurs de rendement/cycliques, en attendant des signes tangibles d'une inflexion de la politique monétaire de la Fed pour renforcer notre exposition aux valeurs de croissance.

STYLES D'INVESTISSEMENT

Les chiffres plus faibles que prévu de l'inflation américaine et l'assouplissement des restrictions sanitaires en Chine ont déclenché une rotation du marché vers les valeurs cycliques et de croissance, au détriment de la performance relative des valeurs de qualité et défensives. Cette rotation n'est pas confirmée par les révisions de bénéfices, les actions les plus performantes dans le récent mouvement étant généralement celles qui ont été le plus sévèrement impactées. Dans les prochains mois, des signes plus tangibles de ralentissement économique devraient à nouveau favoriser la performance des acteurs défensifs. Mais si la Fed décide d'infléchir sa politique plus tôt qu'anticipé, nous pourrions assister à un rallye sur ce style, car les valeurs de croissance affichent des niveaux de valorisation très bas (notamment les entreprises technologiques non rentables). Il nous semble néanmoins prématuré de se positionner en ce sens.

MARCHÉS ÉMERGENTS

Les marchés restent préoccupés par le contexte politique en Chine, comme l'a montré la réaction négative des investisseurs internationaux à l'issue du récent congrès du PCC. Malgré un certain assouplissement des mesures sanitaires – symbolisé par un début d'adaptation de la politique « Dynamic zero-COVID » (DZC) –, la route sera longue avant de parvenir à une réouverture complète. Les marchés chinois devraient donc rester volatils en fin d'année. En outre, les révisions de bénéfices sont encore faibles et nous demeurons prudents vis-à-vis des risques géopolitiques potentiels, notamment en ce qui concerne la question de Taïwan. Par conséquent, nous adoptons une position tactique prudente à court terme, sans pour autant modifier notre opinion à moyen terme sur les actions chinoises, compte tenu de valorisations particulièrement déprimées et des signes de capitulation apparus à la fin octobre 2022.



Des signes tangibles de
RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE
devraient confirmer notre
POSITIONNEMENT DÉFENSIF

LE DOLLAR A PEUT-ÊTRE ATTEINT UN PIC

Davis HALL
Head of Capital Markets,
Asia

Hugo
DE VASCONCELOS
Active Advisor

Le dollar pourrait finalement avoir atteint son pic. Mais il ne va pas nécessairement chuter, car la Fed continuera de privilégier la fermeté pendant un certain temps. Le marché des changes recèle actuellement de multiples opportunités, alors que le monde s'adapte aux changements géopolitiques et monétaires qui, à ce stade, favorisent les valeurs refuges et les devises des pays en mesure de se fournir (et de fournir les autres) en alimentation et en énergie.

USD

Le billet vert retombe après avoir atteint un pic

Le billet vert est finalement « revenu sur terre » après la publication d'un IPC inférieur au consensus pour le mois d'octobre (graphique 5). S'il est manifestement trop tôt pour affirmer que le FOMC a terrassé l'inflation galopante, une hausse plus modérée des taux américains est désormais envisageable. Cette accalmie sur le front de l'inflation, combinée à un Congrès américain probablement confronté à une situation de blocage, est synonyme de moindres efforts de relance, au moment même où l'économie américaine continue de ralentir. Il n'en fallait pas plus pour que le dollar plonge de 6 % en seulement 48 heures et retrouve ses niveaux de début juillet. La corrélation entre le dollar et la correction des rendements des bons du Trésor américain est désormais plus nette que jamais. Les positions longues demeurent importantes et tout rebond éventuel du dollar donnera lieu à des prises de bénéfices, ce qui devrait se traduire par une fourchette de négociation plus basse en fin d'année, tandis que la Fed évalue le risque croissant d'un resserrement monétaire excessif.



Le dollar
a plongé de
6 %
en seulement
48 HEURES

CNY

L'espoir d'une approche plus pragmatique domine

Quel changement de cap en une semaine ! Non seulement la phase de renforcement extraordinaire du dollar lié aux hausses de taux d'intérêt massives aux États-Unis semble sur le point de se calmer, mais les autorités chinoises ont rassuré les marchés en confirmant un programme en 20 mesures qui vise à assouplir progressivement les règles de confinement liées à la COVID-19 en Chine continentale, mais aussi à engager de nouvelles mesures de sauvetage du secteur immobilier. Cette annonce a été saluée par un renforcement immédiat du yuan et un rebond spectaculaire des indices boursiers, notamment l'indice Hang-Seng, qui s'est redressé de 23 % par rapport à son creux de la fin octobre.

GRAPHIQUE 5 : INDICE DOLLAR - LE DOLLAR A-T-IL ATTEINT UN PIC ?



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

JPY

Phase de correction à partir de niveaux extrêmes

Le ministère des Finances est jusqu'à présent parvenu à intervenir unilatéralement sur le marché des changes pour atténuer la forte volatilité intrajournalière et la faiblesse persistante du yen. Les autorités japonaises ont bénéficié d'un certain répit grâce à la publication d'un taux d'inflation plus faible que prévu aux États-Unis, ce qui a permis de réduire légèrement, au moins de manière temporaire, l'écart entre les rendements japonais et les rendements américains. Cependant, cet IPC mensuel ne suffit pas à définir une tendance baissière pour l'inflation. Il est donc prématuré de conclure que les taux atteindront bientôt leur apogée aux États-Unis, alors que le Japon persiste à maintenir sa courbe des taux à des niveaux planchers jusqu'en avril 2023. La paire USD/JPY devrait donc rester soumise à d'importantes variations quotidiennes jusqu'à une éventuelle inflexion de la Fed, qui ne semble pas à l'ordre du jour.

AUD

Reprise malgré la déception causée par la hausse des taux

Lentement mais sûrement, le dollar australien, noté AAA, pose des bases solides pour une reprise à la hausse de la tendance, profitant d'un portage élevé et des espoirs de réouverture de la Chine. Néanmoins, la Banque centrale d'Australie se montre plus prudente sur les hausses de taux malgré une inflation domestique élevée, car elle doit également tenir compte des risques pesant sur un secteur immobilier très endetté et vulnérable. Compte tenu des récents événements en Chine et à Washington, le dollar australien est maintenant idéalement placé pour bénéficier, en cas d'accès de faiblesse, de nouveaux flux de diversification en 2023.

SGD

Toujours la devise la plus résistante d'Asie

L'Autorité monétaire de Singapour (MAS) continue de lutter contre le défi permanent de l'inflation importée, en favorisant vigoureusement le renforcement du dollar singapourien par rapport à un panier de devises.

La devise notée AAA, qui est spécifiquement utilisée comme un outil d'ancrage des pressions sur les prix, a ainsi surperformé toutes ses homologues asiatiques depuis le début de l'année.

Cela permet de stabiliser l'économie et d'attirer de nouveaux investissements directs étrangers, dans un cercle vertueux qui renforce la devise et le PIB de Singapour. Nous maintenons une opinion très positive sur le dollar singapourien au rendement désormais plus élevé, car les politiques de soutien de la MAS devraient se poursuivre en 2023.

BRL

Un nouveau président pour le Brésil

La réélection de Lula à la présidence du Brésil a suscité une réaction modérément positive des marchés financiers – la devise a progressé jusqu'à 5,00 réaux pour un dollar. Très centristes, le Congrès et le Sénat devraient contribuer à limiter les dépenses fiscales. Le réal constitue donc une opportunité de diversification attrayante, grâce à un portage élevé et au caractère relativement isolé (par rapport aux multiples crises qui touchent le reste du monde) de son économie. À court terme, le président Lula est susceptible de faire des annonces politiques qui pourraient générer de la volatilité, offrant ainsi des points d'entrée aux investisseurs.

OR

Après un passage à vide, l'or brille à nouveau

Le métal jaune a enregistré un net rebond par rapport à son triple creux de 1 615 USD/onçe, grâce à la conjonction d'événements favorables et à la correction des rendements réels américains. Sur fond d'achats records de lingots par les banques centrales à des fins de diversification des réserves (pour des volumes inédits depuis 1967), l'or a repris 10 % en sept séances de bourse. Au plan technique, si le métal jaune parvient à se maintenir au-dessus du support de 1 700 USD/onçe, le marché pourrait tester à nouveau la résistance clé du mois d'août à 1 808 USD/onçe.

Les frictions et les tensions géopolitiques demeurent très vives après la réunion du G20 à Bali, ce qui soutiendra la valeur refuge par excellence en cas de baisse éventuelle. En outre, il ne faut pas oublier que la période de trois mois la plus favorable à la consommation d'or (notamment en Inde) se profile à l'horizon, tandis que les spéculateurs sont globalement positionnés à la baisse ou sous-pondèrent l'or.

Néanmoins, au-delà des sujets de saisonnalité et des facteurs techniques, l'or devrait rester vulnérable à court terme sans pivot espéré de la Fed avant fin 2022 et dans un contexte marqué par le retour du rendement sur certaines classes d'actifs, notamment celle des obligations d'entreprises de qualité.



LE DOLLAR AUSTRALIEN

établit une base solide pour une poursuite de la reprise

07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION

Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : la récession reste le principal risque en Europe en 2023 (récession très probable au premier semestre) ; quasi-stagnation aux États-Unis (croissance du PIB inférieure à 1 %). La croissance chinoise pourrait décevoir par rapport aux estimations actuelles – une croissance du PIB proche de 4 % en 2023 –, sachant qu'elle restera très sensible à tout assouplissement de la politique « zéro COVID ».
- **Inflation** : l'inflation mondiale devrait rester autour de 5 % en 2023 (4 % aux États-Unis et 6 % dans la zone euro). Aux États-Unis, l'inflation de base devrait rester élevée jusqu'à ce que la composante logement commence à s'inverser, ce qui pourrait se produire à fin du premier trimestre ou au début du deuxième trimestre 2023. Dans la zone euro, l'inflation des services continue de progresser, tandis que l'inflation globale reste sous-tendue par la situation de l'offre en raison de la crise énergétique actuelle.
- **Politique budgétaire** : favorable en Europe, plus neutre aux États-Unis avec un gouvernement divisé (président et Sénat démocrates, Chambre des représentants républicaine) ; surveiller la viabilité de la dette si les taux d'intérêt restent à des niveaux élevés alors que la croissance du PIB nominal s'estompe.
- **Banques centrales** : concentrées sur l'inflation et peu sensibles dans leurs discours au risque de récession, notamment aux États-Unis. Les marchés tablent sur une inflexion précoce de la Fed, que nous jugeons toujours improbable (nous privilégions l'hypothèse de hausses de taux plus lentes et moins importantes, sans inflexion avant le second semestre même si la Fed se rapproche du taux final).
- **Bénéfices** : comme attendu, la saison de publication des résultats du troisième trimestre 2022 a entraîné des révisions négatives des bénéfices par action (BPA) du quatrième trimestre 2022. Nous restons prudents pour 2023, car une contraction de la rentabilité – notamment en Europe – ne peut être écartée.
- **Volatilité** : la volatilité s'est globalement accrue en 2022 ; elle est récemment revenue à proximité de 20 après avoir dépassé le niveau de 30 en octobre, ce qui suggère un marché plus complaisant et vulnérable aux corrections techniques.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

ACTIONS

- Dans un scénario de stagnation associée à des hausses de taux des banques centrales et à un risque élevé de révisions négatives des bénéfices en 2023, les fondamentaux ne poussent pas à une surpondération des actions, mais les valorisations deviennent plus attrayantes, notamment en Europe et en Chine.
- Nous envisageons deux séquences pour l'année 2023 : la qualité, le portage et les dividendes devraient prévaloir au cours des premiers mois dans un contexte volatil, avant qu'une inflexion de la Fed déclenche une nouvelle tendance haussière au second semestre.
- Nous conservons une préférence pour les actions américaines et les thématiques mondiales, car nous prévoyons encore une plus grande résilience de l'économie et des entreprises américaines.
- Nous avons régulièrement renforcé l'exposition aux stratégies de dividendes ces derniers mois et continuons à privilégier la qualité au détriment de secteurs plus cycliques, comme l'industrie. Nous restons des investisseurs de long terme dans la transition énergétique et les solutions climatiques.
- Bien que nous restions relativement prudents sur l'Europe, nous avons récemment souligné que les actions européennes avaient atteint un niveau record de décote par rapport aux actions américaines et que les exportateurs européens devraient bénéficier d'un dollar fort. Ces derniers ont enregistré de bonnes performances le mois dernier, grâce à des bénéfices positifs, un dollar fort et un contexte politique et géopolitique plus encourageant. D'un point de vue tactique, ce rebond demeure vulnérable, mais il convient de souligner que les actions européennes offrent des primes de risque attrayantes.
- Nous avons insisté le mois dernier sur la décote associée aux indicateurs de valorisation des actions chinoises, reflet d'une visibilité limitée ; après une réaction très négative du marché à l'issue du Congrès national du peuple, nous entrevoyons des signes d'assouplissement de la politique « zéro COVID » et des mesures plus favorables au secteur immobilier. Les investisseurs devraient dès lors conserver leur exposition aux actions chinoises à court terme.



LES EXPORTATEURS
EUROPÉENS
bénéficient
d'un dollar fort

OBLIGATIONS

- 2023 devrait être une année de performances robustes pour les obligations ; cette tendance s'est déjà dessinée en octobre à travers une augmentation des flux, un aplatissement de la courbe et une compression des *spreads*.
- Nous conservons l'approche adoptée ces deux derniers mois sur les obligations d'État : une stratégie de polarisation entre les échéances très courtes (qui intègrent les hausses de taux à venir) et la partie ultra-longue de la courbe (qui pourrait servir de couverture macroéconomique en cas de récession). L'exposition à la durée a été récompensée au-delà de nos attentes le mois dernier, car les marchés ont réagi vigoureusement aux chiffres de l'inflation plus faibles que prévu aux États-Unis et anticipent (de manière probablement trop optimiste) une inflexion de la Fed à court terme.
- Nous continuons de privilégier les obligations *investment grade* par rapport aux obligations *high yield*, dont les *spreads* sont comparativement peu attrayants. Nous conservons toutefois une opinion relativement positive sur la dette financière, les bilans des sociétés financières semblant plutôt solides.
- Nous restons prudents sur la dette émergente en devises fortes et estimons que les obligations en devises locales offrent une diversification intéressante en 2023 pour les investisseurs en euros.

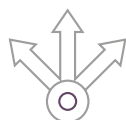
MARCHÉ DES CHANGES

- Nous considérons 2023 comme une année propice à la diversification des positions de change, car la vigueur du dollar devrait s'estomper.
- Nous avons indiqué récemment que le dollar américain semblait chèrement valorisé, mais que des fondamentaux insuffisamment solides limitaient le potentiel de rebond de l'euro et des autres devises. Une inflation américaine plus faible que prévu (mais toujours élevée) a entraîné des prises de bénéfices sur le billet vert. Nous anticipons un affaiblissement du dollar à moyen terme, mais cette tendance ne devrait pas s'affirmer davantage à court terme, à moins que : i.) la Fed confirme son inflexion ; ii.) les tensions géopolitiques s'apaisent et/ou iii.) la politique de Washington menace le billet vert.
- L'or a largement bénéficié de l'affaiblissement du dollar, mais pourrait s'avérer vulnérable à court terme, car les investisseurs continuent de se concentrer sur les actifs générateurs de rendement.
- Dans l'intervalle, nous continuons à considérer les devises liées aux matières premières comme de bons instruments de diversification pour les investisseurs en dollars, et le franc suisse comme la meilleure couverture hors dollar, notamment pour les investisseurs en euros.

CONVICTIIONS CLÉS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
OBLIGATIONS		
EMPRUNTS D'ÉTAT		
Core 10 ans EUR (Bund)	=/-	=
Périphériques EUR	-	=/-
2 ans US	=/+	=/+
10 ans US	=/-	=
30 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 souveraines en monnaie forte	=/-	=/+
Dettes souveraines 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	+	=/+
Rendement	+	=/+
Cycliques	-	=
Défensives	+	=/-
DEVISES		
États-Unis (USD)	=	=/-
Zone euro (EUR)	=/-	=
Royaume-Uni (GBP)	=/-	=
Suisse (CHF)	=/+	=
Japon (JPY)	=	=/-
Brésil (BRL)	=	=
Chine (CNY)	=	=
Or (XAU)	=/-	=
Devises de matières premières (NOK, NZD, CAD)	=/+	=/+

Source : Indosuez Wealth Management.



2023 :
DIVERSIFICATION
DES POSITIONS
DE CHANGE

08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 17 NOVEMBRE 2022



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	3,77 %	-46,26	225,56
France 10 ans	2,49 %	-46,50	229,60
Allemagne 10 ans	2,02 %	-38,40	219,70
Espagne 10 ans	3,03 %	-49,50	246,80
Suisse 10 ans	1,06 %	-28,20	119,40
Japon 10 ans	0,24 %	-0,90	17,60

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	33,62	4,93 %	-14,28 %
Emprunts d'État en EUR	197,15	1,82 %	-9,79 %
Entreprises haut rendement en EUR	192,10	4,02 %	-10,08 %
Entreprises haut rendement en USD	295,62	3,03 %	-11,07 %
Emprunts d'État américains	294,36	1,97 %	-8,09 %
Entreprises émergentes	41,79	4,08 %	-18,06 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9868	0,50 %	-4,89 %
GBP/USD	1,1864	5,60 %	-12,33 %
USD/CHF	0,9517	-5,18 %	4,25 %
EUR/USD	1,0362	5,89 %	-8,87 %
USD/JPY	140,20	-6,63 %	21,83 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	23,93	-6,05	6,71

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	3 946,56	7,66 %	-17,20 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 346,54	5,80 %	-0,51 %
STOXX Europe 600	428,38	7,43 %	-12,18 %
Topix	1 966,28	3,74 %	-1,31 %
MSCI World	2 642,34	8,77 %	-18,24 %
Shanghai SE Composite	3 818,66	1,70 %	-22,70 %
MSCI Emerging Markets	942,36	8,97 %	-23,51 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 154,41	-3,36 %	1,15 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	194,81	2,74 %	-29,34 %
MSCI Asia Ex Japan	603,04	11,77 %	-23,60 %
CAC 40 (France)	6 576,12	8,04 %	-8,07 %
DAX (Allemagne)	14 266,38	11,74 %	-10,19 %
MIB (Italie)	24 339,67	12,16 %	-11,00 %
IBEX (Espagne)	8 040,70	5,18 %	-7,72 %
SMI (Suisse)	10 917,88	4,24 %	-15,21 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 734,00	1,03 %	-17,90 %
Or (USD/Oz)	1 760,44	8,13 %	-3,76 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	81,64	-5,05 %	8,55 %
Argent (USD/Oz)	20,98	12,23 %	-10,18 %
Cuivre (USD/Tonne)	8 110,00	7,27 %	-16,57 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	6,37	18,87 %	70,75 %

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

	AOÛT 2022	SEPTEMBRE 2022	OCTOBRE 2022	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (17 NOVEMBRE 2022)
FTSE 100	1,18 %	-3,37 %	9,59 %	11,77 %	1,15 %
Topix	0,03 %	-5,36 %	7,99 %	8,97 %	-0,51 %
MSCI World	-0,04 %	-6,48 %	7,11 %	8,77 %	-1,31 %
MSCI EMEA	-0,22 %	-6,57 %	6,28 %	7,66 %	-12,18 %
MSCI Emerging Markets	-1,04 %	-6,72 %	5,09 %	7,43 %	-17,20 %
STOXX Europe 600	-1,88 %	-8,19 %	4,17 %	5,80 %	-18,24 %
S&P 500	-2,19 %	-9,34 %	2,91 %	3,74 %	-22,70 %
Shanghai SE Composite	-4,24 %	-9,46 %	-3,15 %	2,74 %	-23,51 %
MSCI Latam	-4,33 %	-11,90 %	-6,13 %	1,70 %	-23,60 %
MSCI Asia Ex Japan	-5,29 %	-12,94 %	-7,78 %	-3,36 %	-29,34 %

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

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE





AIE : Agence internationale de l'énergie.

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

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

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

BNEF : Bloomberg New Energy Finance.

BPA : Bénéfice par action.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

IRENA : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

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

ISR : Investissement socialement responsable.

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

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

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

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

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

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

OMC : Organisation mondiale du commerce.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

AVERTISSEMENT

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

Les langues dans lesquelles la Brochure est rédigée font partie des langues de travail 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.

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

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

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

- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de España (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;

- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), 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 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, Singapour 068912. A Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux investisseurs qualifiés, investisseurs institutionnels ou investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour 2001. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;

- **aux EAU (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 ;

- **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, 5th Floor office 504, P.O. Box 44636 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 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.

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

Crédits photos: Getty Images.

Achevé de rédiger le 18.11.2022.

