

GLOBAL OUTLOOK 2022

L'INFLATION,
UN RETOUR
DURABLE ?



• Table des matières

01• Messages clés	P4
02• Focus sur les moteurs de l'inflation	P8
PRIX DE L'ÉNERGIE : PRÉVISIONS ET IMPLICATIONS	P9
L'INFLATION ET LES CHAÎNES D'APPROVISIONNEMENT	P12
Y A-T-IL UN RISQUE D'INFLATION PAR LES SALAIRES ?	P15
LOGEMENT AUX ÉTATS-UNIS, HAUSSE DES PRIX GÉNÉRALISÉE	P18
LES FACTEURS DE LONG TERME SONT-ILS TOUJOURS DÉFLATIONNISTES ?	P21
03• Notre vision : implications pour notre scénario 2022	P26
TRAJECTOIRES D'INFLATION ET DE CROISSANCE POUR 2022-2023	P27
BANQUES CENTRALES EN MODE DE NORMALISATION... PROGRESSIVE OU ACCÉLÉRÉE ?	P31
QU'EST-CE QUE LE PRICING POWER ?	P34
LES MARGES DES ENTREPRISES SONT-ELLES EN RISQUE ?	P37
L'INFLATION EST-ELLE UN FACTEUR DE SOUTIEN POUR LE DOLLAR ET L'OR ?	P40
04• Présence internationale	P44
05• Glossaire	P46
Avertissement	P48

01 | Messages clés

« Par un processus continu d'inflation, les gouvernements ont la capacité de confisquer incidemment et discrètement une part importante de la richesse de leurs citoyens. »
John Maynard Keynes



L'inflation aux États-Unis a augmenté de **6,2 %** sur une base annuelle en novembre

En l'espace d'une année, quel renversement de perspective ! Les gouvernements, banquiers centraux, économistes et investisseurs sont passés de la peur du vide créé par une récession auto-infligée à la crainte des déséquilibres d'une reprise presque trop rapide. L'économie mondiale pourrait caler en raison des contraintes d'offre et d'approvisionnement, avec un risque de devoir vivre avec une inflation – modérément – plus élevée, et de manière moins temporaire que prévu.

L'ironie du sort veut que ce soit précisément l'auteur de la thèse de la « stagnation séculaire » (Larry Summers) qui ait été l'un des premiers à tirer la sonnette d'alarme, en début d'année, sur le risque de surchauffe des plans de relance dans un contexte de reprise déjà très forte. Le risque serait donc que nous soyons en train de nous tromper de logiciel, comme ce fut le cas par le passé : conserver des mesures keynésiennes de soutien monétaire et budgétaire à la demande face à une crise de l'offre.

INFLATION : VERS UN CHANGEMENT DE PARADIGME ?

Là aussi, le renversement de perspective avec la décennie précédente est frappant : après avoir passé une décennie à tenter sans succès de raviver les anticipations d'inflation, avec des programmes d'achats d'actifs qui ont eu davantage pour effet de faire monter le prix des actifs, les banques centrales du monde entier cherchent maintenant à concilier le soutien à une reprise encore chaotique et le besoin de normaliser leur politique monétaire face à une inflation supérieure à la cible. Cela, tout en devant *de facto* maintenir une dette publique soutenable. Nous voilà revenus dans l'équation des banques centrales des années 1960, à l'époque de la *fiscal dominance*. La thèse de la « japonification » de l'économie européenne semble désormais bien loin !

Au-delà des enjeux d'inflation propres à ce moment du cycle, une autre thèse est aujourd'hui fortement débattue parmi les économistes : le maintien ou non de facteurs structurellement déflationnistes dans nos économies.

Pendant trois décennies, le triptyque vieillissement/mondialisation/digitalisation – amplifié aussi par l'individualisation des conditions de travail ainsi que par un excès d'épargne et un investissement faible – s'est traduit par une inflation autour de 1 % en Europe. Si certains de ces facteurs devraient perdurer (digital et démographie en tête), il est possible que le facteur mondialisation, et notamment la concurrence par les bas salaires, s'atténue.

DE NOUVEAUX MARQUEURS À PRENDRE EN COMPTE

L'inflation revêtant une dimension politique, sociale et émotionnelle forte, en raison de la mémoire collective de pays européens ou latino-américains marqués au fer rouge par l'hyperinflation, il est logique que cette résurgence de tensions sur les prix conduise à des craintes excessives de retour à une inflation non contrôlée. Le danger consisterait donc à décréter un retour définitif et durable de l'inflation, thèse à laquelle nous ne souscrivons pas.

Le plus probable est plutôt que cette poussée de fièvre retombe progressivement au cours de l'année 2022, mais que l'inflation se stabilise à un niveau plus haut que lors de la décennie précédente. *In fine*, il se pourrait bien que l'inflation porte la marque de fabrique des préférences sociales et des contraintes politiques de cette nouvelle décennie : une conscience plus aiguë du caractère non soutenable des inégalités, du dérèglement climatique, ajoutée au besoin d'alléger les ratios d'endettement sans recourir aux politiques de rigueur. Une équation sans doute favorable à un régime d'inflation un peu plus élevé.



La hausse
des prix atteint
4,9 %
dans la zone euro,
soutenus par
l'énergie

Là aussi, l'effet miroir est spectaculaire : les politiques d'inflation faible sont désormais perçues comme inégalitaires quand les prix des actifs grimpent, là où l'inflation était vue comme la gangrène du pouvoir d'achat des classes moyennes... « L'inflation, impôt pour les pauvres », écrivait François Mitterrand en 1978. Car en Europe, pour le moment, à la différence des États-Unis, les salaires progressent peu. Il n'est donc pas certain que tous souhaitent le retour de l'inflation, même si cela demeure pour les États la sortie par le haut d'un endettement public excessif.

Ce n'est pas un monde d'après qui voit le jour, mais plutôt un nouvel équilibre à trouver, caractérisé par une accélération des tendances qui prévalaient avant la pandémie. Avec une inconnue, toutefois, qui peut perturber cette équation : la trajectoire de l'économie chinoise, poumon de la croissance mondiale de la dernière décennie, et sur laquelle la restructuration du secteur immobilier pèsera probablement dans les deux prochaines années.

Les banques centrales vont donc devoir cheminer sur ce chemin de crête entre soutien à l'économie, contrôle de l'inflation et maîtrise de la dette. Cela suscite des réponses variées, entre les pays occidentaux qui normalisent timidement, la Chine qui doit désendetter son secteur immobilier, et les autres pays émergents qui sont les premiers à remonter leurs taux. Cette divergence monétaire est centrale dans l'analyse de l'environnement des devises l'année prochaine.

LE PRICING POWER : UN OUTIL CONTRE LA HAUSSE DES PRIX

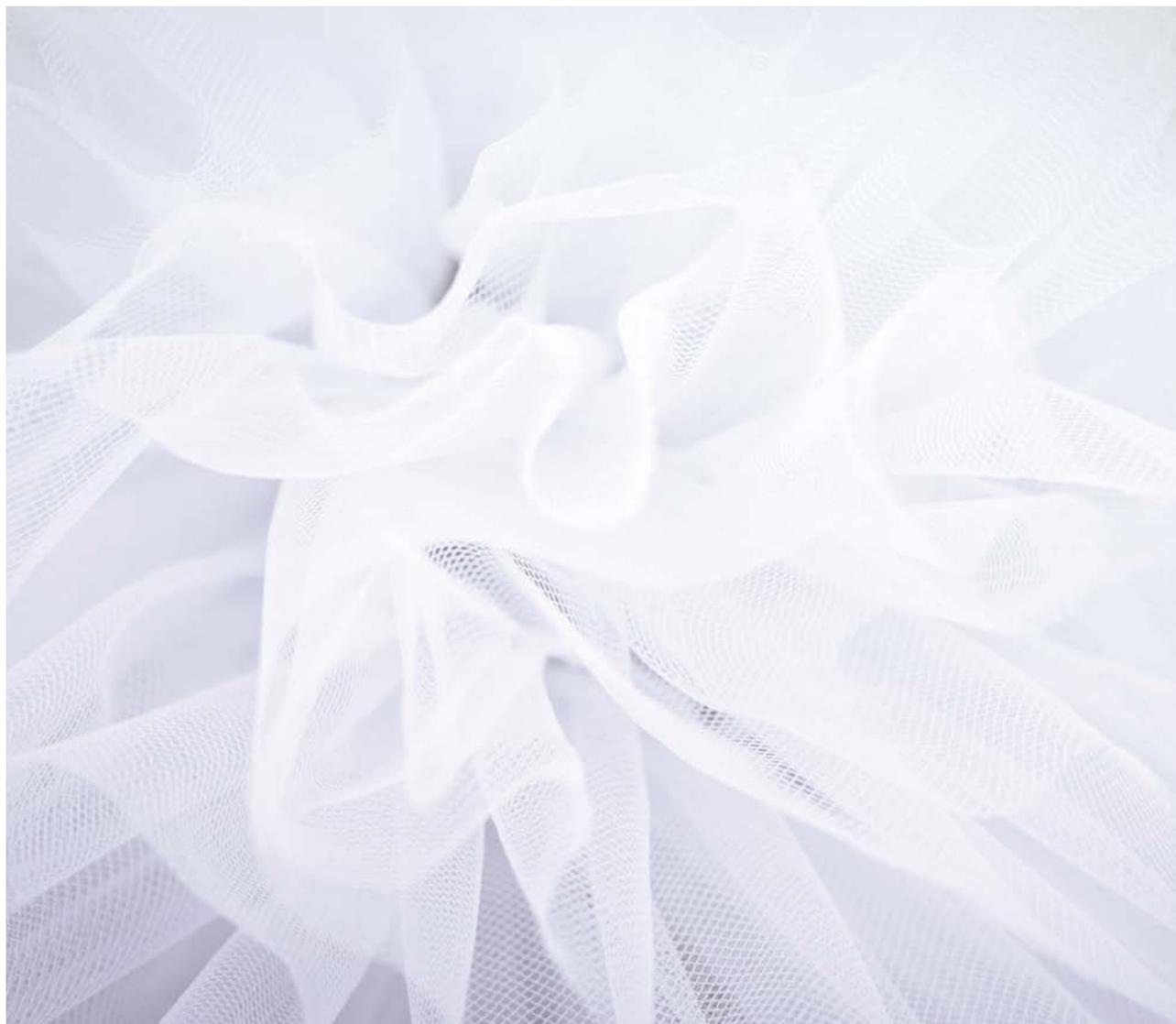
Pour les entreprises, les défis lancés par ces tensions inflationnistes durables ou momentanées sont nombreux, mais les différents secteurs de l'économie montrent pour le moment une résilience presque insolente de leurs niveaux de marges en cette fin d'année. Face à une remontée des coûts de l'énergie et à des salaires en hausse aux États-Unis, les entreprises bénéficient aujourd'hui d'un *pricing power* important, entre les secteurs caractérisés par des déséquilibres offre/demande et les secteurs à forte valeur ajoutée où la demande est assez inélastique aux variations de prix. Néanmoins, il est plus facile d'absorber ces hausses de coûts dans une année de croissance élevée que dans une année plus normale ; ce sera donc une question centrale sur les espérances de rendement des prochaines années.

Ce *Global Outlook* vise autant à éclairer de manière factuelle les différentes causes de cette reprise de l'inflation qu'à dessiner un scénario pour l'année prochaine et, enfin, à identifier les implications pour les banques centrales, les devises et les investisseurs actions.

Je vous souhaite à tous une très bonne lecture et une très bonne année 2022.



VINCENT MANUEL
Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management



02

| Focus sur les moteurs
de l'inflation



Aux États-Unis,
la contribution
de l'énergie
à l'inflation
est passée de

-0,5 PP

fin 2020 à

+1,6 PP

au troisième
trimestre 2021

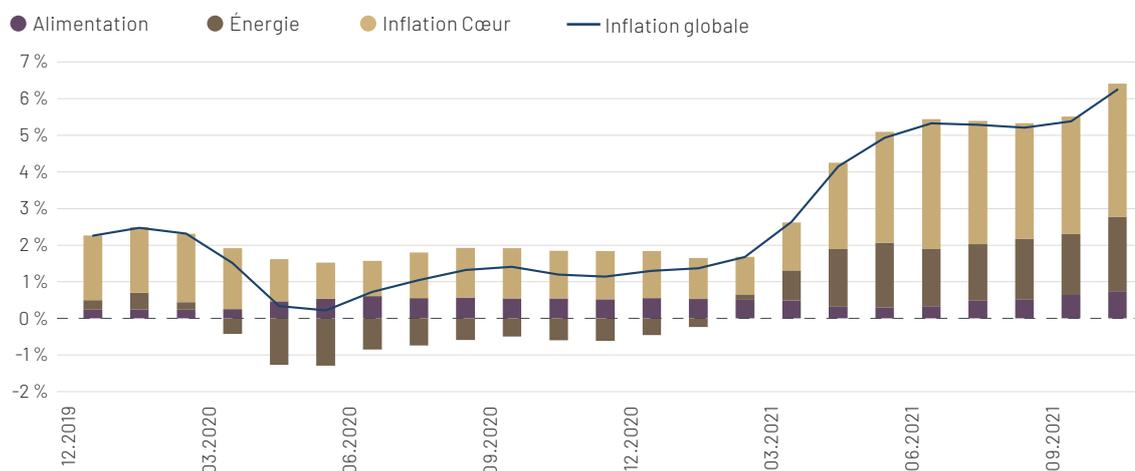
Depuis le début de l'année, le prix du gaz a explosé, celui du pétrole s'est envolé et celui de l'électricité a plus que doublé par effet ricochet. Alors que le narratif d'une inflation durablement plus élevée gagne du terrain, la hausse des prix de l'énergie inquiète, mais celle-ci devrait s'estomper courant 2022.

UN DÉSÉQUILIBRE OFFRE-DEMANDE QUI ENTRETIENT UNE INFLATION GLOBALE PLUS ÉLEVÉE

Comme dans tout marché libéralisé, les prix sont la résultante d'un équilibre entre l'offre et la demande. Or, sur les douze derniers mois, cet équilibre sur les marchés de l'énergie a été drastiquement modifié avec d'un côté une demande abondante, en lien avec la vigueur de la reprise économique, et de l'autre une offre encore limitée,

volontairement ou non, alimentant les pressions inflationnistes sur une majorité de commodités. Par répercussion, celles-ci sont venues nourrir une inflation globale plus élevée : aux États-Unis, la contribution de la composante énergétique au chiffre d'inflation est ainsi passée de -0,5 pp (point de pourcentage) fin 2020 à environ +1,6 pp au troisième trimestre 2021 (graphique 1), à quoi il faudrait ajouter l'effet de diffusion au sein de l'inflation cœur, estimé à +0,4 pp.

GRAPHIQUE 1 : CONTRIBUTION À L'INFLATION GLOBALE AMÉRICAINE PAR COMPOSANTE, GA, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



LE DÉFICIT
 D'OR NOIR,
 aujourd'hui
 estimé à
1 MBPJ,
 pourrait perdurer
 jusqu'au printemps
 2022

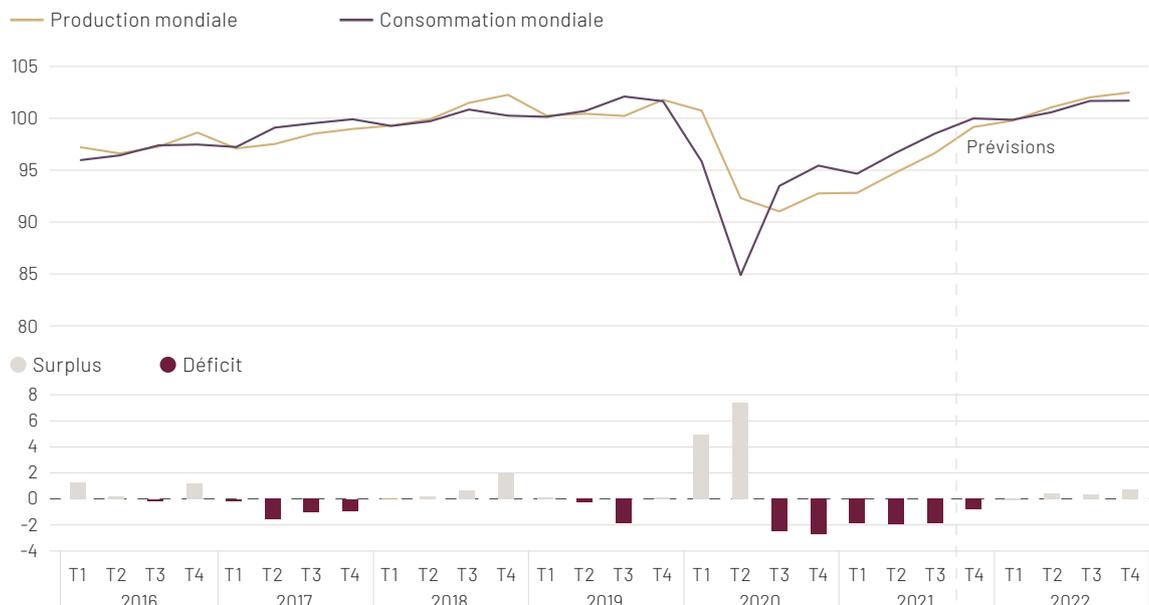
DES PRESSIONS DIFFICILES À INVERSER À TRÈS COURT TERME

La consommation d'énergie devrait rester soutenue cet hiver en Europe et les autorités chinoises ont ordonné au secteur de l'énergie de sécuriser à tout prix un approvisionnement suffisant. En parallèle, l'OPEP+ continue d'ignorer les appels des gouvernements occidentaux à accroître davantage sa production de pétrole et persiste dans son plan de n'augmenter son offre que de 400 000 barils par jour (bpj) chaque mois.

Sans changement, le déficit d'or noir, aujourd'hui estimé à 1 million de barils par jour (mbpj), pourrait ainsi perdurer jusqu'au printemps 2022 (graphique 2).

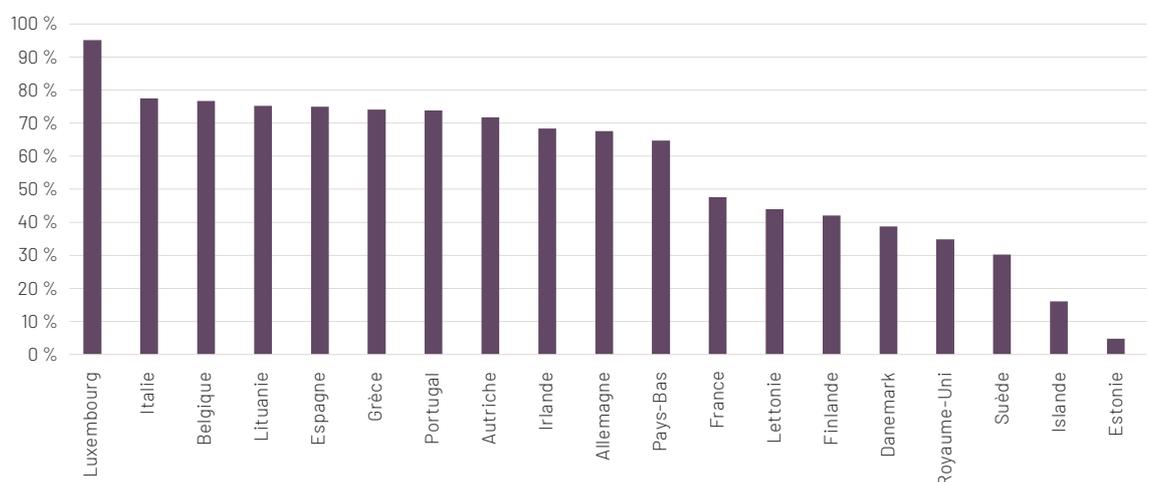
En Europe, c'est la résolution des débats autour du controversé gazoduc russe Nord Stream 2 et des tensions géopolitiques entre l'Algérie et le Maroc qui dictera en partie la tendance des prix du gaz naturel. Ce qui est sûr, c'est que le risque inflationniste le plus important à court terme concerne les pays dont le taux de dépendance énergétique est élevé (graphique 3) et dont la part des énergies fossiles dans le mix énergétique est notable.

GRAPHIQUE 2 : PRODUCTION ET CONSOMMATION MONDIALES DE PÉTROLE BRUT ET DE COMBUSTIBLES LIQUIDES, MBPJ



Sources : Administration américaine d'information sur l'énergie, Short-Term Energy Outlook, octobre 2021, Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 3 : DÉPENDANCE ÉNERGÉTIQUE DES PAYS DE L'UNION EUROPÉENNE, %



Sources : Eurostat (2019), Indosuez Wealth Management.



LA DYNAMIQUE DES PRIX DE L'ÉNERGIE POURRAIT S'ESOUFFLER AU PRINTEMPS

À horizon mi-2022, les pressions inflationnistes sur les prix de l'énergie devraient néanmoins s'estomper à un rythme très progressif : normalisation de la croissance dans les pays développés et ralentissement de l'activité en Chine pourraient en effet aider au rééquilibrage des prix, comme on peut déjà l'observer sur certaines matières premières en cette fin d'année. La question de l'Iran, dont la production pourrait augmenter de 1,7 mbpj si un accord sur le nucléaire était trouvé, et un éventuel retour de la production de pétrole aux États-Unis à ses niveaux pré-pandémie (environ 1,8 mbpj supplémentaires) sont autant de risques baissiers sur les prix.

En plus de ces facteurs, la contribution des prix de l'énergie dans l'inflation globale américaine diminuerait de 1 pp dans les six prochains mois en conséquence des seuls effets de base. Additionnellement, sous l'hypothèse d'une stabilisation des prix de l'énergie et d'un pétrole autour de 80 dollars le baril, l'impact des prix de l'énergie sur l'inflation cœur pourrait reculer de 0,45 pp au quatrième trimestre 2021 à seulement 0,15 pp fin 2022 selon certains analystes.

En revanche, il conviendra de surveiller les effets indirects de cette hausse des prix de l'énergie sur le comportement des ménages. La baisse du pouvoir d'achat induite par ces augmentations pourrait de fait conduire à des demandes de revalorisations salariales et contribuer positivement à l'inflation.

Finalement, si ce choc énergétique est susceptible de perdurer encore quelques mois avant de perdre en intensité à la fin du printemps 2022, il interroge sur les chocs de volatilité et les problèmes plus profonds auxquels le monde pourrait faire face alors que la plupart des gouvernements accélèrent leur politique de transition énergétique. En effet, tandis que la demande d'énergie primaire devrait croître de 50 % d'ici 2050, sans accélération des investissements visant à améliorer les capacités de production, des répliques de cette situation pourraient se répéter à l'avenir et alimenter une inflation plus élevée.



-1PP :

l'impact estimé des effets de base sur l'inflation américaine à horizon six mois



ADRIEN ROURE

Investment Strategy Analyst,
Indosuez Wealth Management

02 • Focus sur les moteurs de l'inflation

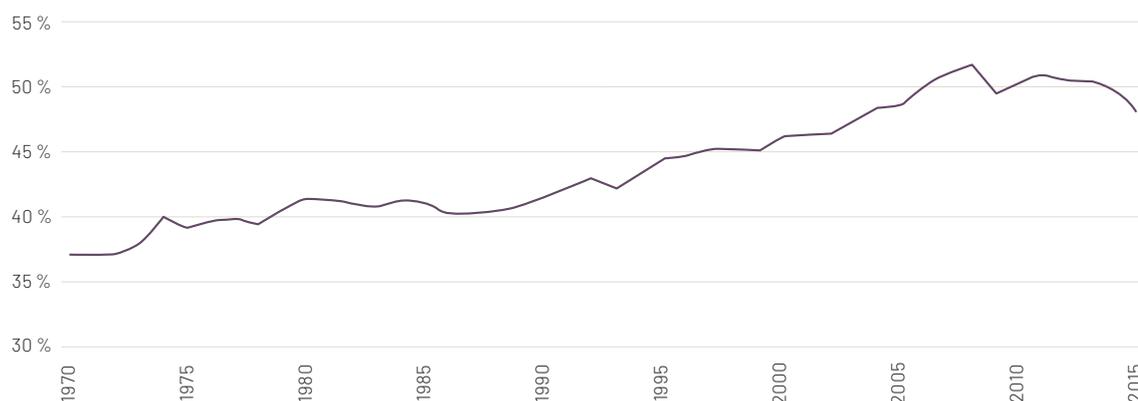
L'INFLATION ET LES CHAÎNES D'APPROVISIONNEMENT

Parmi les différents facteurs qui ont fait remonter l'inflation, la question des chaînes d'approvisionnement est probablement celle qui était la plus difficile à anticiper et pour laquelle la trajectoire à venir reste la moins lisible. Au troisième trimestre, le nombre d'entreprises qui ont mentionné les contraintes d'approvisionnement a doublé par rapport au trimestre précédent. Pour autant, plusieurs indices amènent à penser que ce facteur ne sera pas complètement résolu pendant l'essentiel de l'année 2022.

Après trois décennies de mondialisation, la part du commerce mondial concerné par les chaînes de valeur globale (CVM) se situe entre 45 et 50 % (graphique 4). Dans ce contexte de forte interdépendance et de généralisation de la gestion en flux tendus à faible stock, il suffit donc que quelques maillons de la chaîne se grippent pour paralyser l'ensemble (graphique 5).

C'est ce qui s'est produit cette année : non pas une pénurie généralisée, mais des pénuries localisées de matériaux qui, ajoutées à des contraintes logistiques et à des déficits de main-d'œuvre, ont conduit à une explosion des retards de livraison et à des baisses forcées de production.

GRAPHIQUE 4 : POIDS DES CHAÎNES DE VALEUR GLOBALE DANS LE COMMERCE MONDIAL, %



Sources : Banque mondiale, Indosuez Wealth Management.



LES PÉNURIES

liées aux semi-conducteurs semblent devoir durer plus longtemps que prévu

Quels sont les points clés qui posent encore problème sur les chaînes d'approvisionnement à ce jour ?

- La persistance de mesures de confinement en Asie (politique « zéro-COVID » en Chine, faible vaccination au Vietnam) qui affectent à la fois le transport de marchandises et la production de biens intermédiaires.
- Des pénuries temporaires d'énergie qui provoquent des fermetures forcées d'usines en Chine, et des déficits de production sur des matériaux de base (bois, métaux, papier) qui se répercutent sur les biens intermédiaires, sur des produits finis ainsi que sur des secteurs comme la construction.
- Des pénuries plus durables liées aux semi-conducteurs et qui touchent par ricochet un nombre important de secteurs (smartphones, ordinateurs, automobile, autres objets connectés).
- Un déficit de main-d'œuvre dans la logistique portuaire et dans les transports aux États-Unis qui a allongé les délais de livraison. L'image la plus frappante sur ce plan reste le port de Los Angeles, où des dizaines de porte-containers demeurent chargés à quai par manque de docks.

Quelle perspective peut-on tracer entre les facteurs de blocage amenés à se résorber rapidement et ceux qui pourraient durer plus longtemps ?

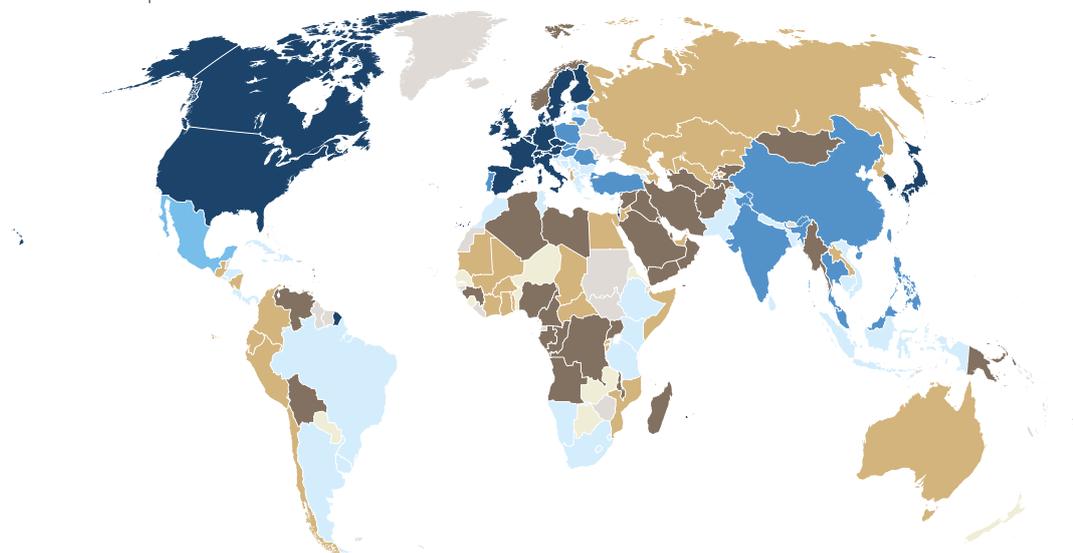
Premièrement, dans l'hypothèse d'une vaccination plus importante des pays d'Asie du Sud-Est, et d'une efficacité des campagnes de troisième injection contre les variants, on pourrait supposer que les blocages de ports qui ont eu lieu pendant l'été 2021 en Chine ne devraient pas se reproduire ; mais la Chine maintient une politique « zéro-COVID » et l'épidémie de COVID-19 repart dans plusieurs pays aujourd'hui.

Deuxièmement, il est probable que les déséquilibres momentanés sur l'énergie et les matériaux de base s'expliquent en partie par les différences de vitesse de reprise en 2021, et donc que la convergence des taux de croissance vers 3 à 5 % l'année prochaine comblera ces déficits. Certaines pénuries de matières premières comme le bois semblent déjà s'être résorbées aux États-Unis. Les prix de l'énergie sont censés se rééquilibrer l'année prochaine. Le ralentissement en cours de la croissance de l'économie chinoise allège déjà les pressions sur les prix des matières premières comme les métaux.

GRAPHIQUE 5 : TOUS LES PAYS PARTICIPENT AUX CVM, MAIS PAS DE LA MÊME MANIÈRE

Liens avec les CVM, 2015

- Faible participation
- Produits de base limités
- Produits de base intensifs
- Biens manufacturés simples
- Biens manufacturés et services de pointe
- Activités innovantes
- Données manquantes



Note : La nature des liens d'un pays avec les CVM dépend de : 1 - l'étendue de sa participation aux CVM ; 2 - sa spécialisation sectorielle ; 3 - son degré d'innovation. Des détails sont fournis dans la figure 1.6 du Rapport principal.

Sources : Équipe du Rapport sur le développement dans le monde 2020, sur la base de la taxonomie des CVM pour 2015, Indosuez Wealth Management.

En revanche, les déficits de main-d'œuvre devraient être difficiles à combler rapidement ; malgré les hausses de salaires observées sur le segment des travailleurs les moins qualifiés et la fin des aides aux ménages américains, le taux de participation est faible et le déséquilibre entre offres et demandes d'emploi reste important dans certains secteurs.

Enfin, les pénuries liées aux semi-conducteurs semblent devoir durer plus longtemps que prévu. Le CEO d'Intel a ainsi indiqué, en octobre 2021, que ces pénuries devraient n'être résorbées qu'en 2023. Ce phénomène, au départ attribué à une reprise plus forte qu'attendu, révèle une moindre flexibilité de la fonction d'offre et un niveau de stock trop faible à chaque étape de la chaîne.

Dans ce contexte de tensions persistantes et de coûts logistiques plus élevés, on peut supposer que ces déséquilibres de volumes continueront d'influer sur les prix des biens, mais aussi des services. Le coût d'un container entre la Chine et l'Europe a été multiplié par quatre, et l'indice des prix du fret (graphique 6) ne renvoie pas de signal de consolidation ; pour le moment, il ne fait que se stabiliser. Par exemple, DHL a annoncé une hausse des tarifs de plus de 5 % pour l'année prochaine.

Il est encore difficile de déterminer si les grands groupes vont s'engager dans une refonte de leurs chaînes de valeur et réinternaliser une partie de la production. Cette dernière perspective se heurte à de vrais freins (temps et investissement requis pour remodeler l'appareil de production, absence de savoir-faire). Mais on peut néanmoins supposer que les entreprises voudront sécuriser des niveaux de stocks plus élevés, ce qui devrait se retrouver dans leurs prix.

En conclusion, les difficultés des chaînes d'approvisionnement liées aux pénuries de matières premières ou au blocage de l'activité de fret devraient se résoudre dans les prochains mois et cesser d'alimenter les pressions inflationnistes. Dans certains secteurs manufacturiers comme l'électronique et l'automobile, ces difficultés devraient perdurer au-delà de 2022. À plus long terme, nous pouvons anticiper que la sécurisation des approvisionnements et la recherche d'une plus grande autonomie stratégique de certains pays occidentaux sur des filières clés pourront contribuer à inverser les pressions déflationnistes des dernières décennies.

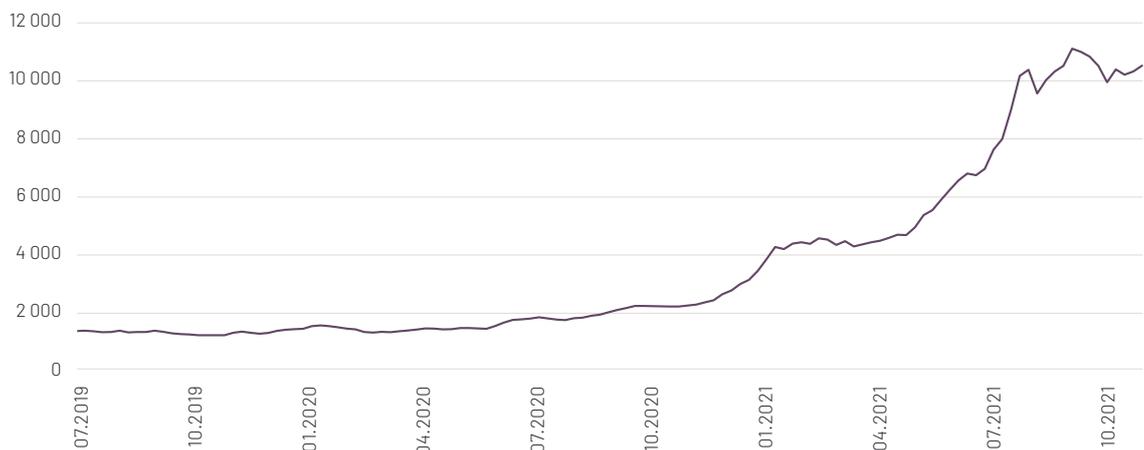
X4

Le coût d'un container entre la Chine et l'Europe a été MULTIPLIÉ PAR 4



VINCENT MANUEL
Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

GRAPHIQUE 6 : INDICE DES PRIX DES CONTAINERS, DE JUILLET 2019 À OCTOBRE 2021, USD



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

02 • Focus sur les moteurs de l'inflation

Y A-T-IL UN RISQUE D'INFLATION PAR LES SALAIRES ?



La pandémie, en mettant un frein à la mondialisation - source de désinflation salariale -, et la forte reprise de l'économie mondiale qui a suivi cette année ont provoqué une pénurie de main-d'œuvre, entraînant une pression sur les salaires. Doit-on craindre un retour de la boucle salaires-inflation des années 1970, ou plutôt un rééquilibrage limité dans l'ampleur et dans le temps ?



LES NOUVELLES
TECHNOLOGIES
devraient
continuer à tirer
LES PRIX VERS
LE BAS

DES SITUATIONS SALARIALES DIFFÉRENTES SELON LES PAYS

Les craintes actuelles se focalisent sur un retour de la spirale salaires-prix qui impacterait les marges des entreprises pour se répercuter sur les prix. Cette relation s'établit généralement en situation de plein emploi.

Si l'évolution récente des salaires suit une pente ascendante, la situation diffère selon les pays. Aux États-Unis, où l'emploi n'a pas été protégé comme en Europe, les chèques du gouvernement, la fermeture des écoles et la situation sanitaire ont rendu difficile le retour des travailleurs, entraînant des déséquilibres et des pressions salariales.

En Europe, le taux de chômage reste élevé - sauf en Allemagne, où les pressions salariales s'accroissent avec une reprise économique plus forte et une économie proche du plein emploi. Le cas de l'Angleterre est différent : de nombreux travailleurs étrangers sont partis, à la suite du Brexit et de la pandémie, et doivent désormais obtenir un permis de séjour.

Une normalisation de la croissance mondiale, après le net rebond de 2021 et la dissipation des contraintes sur l'offre de travail, devrait rééquilibrer l'emploi et limiter la pression salariale à quelques secteurs très spécifiques.

UN RATTRAPAGE DES BAS SALAIRES PLUTÔT QU'UNE AUGMENTATION GÉNÉRALISÉE

Si la hausse des salaires s'accélère, le constat mérite d'être nuancé. La pandémie a entraîné une pénurie temporaire de main-d'œuvre, essentiellement dans les secteurs qui ont le plus souffert du confinement.

Ainsi, aux États-Unis, la hausse des salaires atteint 4,8 % sur un an, mais avec des augmentations supérieures à 10 % dans les secteurs où l'offre de postes à pourvoir excède la demande, comme les loisirs, l'hôtellerie et les transports, principalement sur des postes à bas salaires (graphique 7). Cette situation se retrouve également en Europe.

Deux facteurs viennent compenser l'effet de cette forte hausse et son impact.

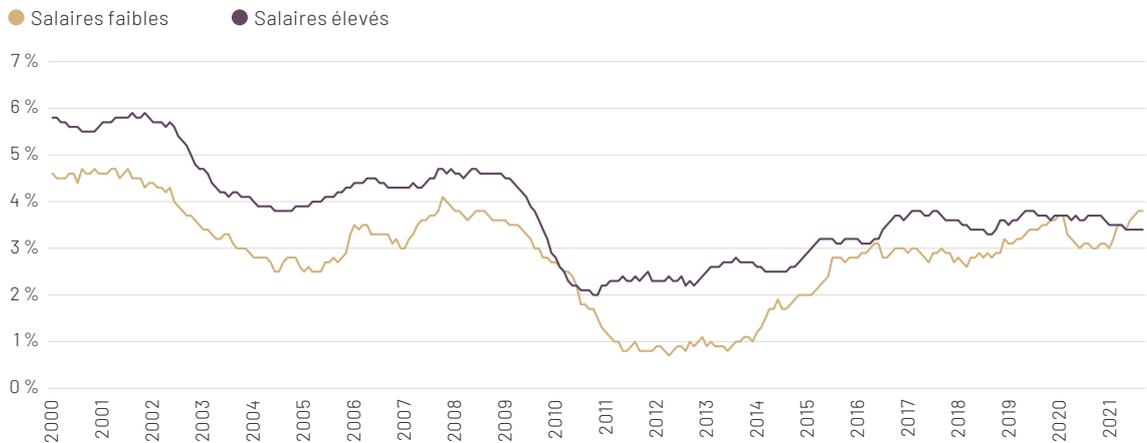
Tout d'abord, la progression des hauts salaires diminue. Ensuite, les gains de productivité ont entraîné une baisse des coûts unitaires du travail. Aussi longtemps que la productivité croît plus rapidement que les salaires, comme c'est le cas depuis les années 1980, la spirale salaires-prix n'est pas à redouter (graphique 8).

On assiste très probablement à des réajustements des bas salaires plutôt qu'à un dérapage généralisé. Mais les grandes entreprises américaines (Amazon, Walmart...), face à la pénurie de main-d'œuvre accentuée par la pandémie, tendent progressivement à généraliser le salaire minimum de 15 dollars prôné par l'administration Biden.



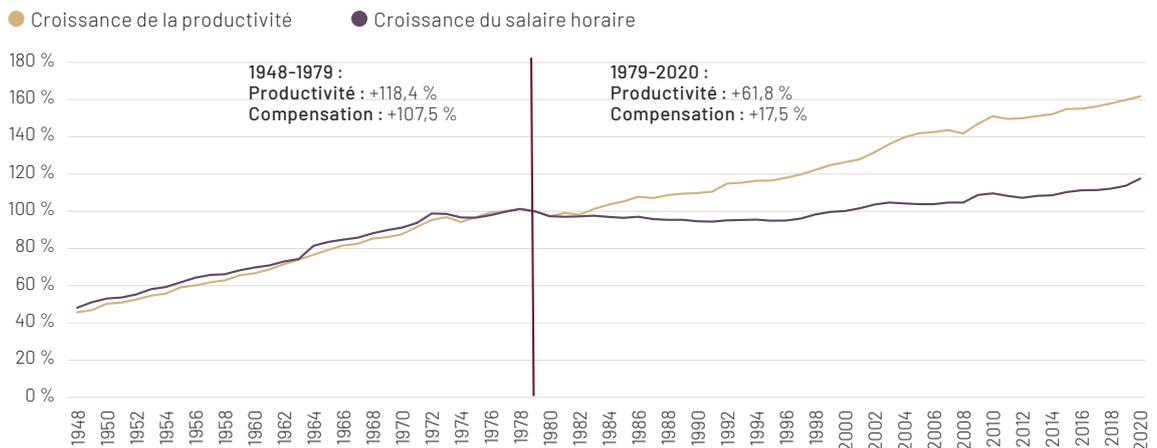
ÉTATS-UNIS :
la hausse des salaires atteint
4,8 %
sur un an

GRAPHIQUE 7 : ACCÉLÉRATION SUR LE SEGMENT DES BAS SALAIRES, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 8 : PRODUCTIVITÉ ET SALAIRES AUX ÉTATS-UNIS, %



Sources : Economic Policy Institute, Indosuez Wealth Management.



DES FACTEURS STRUCTURELS FREINENT LES PRESSIONS SALARIALES

Des facteurs structurels freinent un retour de la boucle salaires-prix.

Tout d'abord, les salaires ne sont plus aujourd'hui indexés sur l'inflation.

Ensuite, même si l'on devrait assister à des relocalisations de certaines activités stratégiques dans les pays développés, réduisant le pouvoir déflationniste de la mondialisation, la compétition internationale ne va pas disparaître et contenir les pressions salariales. Par ailleurs, si l'on s'appuie sur l'exemple japonais, le vieillissement de la population dans une grande partie des économies développées est un facteur déflationniste.

Enfin, l'automatisation et la robotisation sur les activités les moins qualifiées, comme en Allemagne ou au Japon, sont des sources de gains de productivité.

CONCLUSION

L'accélération des salaires est plutôt conjoncturelle et touche principalement quelques secteurs bien identifiés. Au-delà de l'effet à court terme, la spirale salaires-prix n'est pas restaurée et ne devrait pas affecter les marges des entreprises. Le risque inflationniste est plutôt à rechercher du côté d'une hausse persistante des prix énergétiques ou alimentaires, qui provoquerait des pressions sociales et salariales.



THIERRY MARTINEZ

Asset Allocation Portfolio Manager,
CA Indosuez

02 • Focus sur les moteurs de l'inflation LOGEMENT AUX ÉTATS-UNIS, HAUSSE DES PRIX GÉNÉRALISÉE



Le logement représente
32 %
du panier de consommation de l'IPC aux États-Unis

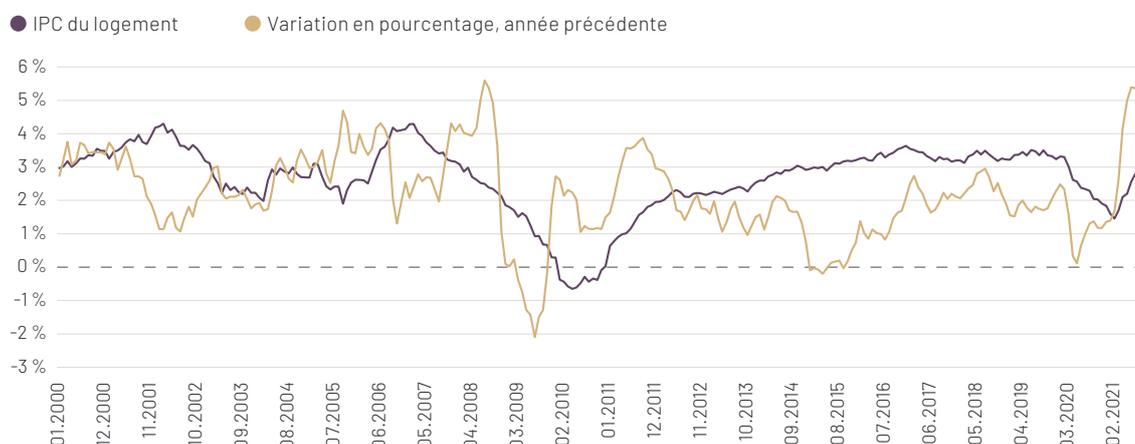
Bien que les prix du logement n'apparaissent pas directement dans l'IPC (indice des prix à la consommation), ils influencent cet indice de manière indirecte, avec un certain retard. Le coût du logement représente ainsi une composante importante de l'IPC aux États-Unis. Au vu de la croissance inédite des prix et des loyers observée récemment, il est très probable que les coûts du logement continueront à augmenter à court terme, surtout si le déséquilibre entre l'offre et la demande persiste.

LES PRIX IMMOBILIERS INFLUENCENT INDIRECTEMENT L'INFLATION DES COÛTS DE LOGEMENT, AVEC UN CERTAIN RETARD

L'enquête sur l'IPC collecte chaque mois les loyers d'environ 8 000 unités résidentielles, afin de calculer les indices de la composante logement¹. Si l'unité résidentielle est occupée par son propriétaire, le Bureau des statistiques de l'emploi utilise une estimation de la valeur locative du bien (loyer équivalent de la résidence principale pour les propriétaires, ou OER)².

Les prix immobiliers ne sont pas utilisés pour calculer l'IPC du logement (graphique 9), bien qu'ils influencent indirectement l'inflation des coûts de logement, avec un retard compris entre un et deux ans. Le logement représente actuellement 32 % du panier de consommation de l'IPC aux États-Unis, les loyers comptant pour 8 % de l'IPC global, contre 24 % pour les OER³. À titre de comparaison, l'IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé) de la zone euro inclut uniquement les loyers et ne tient pas compte des loyers équivalents pour les propriétaires.

GRAPHIQUE 9 : IPC DES CONSOMMATEURS URBAINS : MOYENNE DE LA COMPOSANTE LOGEMENT POUR LES VILLES AMÉRICAINES, %



Sources : Bureau américain des statistiques de l'emploi (BLS), Indosuez Wealth Management.

1 - BLS 2020, « Indice des prix à la consommation : sources des données », <https://www.bls.gov/opub/hom/cpi/data.htm>.

2 - BLS 2009, « Comment l'IPC mesure l'évolution des Loyers équivalents de la résidence principale pour les propriétaires (OER) et des Loyers de la résidence principale (loyers) », <https://www.bls.gov/cpi/factsheets/owners-equivalent-rent-and-rent.pdf>.

3 - BLS 2021, « Indice des prix à la consommation - septembre 2021 », <https://www.bls.gov/news.release/pdf/cpi.pdf>.

Le taux d'accession à la propriété se situant entre 60 et 70 % au sein de la zone euro, l'IPCH ne reflète donc pas pleinement le coût (croissant) du logement en Europe⁴.

LE TAUX DE CROISSANCE DES PRIX IMMOBILIERS AUX ÉTATS-UNIS A RÉCEMMENT ATTEINT DES RECORDS HISTORIQUES



En juillet 2021, les prix immobiliers aux États-Unis affichaient un taux de croissance annuel de **20 %**

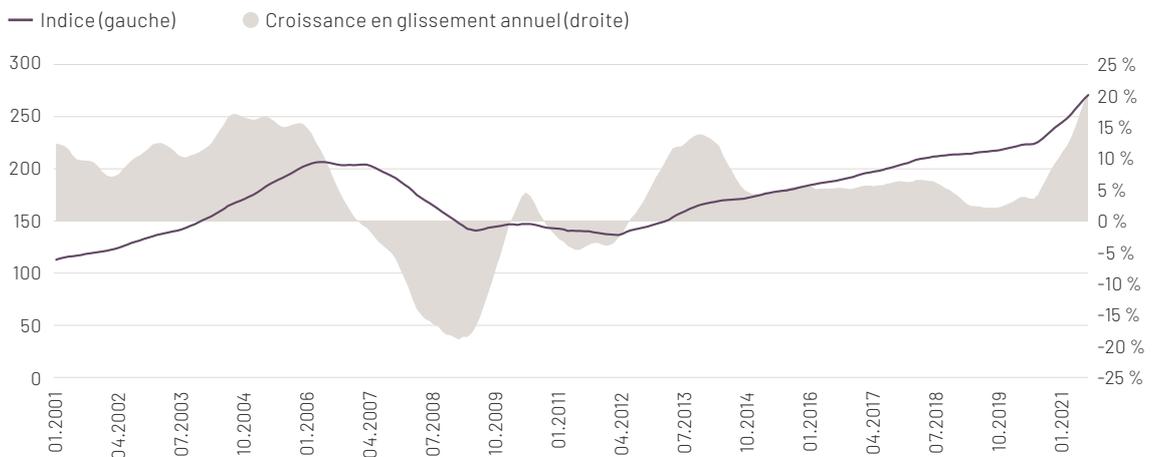
La pandémie a pesé sur l'inflation du logement aux États-Unis entre le printemps 2020 et le printemps 2021. L'indice s'est depuis redressé, pour progresser à un rythme annuel de 3,2 % en septembre. En revanche, le prix de vente des maisons familiales américaines s'est accéléré de façon spectaculaire pendant la pandémie. En juillet 2021, l'indice S&P CoreLogic Case-Shiller (graphique 10) affichait des taux de croissance annuels de 20 %, soit le niveau le plus élevé depuis que l'indice existe. Dans le même ordre d'idées, l'indice des prix immobiliers de la FHFA (Federal Housing Finance Agency) progressait de 18,5 % en rythme annuel au mois d'août 2021.

En ce qui concerne les logements destinés à être occupés par leurs propriétaires, la hausse de la demande a été exceptionnelle pendant la pandémie. L'expérience du travail à domicile a donné aux employés américains la possibilité de vivre plus loin de leur lieu de travail, souvent en dehors des zones métropolitaines chères⁵.

Les taux hypothécaires ont également touché des niveaux planchers (2,65 % pour les prêts hypothécaires à taux fixe sur trente ans en janvier 2021⁶), encourageant davantage de personnes à acheter un bien immobilier pour la première fois, à monter en gamme ou à acquérir une résidence secondaire⁷. En outre, les milléniaux ont atteint leur pic d'accession à la propriété⁸ et les investisseurs demeurent très actifs sur le marché des maisons familiales⁹.

Parallèlement, on observe aux États-Unis une pénurie de logements bien documentée, exacerbée pendant la pandémie par les arrêts de travail, les perturbations de la chaîne logistique et la hausse du coût des intrants (y compris les salaires). Freddie Mac, l'entreprise de crédit immobilier soutenue par le gouvernement fédéral, estime que la pénurie s'élève actuellement à 3,8 millions de logements, contre 2,5 millions en 2018. Selon cet acteur, l'offre de logements d'entrée de gamme est particulièrement restreinte : la part des logements d'entrée de gamme dans la construction globale est en effet passée de 40 % au début des années 1980 à environ 7 % en 2019¹⁰. Variable selon les marchés, ce déséquilibre entre l'offre et la demande est particulièrement marqué dans les États qui ont connu une forte croissance économique, leur permettant d'attirer des travailleurs d'autres États¹¹.

GRAPHIQUE 10 : INDICE DES PRIX IMMOBILIERS S&P/CASE-SHILLER, COMPOSITE 20 VILLES (CVS)



Sources : S&P Dow Jones Indices LLC, Indosuez Wealth Management.

4 - CEPS 2021, « Coût croissant du logement : la BCE continue de sous-estimer le coût de la vie réel dans sa nouvelle stratégie », <https://www.ceps.eu/the-rising-cost-of-housing/>.

5 - Joint Center for Housing Studies, « La pandémie révèle le besoin d'espace, mais la construction de logements plus petits reste d'actualité », <https://www.jchs.harvard.edu/blog/pandemic-reveals-need-space-building-smaller-units-remains-essential>.

6 - Freddie Mac.

7 - Bankrate 2020, « Les experts prévoient la poursuite de la baisse des taux hypothécaires et la montée en puissance de l'accession à la propriété pour les milléniaux », <https://www.bankrate.com/mortgages/low-rates-continue-millennial-homeownership-corelogic/>.

8 - CoreLogic, « Les milléniaux en tête des achats immobiliers », <https://www.corelogic.com/intelligence/find-stories/millennials-lead-the-pack-for-home-purchases/>.

9 - Redfin, « Les achats de logements par des investisseurs atteignent un record, dépassant les niveaux pré-pandémie », <https://www.redfin.com/news/investor-home-purchases-q2-2021/>.

10 - Freddie Mac 2021, « Offre de logements : un déficit croissant », http://www.freddiemac.com/research/insight/20210507_housing_supply.page.

11 - Freddie Mac 2020, « Pénurie de logements : le point sur les différents États », <http://www.freddiemac.com/research/insight/20200227-the-housing-supply-shortage.page>.

APRÈS UN RALENTISSEMENT DURANT LA PANDÉMIE, LES LOYERS ONT FLAMBÉ EN 2021

Bien que l'épidémie de COVID-19 ait pesé sur les loyers en 2020, le loyer médian national a augmenté de 16,4 % au cours de l'année 2021, selon Apartment List. C'est le taux de croissance le plus rapide jamais enregistré par la plateforme de location¹². Depuis, ce taux phénoménal s'est quelque peu modéré, et 22 des 100 plus grandes villes du pays ont vu leurs loyers baisser en octobre. Parmi ces villes, on trouve les marchés immobiliers côtiers les plus chers, comme la baie de San Francisco, qui a également connu les plus fortes baisses de loyer tout au long de l'année 2020, les travailleurs de la technologie ayant vu dans le travail à distance une occasion de déménager vers des régions moins coûteuses.

Le programme économique du président Biden prévoit d'accroître la construction de logements abordables¹³, mais il faut des années pour construire des maisons et la hausse du coût de la main-d'œuvre et des matériaux de construction entrave actuellement cet effort¹⁴. Même si l'exceptionnelle poussée de la demande apparue pendant la pandémie se dissipe, le marché affiche toujours un déséquilibre structurel, voué à s'intensifier lorsque la génération Z sera en âge d'acheter un logement.

Le prix moyen des logements américains continuera donc à monter au cours de l'année 2022, mais à un rythme plus lent. Selon les prévisions de Freddie Mac, la croissance des prix immobiliers ralentira à 7 % en 2022, après une progression de 17 % sur l'ensemble de l'année 2021.

La récente flambée des prix de l'immobilier et des loyers aux États-Unis, conjuguée au fait qu'en septembre 2021 l'indice IPC du logement affichait un taux de croissance inférieur au niveau prépandémie, laisse présager une augmentation des coûts du logement en 2022. Le taux moyen des prêts hypothécaires à taux fixe sur trente ans a rebondi au-delà de 3 % depuis le plancher atteint début 2021 et devrait progresser modestement d'ici la fin de l'année, car le rendement des bons du Trésor suivra la hausse des taux directeurs destinée à contrer l'inflation. Même si une hausse significative des taux à long terme risque fort de freiner la demande de prêts hypothécaires – et donc de logements occupés par leurs propriétaires –, limiter durablement les pressions sur le coût du logement exigerait de s'attaquer à l'inadéquation structurelle entre l'offre et la demande qui caractérise ce marché.

VICTORIA SCALONGNE

Senior Real Estate Investment Analyst,
Indosuez Wealth Management

¹² - Apartment List, « Rapport sur les loyers d'octobre 2021 au niveau national », <https://www.apartmentlist.com/research/national-rent-data>.

¹³ - Maison Blanche, Note d'information : « L'administration Biden-Harris annonce des mesures immédiates pour accroître l'offre de logements abordables », <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2021/09/01/fact-sheet-biden-harris-administration-announces-immediate-steps-to-increase-affordable-housing-supply/>.

¹⁴ - NAHB, « Les prix des matériaux de construction grimpent à un rythme record depuis le début de l'année », <https://nahbnow.com/2021/08/building-material-prices-climbing-at-record-year-to-date-pace/#:~:text=Despite%20significant%20drops%20in%20framing,the%20Bureau%20of%20Labor%20Statistics>.

02 • Focus sur les moteurs de l'inflation

LES FACTEURS DE LONG TERME SONT-ILS TOUJOURS DÉFLATIONNISTES ?

Au-delà des problématiques à court terme de chaînes d'approvisionnement et des hausses du prix de l'énergie, nous revisitons l'effet que peuvent avoir sur l'inflation certains facteurs de long terme comme la globalisation des échanges, le vieillissement de la population, le modèle social, les nouvelles technologies et la transition énergétique.

2021 a vu la résurgence des craintes inflationnistes, portées notamment par de nombreux facteurs de court terme tels que le manque de semi-conducteurs, la hausse du prix de l'énergie ou les problèmes globaux d'approvisionnement. Si ces facteurs peuvent affecter temporairement le prix des biens et des services, ils n'auront pas nécessairement un impact durable sur l'inflation. En effet, dans sa définition la plus simple, l'inflation est l'augmentation du prix des biens et des services de manière générale et durable.

Aussi les facteurs de long terme, ou séculaires, sont-ils primordiaux dans l'analyse de l'inflation, même s'ils peuvent parfois, voire souvent, jouer au-delà de l'horizon d'analyse des banques centrales¹⁵.

Comment expliquer, par exemple, l'inflation très contenue aux États-Unis entre 2015 et 2020, alors que le taux de chômage ne faisait que baisser et aurait dû par conséquent augmenter mécaniquement la demande de biens et de services, et donc créer de l'inflation ? Même en 2019, lorsque le taux de chômage a atteint 3,5 %, soit le plus bas niveau des cinquante dernières années, l'inflation est restée autour de 2 % aux États-Unis. Néanmoins, une récente analyse de la Fed de San Francisco¹⁶ montre que l'inflation structurelle est demeurée très basse au cours de la dernière décennie, mais serait fortement remontée en 2021.

Quelles sont ces forces de long terme qui ont permis à l'inflation de rester contenue, et devrait-on s'attendre à des changements structurels ?

¹⁵ - Voir, par exemple, les travaux de la Réserve fédérale de San Francisco sur les effets conjoncturels et structurels sur l'inflation : <https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/cyclical-and-acyclical-core-pce-inflation/>.

¹⁶ - Voir « What's Behind the Recent Rise in Core Inflation ? », SF Fed Blog, 18 juin 2021.



Le retour
 à l'emploi des
55 ANS
 ET PLUS
 peut être
 déflationniste

UN MARCHÉ DU TRAVAIL AUX NOMBREUX POTENTIELS CACHÉS

Si le vieillissement de la population devrait en principe réduire mécaniquement l'offre de main-d'œuvre, c'est bien le contraire qui s'est produit, car le taux de participation des *baby-boomers* (nés entre 1945 et 1968) n'a fait qu'augmenter. Aux États-Unis, le taux de participation des personnes âgées de 50 ans et plus est passé de 30 % dans les années 1990 à près de 40 % pré-COVID-19 (graphique 11). L'entrée d'un plus grand nombre de femmes sur le marché du travail est aussi un facteur de soutien à long terme de l'offre de main-d'œuvre. Aux États-Unis encore, si le taux de participation des femmes est passé de 52 % dans les années 1980 à 60 % au début des années 2000, il n'a fait que baisser ces vingt dernières années et reste de 10 à 15 points inférieur à celui des hommes.

Le taux de participation a d'ailleurs globalement baissé, notamment sous l'effet de l'ubérisation de l'économie, c'est-à-dire la création d'emplois sans statut de salarié et souvent soumis à des conditions de travail difficiles. Cette fameuse *gig economy*¹⁷ qui a vu le jour représente aussi une réserve de potentiels salariés qui pourraient revenir sur le marché plus classique du travail.

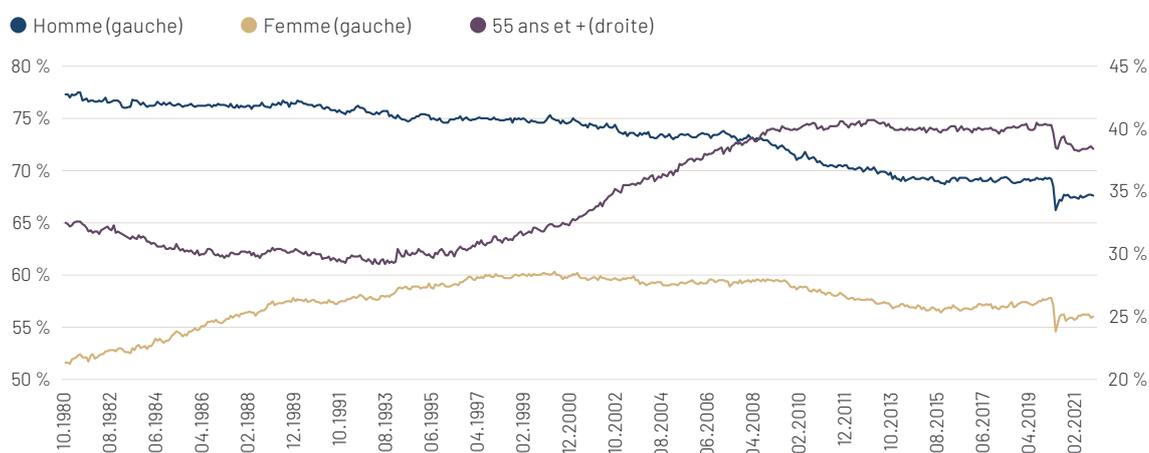
L'effet des *baby-boomers* pourrait s'estomper, mais l'accès des femmes au marché du travail et la précarisation de certains emplois par l'augmentation des contrats non salariés pourraient continuer à créer une réserve significative d'employés potentiels, ce qui pourrait réduire les pressions salariales et l'inflation qui en découle.

GLOBALISATION DES ÉCHANGES ET PRESSION DÉFLATIONNISTE

L'autre force déflationniste majeure au cours des trente dernières années a été la globalisation des échanges commerciaux. Les tarifs pratiqués entre les grands partenaires commerciaux ont baissé depuis la fin des années 1980. Ce fut le résultat du cycle d'Uruguay, la plus importante négociation sous l'égide de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), réunissant plus de 120 pays et portant sur presque tous les domaines d'échange.

L'une des conséquences du cycle d'Uruguay a été de permettre aux pays en voie de développement d'augmenter leur production manufacturière et aux pays développés de délocaliser leur outil de production et d'acheter à bas coût à l'étranger. L'ouverture de l'Union européenne (UE) à des pays d'Europe de l'Est a aussi renforcé ce phénomène entre pays européens, permettant à des entreprises françaises, allemandes ou d'Europe du Nord de délocaliser en Pologne ou en Tchéquie, par exemple.

GRAPHIQUE 11 : TAUX DE PARTICIPATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL AMÉRICAIN, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

17 - Économie des petits boulots (voir glossaire).



**L'EFFET
 DÉFLATIONNISTE**
 de la globalisation
 a peut-être
 atteint ses limites

Si la globalisation des échanges a eu un effet déflationniste au cours des trente dernières années, son impact négatif sur les prix a peut-être atteint ses limites. Tout d'abord, la croissance globale a permis une convergence des salaires au bénéfice des pays en voie de développement. La Chine, qui a été l'usine du monde pendant trente ans, pourrait perdre de sa compétitivité et abandonner à l'Asie du Sud-Est une partie de sa capacité de production. Par ailleurs, les tarifs appliqués aux échanges commerciaux sont historiquement très bas, comme le montre le graphique 12 ; nous pourrions donc nous attendre à une inversion de ce facteur si le protectionnisme se renforçait.

PARTAGE DE LA VALEUR AJOUTÉE

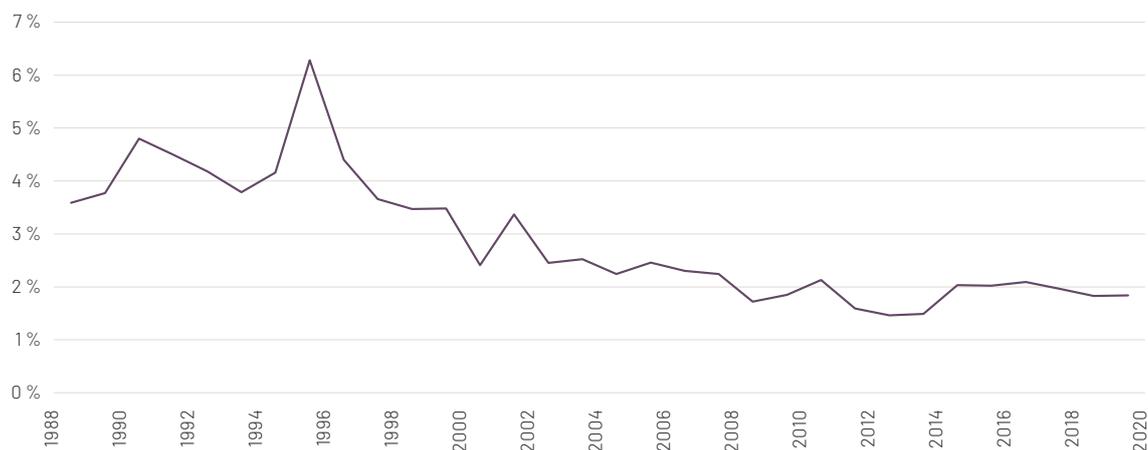
La seconde partie du XX^e siècle atteste un lien assez fort entre partage de la valeur ajoutée et inflation : la régulation keynésienne et le modèle de négociation collective des années 1950 à 1970 dans un régime tolérant pour l'inflation créèrent des boucles salaires-prix conduisant à un partage de la valeur ajoutée au bénéfice des salariés. À l'inverse, la révolution libérale des années 1980 et 1990, marquée par un triptyque « monétarisme/déréglementation/mondialisation », conduisit à un partage de la valeur ajoutée moins favorable aux salariés par la remise en cause de l'indexation des salaires (politiques de désinflation) et du cadre de négociation collective ainsi que par la concurrence internationale, qui exerça une pression sur les salaires dans l'industrie du fait des délocalisations. Le diagnostic est moins évident depuis

2000, car le progrès technique, la digitalisation et la forte concentration des secteurs technologiques ont entraîné des gains de productivité et donné un *pricing power* aux grandes entreprises, favorable à une montée du poids des profits dans la valeur ajoutée. Dans un monde plus endetté, des échanges plus réglementés et moins mondialisés pourraient déboucher sur un régime avec une préférence sociale et politique instaurant un équilibre avec un peu plus d'inflation, sans pour autant revenir à la spirale inflationniste des années 1970.

INNOVATION ET PRODUCTIVITÉ

La baisse du prix des services a été possible en partie grâce à un flux constant de technologie – de la digitalisation de certains services à la forte progression du *cloud* – et à l'augmentation de la performance des semi-conducteurs. Ce mouvement ne semble pas près de s'arrêter, car les États-Unis affrontent dorénavant une puissante concurrence technologique, de la Chine en particulier. De nombreux domaines font toujours face à une transformation rapide, tel le secteur financier qui se digitalise à marche forcée. Des solutions d'avenir comme les ordinateurs quantiques pourraient aussi décupler les capacités de calcul, et donc ouvrir la porte à beaucoup d'innovations dans des secteurs tels que les semi-conducteurs, la cybersécurité ou le métavers¹⁸, qui a été popularisé en 2021. Aussi l'innovation et le développement de nouvelles technologies devraient-ils continuer à avoir globalement un effet de modération sur l'inflation.

GRAPHIQUE 12 : TAUX DE TAXATION MOYEN DE L'UNION EUROPÉENNE, TOUS PRODUITS, %



Sources : OMC, Indosuez Wealth Management.

18 - Contraction de *meta universe*, c'est-à-dire méta-univers (voir glossaire).

L'INCONNUE DES TRENTE PROCHAINES ANNÉES : LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

La publication du rapport du GIEC et la COP26 à Glasgow nous ont rappelé l'urgence climatique à laquelle nous sommes confrontés. Quelle pourrait être l'incidence sur l'inflation ? Si aucune mesure n'est prise, une récente étude de Mukherjee et Ouattara (2021)¹⁹ tend à démontrer un lien fort entre réchauffement climatique et inflation, du fait de l'impact significatif que la hausse des températures et les émissions de gaz à effet de serre peuvent avoir sur le prix des produits agricoles ou sur l'augmentation des frais de santé.

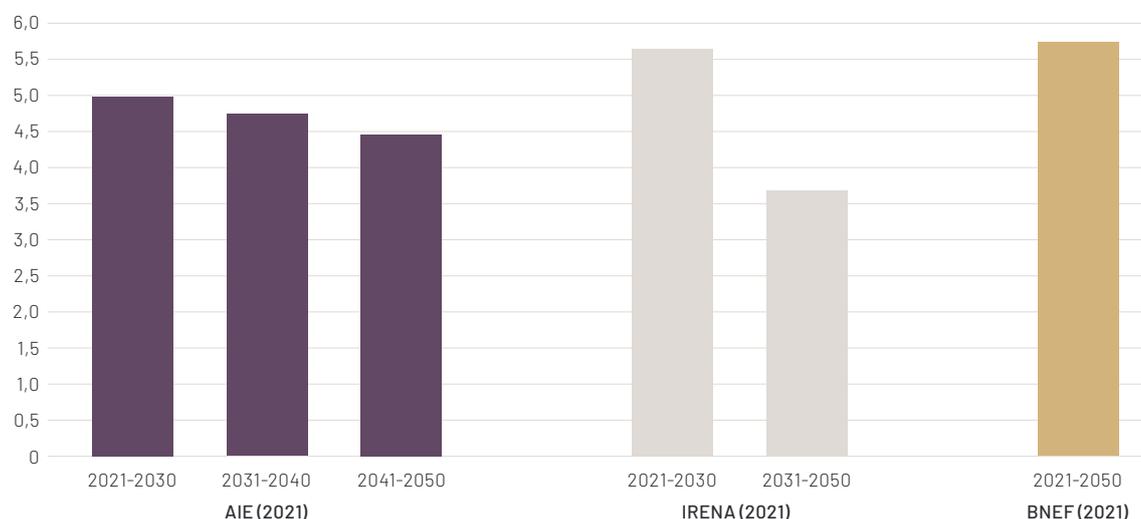
Si nous agissons collectivement pour atteindre l'objectif « zéro émission nette » de CO₂, cela pourrait nécessiter jusqu'à 5 000 milliards de dollars par an au cours des trente prochaines années, soit un total de 150 000 milliards ou près de deux fois le PIB global (graphique 13).

L'impact de la transition énergétique sur l'évolution du prix des biens et des services est encore mal connu, car celle-ci dépendra de deux facteurs : les mesures prises par les États pour la financer et la capacité des entreprises à s'adapter. En effet, d'un côté, limiter le réchauffement climatique à 1,5°C, comme s'y sont engagés les membres du G20 en 2021, ne se fera pas sans mécanismes contraignants fondés sur le principe de pollueur-payeur, telle une taxe carbone élargie. De l'autre côté, la transition énergétique constitue une formidable opportunité d'investissement, et donc une source de croissance économique supplémentaire. La COP26, par exemple, a mis en avant les véhicules électriques comme une des solutions pour réduire les émissions de gaz à effet de serre. Alors que leur présence était marginale il y a seulement dix ans, les véhicules électriques représentent près de 5 % des nouveaux véhicules vendus et devraient devenir majoritaires d'ici 2035. Ce succès est dû à une combinaison de fiscalité attractive et d'avancée technologique qui a permis de baisser significativement le coût des batteries tout en augmentant leur capacité.

CO₂

150 000
 MILLIARDS
 DE DOLLARS
 pour atteindre
 la neutralité
 carbone : facteur
 inflationniste ?

GRAPHIQUE 13 : INVESTISSEMENT NÉCESSAIRE POUR ATTEINDRE ZÉRO ÉMISSION NETTE DE CO₂ D'ICI 2050, TRILLIONS DE DOLLARS



Sources : Bruegel, basé sur AIE (2021), IRENA (2021), BNEF (2021).

19 - Voir Mukherjee, K., Ouattara, B., « Climate and monetary policy: do temperature shocks lead to inflationary pressures? », *Climatic Change* 167, 32 (2021).

Le passage aux véhicules électriques va toutefois décupler les besoins en électricité « verte ». Or, 2021 nous a rappelé que la production d'énergie renouvelable était sujette aux aléas climatiques, que ce soit la présence de vent dans la mer du Nord ou le niveau des barrages aux États-Unis. Le prix de l'énergie pourrait donc rester non seulement élevé, mais aussi volatil. Cela pourrait avoir comme conséquence une hausse marginale des prix, ainsi qu'une augmentation plus significative de la prime de risque d'inflation qui pourrait affecter négativement la croissance, car les entreprises pourraient réduire leurs investissements face à une plus grande incertitude.

Au final, les gros investissements induits par la transition énergétique devront se traduire alternativement par une baisse de rentabilité et par une hausse des prix de l'énergie qui pourrait *a minima* conduire à une réallocation des paniers de consommation.

Après une vingtaine d'années marquées par une très faible inflation grâce à une conjonction de facteurs déflationnistes, l'inflation pourrait à long terme revenir proche ou au-dessus des cibles d'inflation des banques centrales. Celles-ci devront s'assurer que l'inflation reste non seulement contenue, mais aussi prévisible, afin de garantir aux entreprises un environnement économique stable.



NICOLAS MOUGEOT

Head of Global Trends and ESG Advisory,
Indosuez Wealth Management



03

| Notre vision:
implications pour
notre scénario 2022

03 • Notre vision: implications pour notre scénario 2022

TRAJECTOIRES D'INFLATION ET DE CROISSANCE POUR 2022-2023

Si la reprise macroéconomique a été soutenue en 2021, portée par des plans de relance massifs et une accélération de la vaccination permettant la réouverture des économies dans les pays développés, le rythme de croissance semble désormais faiblir alors que les contraintes sur l'offre pèsent sur l'activité économique et alertent sur les niveaux d'inflation à venir. Dans ce contexte, à quoi faut-il s'attendre pour les prochains trimestres ?

PAYS DÉVELOPPÉS : VERS UNE NORMALISATION DU RYTHME DE CROISSANCE

Aux États-Unis tout comme en Europe, la dynamique des dernières enquêtes d'activité montre que le pic de la reprise dans les pays développés est derrière nous. Pour autant, ce fléchissement ne compromet pas la croissance toujours forte prévue pour 2022. Tandis que les mesures exceptionnelles de soutien mises en place début 2021 ont permis à l'activité de revenir à son niveau pré-pandémie dès le deuxième trimestre 2021 aux États-Unis, mais voient désormais leurs effets se

diluer, la croissance devrait rester à des niveaux élevés. En revanche, la typologie des risques a évolué : nous sommes passés d'une économie de demande contrainte, liée aux mesures de restrictions sanitaires, à une économie d'offre contrainte, où l'effet boomerang sur la demande a entraîné une congestion sur les chaînes d'approvisionnement, freinant la capacité à produire.

Nous estimons ainsi que la croissance devrait atteindre +3,3 % en 2022 outre-Atlantique, avant de revenir légèrement au-dessus de 2 % à horizon 2023.



LA CONSOMMATION

devrait demeurer un puissant MOTEUR DE CROISSANCE

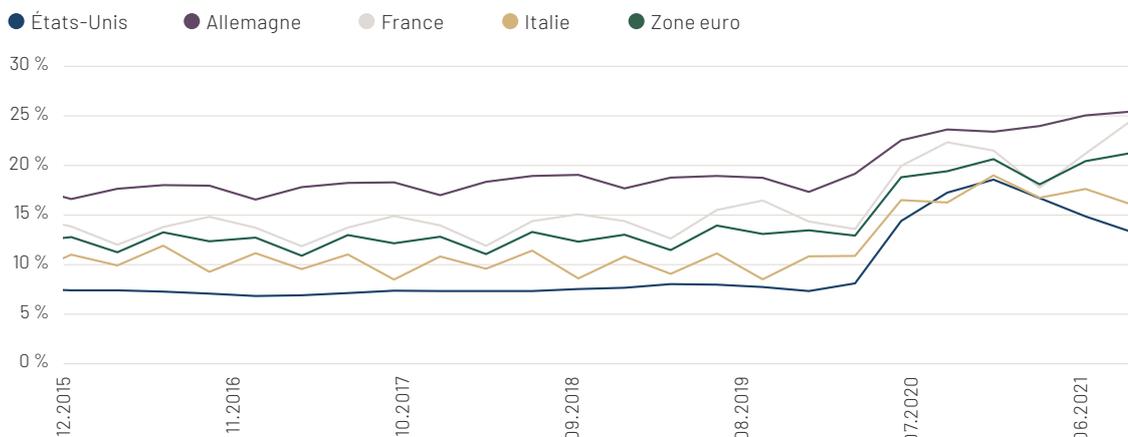
D'une part, la désépargne des ménages (notamment en Europe), conjuguée au soutien des politiques budgétaires, devrait en effet permettre à la consommation de demeurer un puissant moteur pour la croissance au cours des prochains trimestres (graphique 14). Mais à condition seulement que les contraintes sur l'offre se détendent et que l'on n'observe pas de résurgences majeures de l'épidémie de COVID-19 susceptibles d'impacter la demande.

D'autre part, l'impact négatif des exportations nettes pourrait s'atténuer, tandis que l'apaisement des tensions sur les chaînes d'approvisionnement - qui ont coûté près de deux points de croissance en rythme annualisé début 2021 aux États-Unis par le biais du déstockage massif, de l'allongement des délais de livraison et de la réduction pure et simple des ventes (notamment dans le secteur automobile) - pourrait favoriser la reconstitution des stocks et concourir positivement à la croissance américaine plus tard en 2022.

À l'inverse, la contribution des dépenses publiques devrait ralentir l'année prochaine, tout en restant positive (de +0,1 à +0,2 pp de croissance aux États-Unis, +0,6 pp en zone euro), alors que l'impact des nouveaux plans d'infrastructures sera plus modeste et plus étalé que les précédents plans de relance liés à la pandémie de COVID-19.

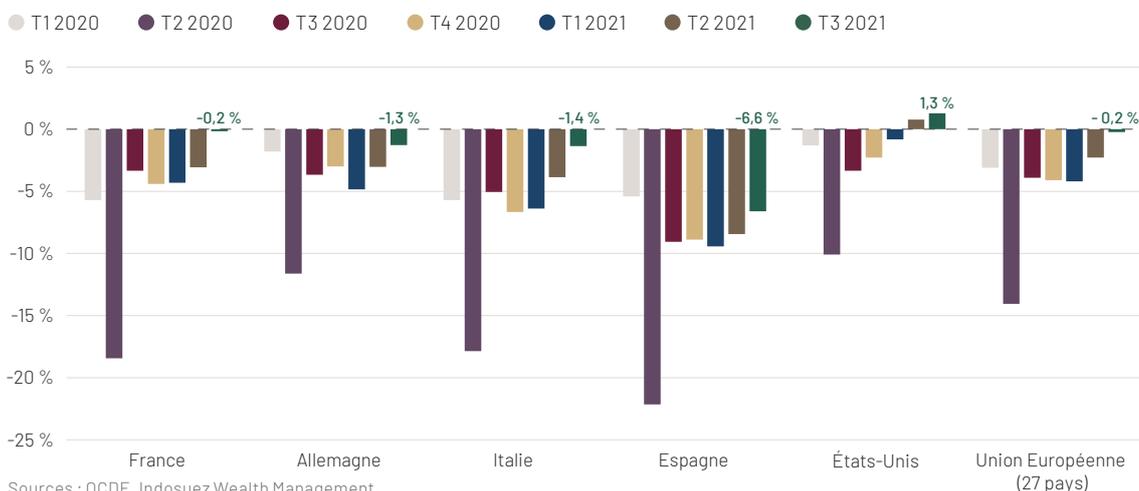
En zone euro, l'image est globalement similaire, avec des économies freinées par les contraintes d'offre, bien que la ventilation par pays reflète une reprise plus différenciée : d'un côté la France, dont l'activité est revenue à ses niveaux pré-crise ; de l'autre l'Allemagne et l'Italie, dont les économies plus fortement industrialisées sont davantage impactées (graphique 15).

GRAPHIQUE 14 : LA CONSOMMATION PRIVÉE DEVRAIT ÊTRE SOUTENUE PAR LA DÉSÉPARGNE DES MÉNAGES, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 15 : PIB, ÉCARTS AU NIVEAU PRÉ-CRISE, %



Sources : OCDE, Indosuez Wealth Management.

LES CONTRAINTES
D'OFFRE,
principal risque sur
la croissance en
2022 ?

Le rythme de croissance sera également plus modéré en zone euro, mais il devrait néanmoins rester bien supérieur à celui enregistré en moyenne sur la décennie pré-crise et à la croissance potentielle : +3,9 % en 2022 et +2,2 % en 2023, soutenue à la fois par le rebond de la consommation privée, par des carnets de commandes encore bien remplis et par les fonds dédiés à la relance qui continueront d'alimenter l'investissement productif (tableau 1).

**PLATEAU D'INFLATION ÉLEVÉ
AVANT UN DÉGONFLEMENT ?**

L'inflation devrait se maintenir à des niveaux élevés au premier semestre 2022, aux alentours des niveaux actuels aux États-Unis, avec une diffusion plus globale dans les différents secteurs de l'économie : services, transports et immobilier. Nous surveillerons en revanche tout désencrage des anticipations d'inflation qui pourrait nourrir une inflation plus durable par les salaires, bien que cela ne soit pas notre scénario central pour le moment. En Europe, c'est principalement la résolution du choc sur les prix de l'énergie qui dictera la tendance. Au-delà de la volatilité à court terme, et à mesure que les tensions sur les chaînes d'approvisionnement s'apaiseront, l'inflation -

attendue entre 4,5 et 5 % aux États-Unis, entre 2,5 et 3 % en Europe dans les prochains mois - devrait se dégonfler après le printemps 2022, pour se rapprocher progressivement des cibles des banques centrales à horizon 2023.

**PAYS ÉMERGENTS :
INTERROGATION SUR
LA CROISSANCE CHINOISE
ET DISPARITÉS GÉOGRAPHIQUES**

Plus à l'est, la question de la transition de la Chine vers un modèle de croissance plus durable revient sur le devant de la scène. L'économie chinoise, après avoir été l'un des moteurs de la croissance mondiale début 2021, devrait en effet continuer de faire face à plusieurs challenges à court terme : une politique « zéro-COVID » qui impacte toujours la demande intérieure, un désendettement forcé et organisé du secteur immobilier qui pèsera sur l'investissement et l'activité au global (l'impact négatif total pourrait déprimer le niveau de production de l'ordre de 1,5 % du PIB en 2022), des contraintes environnementales qui joueront sur les niveaux de production, et une normalisation des économies occidentales qui pourrait potentiellement ralentir le rythme des exportations à terme.

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS DE CROISSANCE ET D'INFLATION, %

	Croissance du PIB réel, % en glissement annuel					Inflation, IPC, % en glissement annuel				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
PAYS DÉVELOPPÉS	1,6 %	-5,1 %	5,0 %	3,5 %	2,0 %	1,5 %	0,8 %	2,9 %	2,8 %	2,1 %
États-Unis	2,2 %	-3,4 %	5,7 %	3,3 %	2,1 %	1,8 %	1,3 %	4,4 %	3,7 %	2,8 %
Japon	0,7 %	-4,9 %	2,4 %	2,6 %	0,9 %	0,7 %	0,3 %	-0,4 %	0,6 %	0,6 %
Zone euro	1,3 %	-6,5 %	4,9 %	3,9 %	2,2 %	1,2 %	0,3 %	2,4 %	2,4 %	1,7 %
Allemagne	0,6 %	-4,9 %	2,5 %	3,9 %	2,0 %	1,5 %	0,4 %	3,1 %	2,4 %	1,7 %
France	1,5 %	-8,0 %	6,1 %	3,9 %	1,8 %	1,3 %	0,5 %	2,0 %	2,3 %	2,0 %
Italie	0,3 %	-8,9 %	6,1 %	4,8 %	1,9 %	0,7 %	-0,1 %	1,8 %	2,3 %	1,7 %
Espagne	2,0 %	-10,8 %	5,2 %	5,9 %	2,8 %	0,7 %	-0,3 %	2,6 %	2,4 %	1,7 %
Royaume-Uni	1,5 %	-9,8 %	6,9 %	4,6 %	2,4 %	1,8 %	0,9 %	2,4 %	3,7 %	2,5 %
PAYS ÉMERGENTS	3,8 %	-2,0 %	6,4 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	3,9 %	4,2 %	4,7 %	4,1 %
Brésil	1,1 %	-4,1 %	5,1 %	0,7 %	1,5 %	3,7 %	3,2 %	8,2 %	7,5 %	5,3 %
Mexique	-0,3 %	-8,3 %	6,0 %	2,7 %	2,0 %	3,6 %	3,4 %	5,6 %	4,8 %	3,8 %
Russie	1,3 %	-3,1 %	4,2 %	2,6 %	2,5 %	4,5 %	3,4 %	6,5 %	5,6 %	4,2 %
Inde	4,2 %	-7,1 %	8,2 %	6,3 %	6,4 %	3,7 %	6,6 %	5,0 %	5,9 %	5,6 %
Indonésie	5,0 %	-2,0 %	3,5 %	4,7 %	5,1 %	2,8 %	2,0 %	1,6 %	2,9 %	2,8 %
Chine	6,1 %	2,3 %	7,7 %	4,7 %	4,8 %	2,9 %	2,5 %	0,8 %	2,1 %	1,8 %
Afrique du Sud	0,2 %	-6,9 %	4,6 %	2,7 %	2,3 %	4,1 %	3,2 %	4,5 %	4,8 %	4,8 %
Turquie	0,9 %	1,6 %	7,8 %	4,4 %	4,0 %	15,5 %	12,3 %	17,7 %	14,9 %	11,3 %
MONDE	2,9 %	-3,3 %	5,8 %	3,9 %	3,4 %	3,1 %	2,6 %	3,7 %	3,9 %	3,3 %

Sources : Amundi Research, Indosuez Wealth Management.

Mais, devant ces inquiétudes sur la croissance, nous pensons que les autorités chercheront à assouplir leur politique pour soutenir l'activité de manière ciblée, ce qui devrait éviter un ralentissement trop brutal de la deuxième puissance économique mondiale en termes de PIB, dont la croissance est estimée à 4,9 % pour 2022.

Dans le reste des pays émergents, la reprise de l'activité économique sera inégale, en raison des fortes disparités dans l'avancement de la vaccination, mais ce décalage de temporalité dans la reprise devrait leur être globalement favorable - notamment en Asie du Sud-Est, où l'écart est le plus marqué. Il conviendra donc de demeurer sélectif dans nos allocations géographiques sur les pays émergents : la hausse de l'inflation, surtout en Amérique latine, force certaines banques centrales à normaliser leurs politiques monétaires plus rapidement que prévu, à l'instar du Brésil, et interroge sur la soutenabilité des finances publiques et le risque de dérapage de la politique budgétaire en amont des échéances électorales.

En conclusion, nous attendons une croissance toujours soutenue en 2022, au-delà des niveaux de croissance potentielle dans les pays développés, mais à un rythme plus modéré qu'en 2021. En parallèle, plusieurs facteurs de risque seront à surveiller, qui pourraient conduire à des ajustements de notre scénario de croissance au cours de l'année prochaine : les contraintes d'approvisionnement devraient certes se résorber progressivement, mais elles continueront de peser sur la production encore assez durablement en 2022 ; la hausse des prix de l'énergie et le ralentissement de la Chine représentent également des menaces sur la consommation privée et le commerce mondial ; enfin, les normalisations des politiques monétaires - notamment aux États-Unis, mais aussi dans certains pays émergents - pourraient commencer à jouer sur une croissance plus modérée à horizon 2023.



VINCENT MANUEL
Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management



ADRIEN ROURE
Investment Strategy Analyst,
Indosuez Wealth Management



03 • Notre vision: implications pour notre scénario 2022 BANQUES CENTRALES EN MODE DE NORMALISATION... PROGRESSIVE OU ACCÉLÉRÉE ?

Les banques centrales ont toujours eu un rôle important dans l'équilibre des marchés financiers par l'ajustement de leurs politiques monétaires (action à la hausse et à la baisse sur les taux directeurs). Leur objectif est de soutenir la croissance en période de ralentissement de l'activité ou de prévenir une surchauffe de l'économie et d'éviter un risque de pression inflationniste.

Pour faire face aux différentes crises successives depuis 2008, l'impact des banques centrales a été amplifié avec la mise en place de nouveaux outils d'intervention « non conventionnels » : les programmes d'achat d'actifs (« assouplissement quantitatif ») et le passage aux taux d'intérêt négatifs pour certaines. Durant la dernière décennie, les banquiers centraux ont cherché à raviver les attentes d'inflation - on avait même parlé de risque de « déflation ». Ils se retrouvent désormais dans une posture inverse, où l'inflation augmente avec une croissance en phase de décélération.

L'hypothèse d'une accélération forcée de ce rythme doit également être envisagée pour contrer la hausse de l'inflation, qui ne serait pas uniquement « transitoire ».

L'évolution de l'inflation reste un des principaux facteurs d'analyse pour les banques centrales. En effet, celles-ci ont un objectif de contrôle d'inflation dans leur mandat. Ainsi, la hausse récente des prix au niveau mondial est actuellement le sujet de discussion primordial des banquiers centraux. Ils sont face à un dilemme entre la hausse temporaire de l'inflation et le ralentissement de la croissance vers son potentiel en 2022. Ils doivent faire le nécessaire pour contenir l'inflation à un niveau raisonnable, sans pour autant freiner la croissance économique. C'est d'ailleurs pour gérer au mieux ce dilemme que les banques centrales ont changé de stratégie de ciblage d'inflation entre 2020 et 2021, avec une tolérance plus élevée envers une inflation dépassant la cible à court terme : l'inflation « transitoire » !



LA POLITIQUE MONÉTAIRE

ultra-
accommodante
semble être
en train de
tourner pour les

BANQUES CENTRALES

CHANGEMENT DE PARADIGME FACE À L'INFLATION

Mais, à travers le monde, le vent de la politique monétaire ultra-accommodante semble être en train de tourner pour les banques centrales. En effet, après le soutien aux économies, l'heure est à la normalisation de la politique monétaire. La question se pose alors de la vitesse de ce resserrement, idéalement progressif pour assurer la stabilité des marchés financiers.



Fed : La première hausse des TAUX DIRECTEURS est attendue à l'automne 2022 aux États-Unis

BESOIN DE RETROUVER DE LA FLEXIBILITÉ

Les banques centrales doivent également retrouver de la flexibilité avec leurs outils de politique monétaire, car cela n'est plus le cas actuellement. En effet, les taux directeurs sont très bas (voire négatifs) et les bilans ont très fortement augmenté (programme de rachat d'actifs), comme l'illustre le graphique 16. Ainsi, en cas de ralentissement économique nécessitant une relance, la mise en place de politiques monétaires plus accommodantes se révélerait peu efficace et souffrirait de marges de manœuvre limitées en l'absence de normalisation. Par ailleurs, si ce sont les contraintes d'offre qui expliquent désormais l'affaiblissement de la tendance de croissance en cette fin d'année 2021, une politique monétaire accommodante n'est pas l'outil approprié pour y remédier.

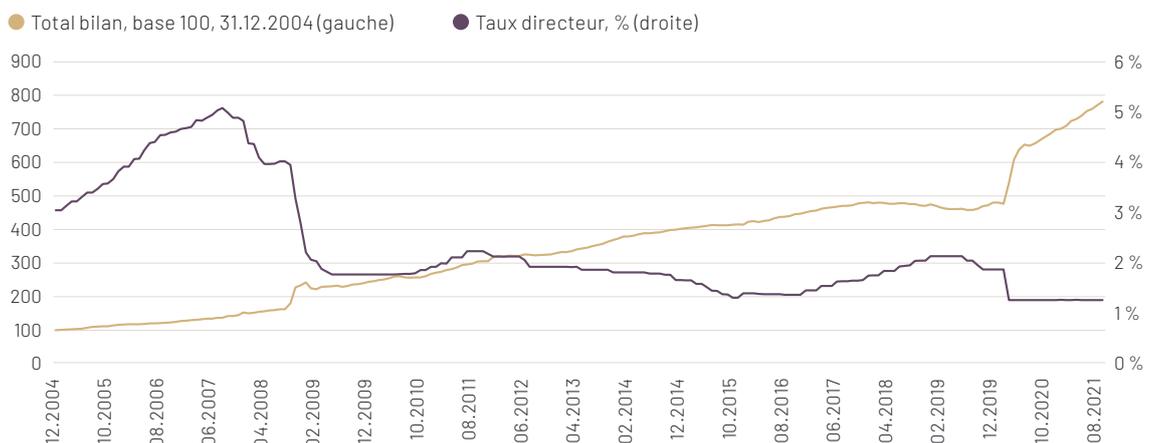
DIFFÉRENTS RYTHMES DE NORMALISATION

La normalisation des politiques monétaires est ainsi attendue et nécessaire dans les prochains trimestres, mais le rythme et les modalités de ces ajustements différeront beaucoup d'une banque centrale à l'autre. D'ailleurs, certaines ont déjà commencé à remonter leurs taux directeurs, notamment face aux pressions inflationnistes, à l'image de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, de la Corée du Sud, du Mexique et du Brésil.

Alors que d'autres, comme en Chine, ont gardé suffisamment de flexibilité, en ne baissant pas leurs taux durant la crise de 2020, pour pouvoir se permettre de les maintenir à ces niveaux. Il est donc important d'avoir une vue sur les anticipations des actions des principales banques centrales pour les prochains trimestres :

- Fed : le programme d'achat d'actifs (US Treasuries et Mortgage) sera progressivement réduit durant la première partie de l'année afin de stériliser la hausse de son bilan. La première hausse des taux directeurs est attendue à l'automne 2022 aux États-Unis.
- Banque centrale européenne (BCE) : réduction des achats d'actifs avec l'arrêt en mars 2022 du programme mis en place durant la pandémie (PEPP²⁰), mais les autres programmes devraient contribuer à la poursuite de la hausse du bilan de la BCE. Les taux directeurs ne devraient pas évoluer avant 2024, et devraient ainsi rester négatifs pour une période prolongée.

GRAPHIQUE 16 : ÉVOLUTIONS MOYENNES DU BILAN ET DES TAUX DIRECTEURS DES PRINCIPALES BANQUES CENTRALES



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

20 - Pandemic emergency purchase programme.



IMPACT SUR LES TAUX LONGS

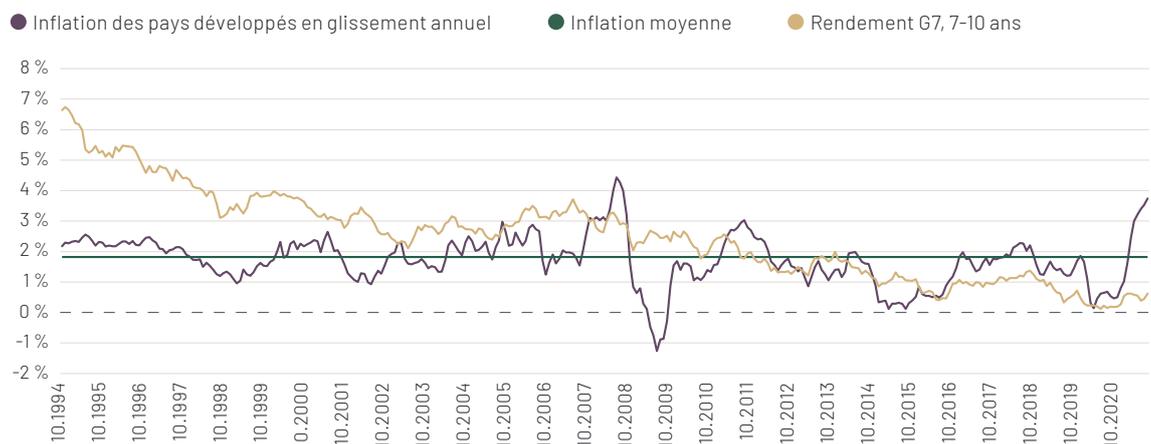
L'impact sur les taux longs de la réduction des achats d'actifs devrait être modéré, dans la mesure où les marchés ont été bien préparés ; on peut donc considérer que cela est intégré par les taux longs actuels. L'impact de la remontée des taux courts américains sur les taux longs n'est pas mécanique, et dépendra largement de l'ancrage des anticipations d'inflation. La situation actuelle de taux réels négatifs, notamment dans les pays développés, est ainsi amenée à perdurer pour les prochains trimestres (graphique 17).

Devant une inflation jugée temporaire qui continue de surprendre à la hausse, les banques centrales ont pour le moment choisi la patience et le sang-froid ; mais, dans les faits, les membres du FOMC ont avancé à fin 2022 les premières hausses de taux face à la baisse du chômage et à une inflation supérieure à la cible. Un bon équilibre entre lisibilité et pragmatisme est sans doute crucial pour garder la confiance des marchés, qui craignent probablement autant un changement inattendu de politique monétaire qu'une perte de contrôle de l'inflation et des taux longs.



SÉBASTIEN FILLAUT
 Global Head of Fixed Income,
 CFM Indosuez Gestion

GRAPHIQUE 17 : ÉVOLUTION COMPARÉE DE L'INFLATION MOYENNE DES PAYS DÉVELOPPÉS ET DU TAUX MOYEN 7-10 ANS, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Le *pricing power* est la capacité de fixer les prix d'une entreprise. Il s'agit d'un élément de différenciation recherché par les investisseurs. En effet, le levier sur les prix permet de soutenir la croissance du chiffre d'affaires et des résultats, particulièrement lors des phases de hausse des coûts de production comme actuellement.



Grâce à sa
TECHNOLOGIE PLUS AVANCÉE,
ASML dispose désormais de plus de 85 % de parts de marché

D'OÙ VIENT LE *PRICING POWER* ?

Les entreprises disposant de *pricing power* sont généralement caractérisées par au moins un des facteurs discriminants suivants :

- Une position monopolistique/oligopolistique ou dominante sur son marché ;
- Une image de marque forte ;
- Des brevets ou une grande capacité d'innovation ;
- Un marché/clients captifs ou une offre difficilement substituable.

Voici quelques sociétés qui s'illustrent particulièrement dans ces domaines :

LES SITUATIONS MONOPOLISTIQUES/OLIGOPOLISTIQUES OU POSITIONS DOMINANTES

Les réseaux sociaux sont l'illustration parfaite d'un marché oligopolistique. En effet, aux États-Unis, deux entreprises ont acquis une position dominante dans les réseaux sociaux : Facebook et Alphabet. Ces entreprises dominent ainsi le domaine de la publicité au niveau mondial, puisque les supports digitaux représentent près des deux tiers de la publicité à ce jour.

Dans le domaine des cartes de crédit, Visa et MasterCard, au fil des années, ont créé une sorte de duopole et la compétition entre ces deux acteurs semble réduite, notamment sur les prix pratiqués.



LE SECTEUR DU LUXE

a connu une croissance de son chiffre d'affaires de près de

10 %

Du côté des entreprises européennes, ASML, le leader mondial des équipements de lithographie pour l'industrie des semi-conducteurs, est emblématique avec ses 85 % de parts de marché mondial et son monopole de fait sur la technologie la plus avancée (EUV, pour Extreme Ultra Violet). Sans être aussi dominantes, d'autres sociétés européennes disposent de parts de marché significatives qui leur confèrent un excellent pouvoir de fixation des prix, à l'image de Legrand dans les équipements électriques (graphique 18). Vinci ou Ferrovial sont également de bons exemples, du fait de leurs activités de concession autoroutière.

LES MARQUES FORTES

Lorsqu'on se tourne vers les sociétés disposant de marques fortes, l'Europe est très bien placée avec ses groupes du luxe comme Hermès, LVMH (Louis Vuitton, Christian Dior, etc.), Kering (Gucci, Yves Saint Laurent, etc.), Richemont (Cartier, Van Cleef & Arpels, etc.), ou du secteur de la consommation (L'Oréal, Pernod Ricard, Diageo, Remy Cointreau, Campari, etc.).

Aux États-Unis, dans le domaine des marques, Apple a une place bien particulière : à la fois entreprise technologique et acteur du luxe, cette société bénéficie d'une notoriété et d'une fidélité de ses clients qui assurent à chaque renouvellement de l'iPhone un succès jamais démenti.

LES INNOVATIONS ET BREVETS

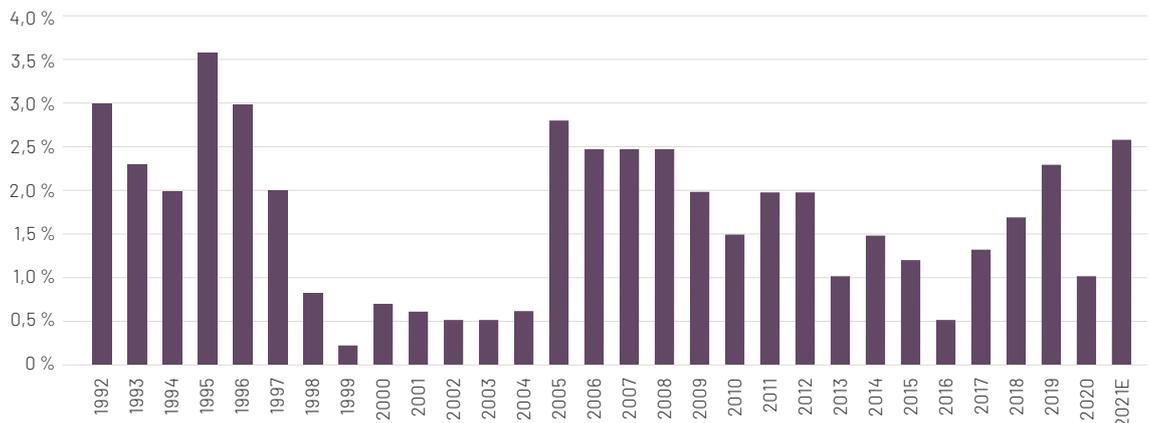
Sous l'angle de l'innovation, les champions européens du *pricing power* se retrouvent plutôt dans le secteur de la santé (Roche, Novo Nordisk, Siemens Healthineers, Essilor, etc.), même si les États-Unis ne sont pas en reste - à l'instar du brevet de Pfizer sur son vaccin contre la COVID-19, qui lui a permis de s'imposer rapidement dans le monde entier.

Le segment industriel s'illustre aussi par sa capacité d'innovation : citons ainsi des sociétés européennes telles que Sika dans la chimie des matériaux de construction, SIG dans l'emballage, Ceres Power ou ITM dans les électrolyseurs, etc. Aux États-Unis, c'est le cas d'Intuitive Surgical, la plus grande entreprise de robotique mondiale, qui, avec son robot Da Vinci, reste incontournable sur ses activités plus de dix ans après le lancement de celui-ci - brevet qui s'étend au renouvellement des pièces et lui assure plus de 70 % de ses revenus.

DES CLIENTS CAPTIFS OU UNE OFFRE DIFFICILEMENT SUBSTITUABLE

Être indispensable à ses clients ou difficilement substituable confère aussi une bonne capacité de fixation des prix, à l'image des sociétés de logiciels (SAP, Dassault Systèmes, etc.), de fournisseurs dans la pharmacie (Sartorius Stedim) ou des groupes d'ingrédients pour la cosmétique beauté et l'agroalimentaire, qui représentent une part minime des coûts de production, mais influent grandement sur le produit final (par exemple, les senteurs et saveurs fournis par Symrise, Givaudan ou Kerry).

GRAPHIQUE 18 : AUGMENTATION ANNUELLE DES PRIX DE LEGRAND, %



Note : Depuis plus de trente ans, la société Legrand a pu augmenter systématiquement ses prix, quel que soit le contexte économique.
 Sources : Deutsche Bank, company data, Indosuez Wealth Management.



Microsoft passe
d'un modèle avec
MOINS DE 10 %
de revenus
récurrents
il y a vingt ans
À PRÈS DE 70 %
AUJOURD'HUI

Un moyen de plus en plus répandu de « fidéliser » le client est le modèle de souscription, dont la meilleure illustration n'est autre que Microsoft. La première entreprise mondiale de logiciels a réussi à changer le profil de récurrence de ses revenus en passant d'un modèle avec moins de 10 % de revenus récurrents il y a vingt ans à près de 70 % aujourd'hui. Quant au numéro deux mondial du logiciel, Adobe, il a un modèle quasi 100 % en souscription, et ses produits dominent nettement le marché sous-jacent.

Le modèle de souscription est aussi particulièrement développé dans l'industrie des données financières. Parmi ces acteurs, MSCI a près de 95 % de revenus récurrents et sa position dominante est emblématique, puisque 19 des 20 plus grands Asset Managers sont ses clients.

S&P Global et NASDAQ sont d'autres exemples caractéristiques de ces thématiques. Ces sociétés dont les clients sont quasi captifs disposent d'un pouvoir de négociation fort pour passer l'augmentation de leurs abonnements.

Le *pricing power* peut parfois aussi revêtir un caractère plus cyclique ou temporaire, contrairement aux critères précédents dont l'avantage est plus structurel.

Certains groupes, par exemple, bénéficient d'un environnement prix favorable en raison d'une demande finale porteuse, à l'instar de la transformation digitale des entreprises et des produits (Cap Gemini, Infineon, ST Microelectronics), des économies d'énergie (Saint-Gobain, Kingspan) ou du recyclage (Tomra).

Enfin, sans relever typiquement du *pricing power*, d'autres éléments peuvent être déterminants pour faire face aux hausses de coûts de production. Dans les segments industriels, cela peut être les gains de productivité ou les économies d'échelle. Pour d'autres secteurs, c'est un avantage presque structurel - à l'image de celui des technologies de l'information et des logiciels, où les coûts d'acquisition de matières premières sont quasi inexistant, et le nombre d'employés généralement très limité.

En conclusion, le *pricing power* est un facteur différenciant fort, particulièrement dans un contexte de pression sur les prix et de hausse des coûts globaux. Du point de vue des entreprises, c'est un facteur de résilience des marges qui sous-tend des multiples de valorisation durablement plus élevés ; du point de vue des investisseurs, c'est désormais devenu le facteur clé de sélection des valeurs.

Note : les entreprises mentionnées ici sont citées à titre illustratif et ne constituent pas des recommandations d'investissement.



NICOLAS GAZIN

Global Head of Equity Solutions,
CA Indosuez Wealth (Asset Management)



MICHEL BOURGON

Head of US Equity Portfolio Management,
Indosuez Wealth Management

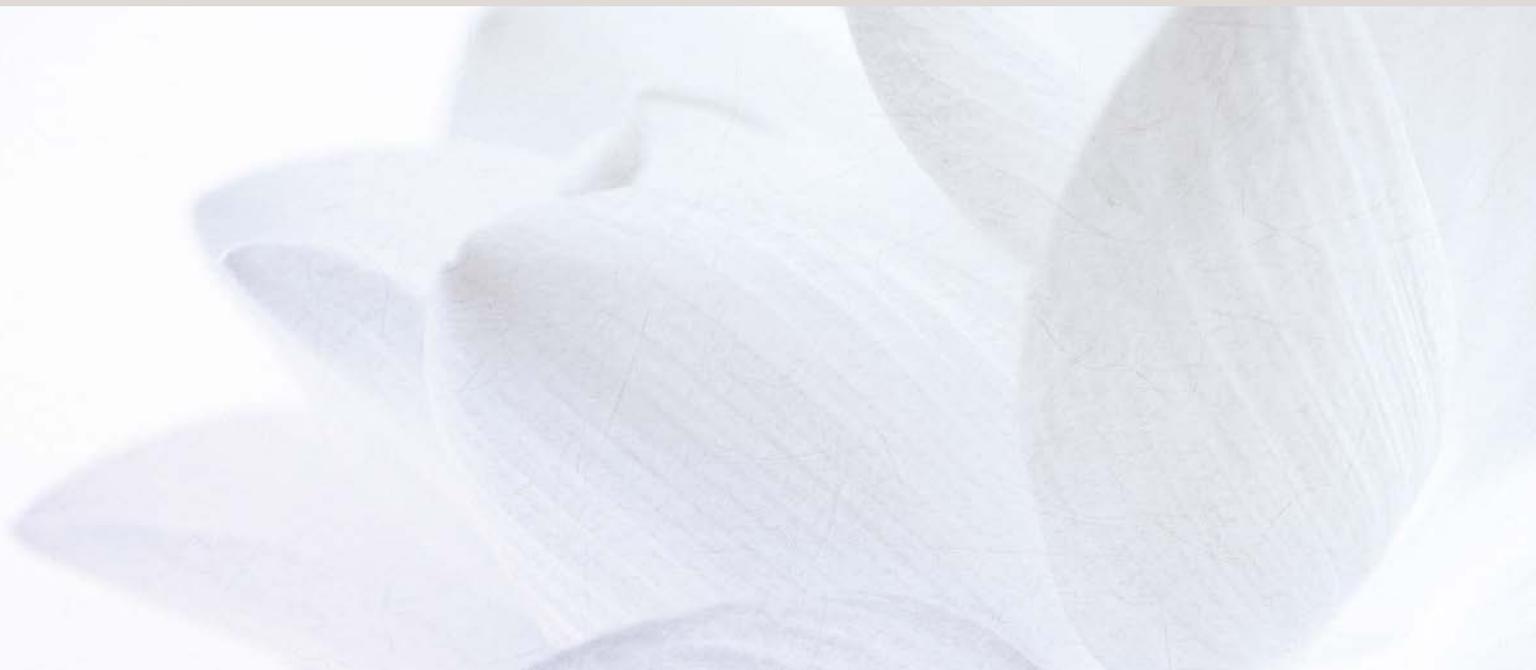


GUILLAUME LACONI

Head of European Equity Management,
CA Indosuez Gestion

03 • Notre vision: implications pour notre scénario 2022

LES MARGES DES ENTREPRISES SONT-ELLES EN RISQUE ?



Les gros titres financiers ont été dominés ces dernières semaines par des nouvelles peu rassurantes sur des problématiques d'offre et de pressions salariales. Cependant, à en juger par la saison de publication des résultats du troisième trimestre, cette vision inquiétante n'est pas corroborée par les entreprises, qui font absorber les hausses de coût de production par les consommateurs finaux. Selon nous, les vents contraires mentionnés par les médias devraient se normaliser dans un monde post-COVID-19 à venir.

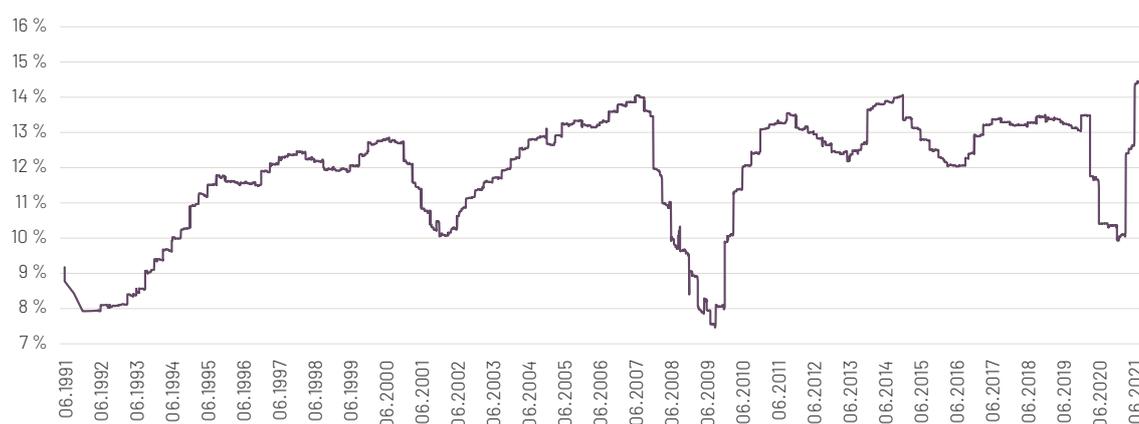


Une marge nette
agrégée de
12,8 %
au troisième
trimestre

En effet, sans grande surprise, les marges opérationnelles des entreprises américaines se sont plutôt bien tenues malgré la hausse des coûts salariaux, celle des matières premières et les problématiques impactant les chaînes d'approvisionnement (graphique 19).

Le troisième trimestre a été caractérisé par une marge nette agrégée de 12,8 %²¹, proche des niveaux record enregistrés au premier et au deuxième trimestre 2021 : c'est un soutien au rallye observé sur les actions.

GRAPHIQUE 19 : MARGE OPÉRATIONNELLE S&P 500, DONNÉES TRIMESTRIELLES, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

21 - DataTrek Research et BofA Global Research.



Le poids de l'énergie dans la base de coûts ne se situe qu'à
5 %
en moyenne

HAUSSE DES COÛTS RÉPERCUTÉE SUR LES PRIX AUX CONSOMMATEURS

À ce stade, les entreprises sont donc parvenues à répercuter la hausse des coûts sur les prix aux consommateurs, protégeant ainsi leurs bénéfices de l'érosion due à la pression croissante des coûts. De plus, le poids de l'énergie dans la base de coûts des entreprises ne se situe qu'à 5 % en moyenne ; la hausse de ces dépenses a donc pu être largement compensée par les gains de productivité (graphique 20).

En ce troisième trimestre 2021, l'inflation est en effet le sujet le plus discuté par les sociétés lors de la publication de leurs résultats, avec ses impacts sur la main-d'œuvre, le transport, les matières premières et les chaînes d'approvisionnement.

Que se passerait-il si cette inflation n'était pas transitoire, mais poursuivait sa hausse et devenait plus structurelle ?

L'inflation aux États-Unis se situe désormais à plus du double de l'objectif de la Fed. Toutefois, le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a déclaré début novembre 2021 que les goulets d'étranglement constatés au niveau de l'offre allaient sans doute diminuer, réduisant ainsi les pressions inflationnistes. C'est, selon lui, le scénario « le plus probable ».

Dans ce débat sur une inflation transitoire ou galopante, nous nous refusons pour le moment à adopter un scénario stagflationniste comme hypothèse centrale.

Comme cela s'est produit dans un passé récent, les nouvelles technologies, telles que l'intelligence artificielle, la *blockchain* et la robotique, aideront à maîtriser les pressions inflationnistes à moyen/long terme.

Il est en effet difficile de privilégier un scénario sombre quand la situation cumule des dépenses des consommateurs en hausse, d'importantes liquidités à déployer, une reprise rapide du marché du travail, des actifs financiers atteignant des sommets, et des bénéfices des entreprises en plein essor.

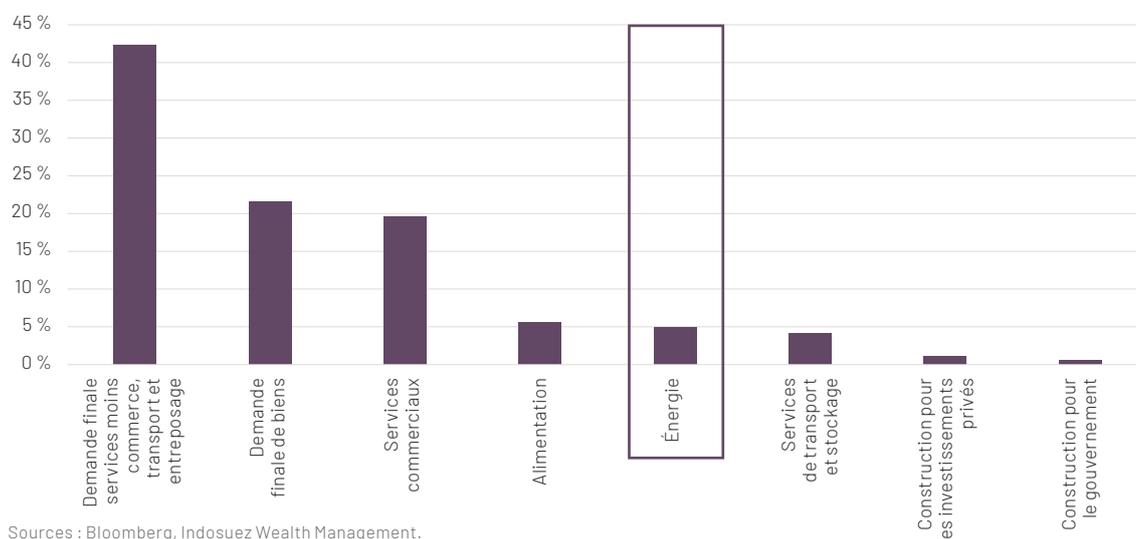
RALENTISSEMENT DE L'ACTIVITÉ MANUFACTURIÈRE

Quoi qu'il en soit, les derniers rapports Institute for Supply Management (ISM) montrent un ralentissement de l'activité manufacturière en réponse aux tensions persistantes sur la chaîne d'approvisionnement. Le président du Comité a déclaré : « Les entreprises continuent à faire face à un nombre sans précédent d'obstacles pour répondre à une demande croissante. »

Il convient toutefois de rappeler que l'économie a relativement échappé à la hausse des prix de l'énergie, car le PIB mondial est deux fois moins dépendant du pétrole que dans les années 1970²².

De même, les entreprises américaines déploient en relatif 70 % de main-d'œuvre en moins que dans les années 1980²³.

GRAPHIQUE 20 : RÉPARTITION DES COÛTS DE PRODUCTION, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

22 - « The energy required to support output », Deutsche Bank Research.
23 - BofA Global Research.



Elles sont toujours capables d'absorber l'augmentation des coûts salariaux et peuvent réembaucher de jeunes actifs à des prix inférieurs à ceux des nombreux employés plus âgés qui quittent leur travail existant²⁴. En effet, le poids des salaires dans le chiffre d'affaires des entreprises du S&P 500 se situe à seulement 13 % en moyenne, en hausse de 4,1 % sur un an glissant (graphique 21).

En conclusion, les marges bénéficiaires et les performances futures des actions devraient résister à toute nouvelle pression inflationniste plus durable, les entreprises tirant parti de leur pouvoir de répercussion des coûts sur les prix.

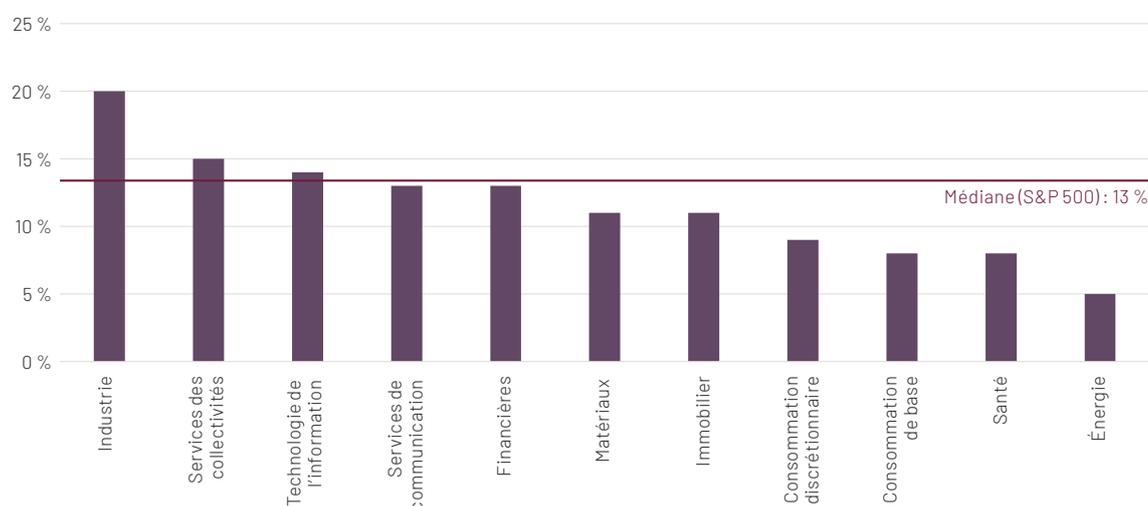
L'automatisation et l'adaptation numérique joueront un rôle clé, les entreprises accroissant leurs investissements pour s'adapter à un nouveau paysage de consommation et gagner en efficacité.

Ces tendances séculaires entraîneront de nouveaux gains en matière d'efficacité. Les entreprises et les entrepreneurs seront donc fortement incités à trouver de nouvelles solutions et à recourir aux dernières automatisations et technologies aidant à augmenter la productivité.



MARCO PAOLUCCI
 Head of Investment Management,
 CA Indosuez Wealth (Europe)

GRAPHIQUE 21 : COÛTS SALARIAUX IMPLICITES DES REVENUS, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

03 • Notre vision: implications pour notre scénario 2022

L'INFLATION EST-ELLE UN FACTEUR DE SOUTIEN POUR LE DOLLAR ET L'OR ?



La théorie économique nous explique que si un pays est confronté à une inflation supérieure à celle des autres pays, la devise de ce pays doit se déprécier face aux autres monnaies. Or, l'inflation américaine est à son plus haut niveau depuis 2008 : pourquoi, alors, le dollar américain continue-t-il de s'apprécier face à l'euro ? À l'inverse, comment expliquer la baisse de l'or, traditionnellement considéré comme une protection contre l'inflation ? Décryptage d'un double paradoxe.

Lors de l'élection de Joe Biden, bon nombre de stratégestes prédisaient une baisse du dollar face à l'euro en 2021, notamment dans un scénario de majorité démocrate au Sénat. Entre effet inflationniste du plan de relance et double déficit, les raisons ne manquaient pas - et pourtant, c'est l'inverse qui s'est produit en cours d'année, après une faiblesse validée du dollar contre euro au-delà de 1,23 lors des élections sénatoriales de Géorgie remportées par les démocrates début janvier 2021.

Plusieurs raisons expliquent, selon nous, le renforcement du dollar au cours de l'année 2021.

Dans un premier temps, le dollar a bénéficié d'un écart de dynamique macroéconomique avec la zone euro. En effet, le premier trimestre 2021 présentait une dynamique de vaccination meilleure aux États-Unis, tandis que la zone euro peinait à s'approvisionner en vaccin. Cette différence de dynamique était amplifiée par les plans de relance articulés par la nouvelle administration américaine. Dans cette phase, le dollar a repris des couleurs jusqu'à 1,1750, avant que l'accélération des campagnes vaccinales en Europe ne fasse remonter la monnaie unique contre la devise américaine.

LE DOLLAR SOUTENU PAR LES ANTICIPATIONS DE CHANGEMENT DE POLITIQUE DE LA FED

Ensuite, le billet vert a bénéficié des anticipations des marchés sur l'évolution de la politique de la banque centrale. La Fed fait en effet face à un dilemme : combattre une inflation qui devrait tourner autour de 5 à 6 % en 2021, ou soutenir un marché de l'emploi qui n'est pas encore revenu au niveau d'avant la crise de la COVID-19. À partir du printemps, l'accélération de l'inflation a conduit le marché à anticiper une normalisation de la politique monétaire, dont Jerome Powell a dessiné progressivement la perspective à partir du mois de juin. Si le président de la Fed a répété maintes fois qu'une réduction des achats d'actifs ne signifiait pas une hausse des taux, les investisseurs ne sont pas convaincus et pensent plutôt que la Fed relèvera ses taux directeurs à l'automne 2022, soutenant ainsi la devise. Les anticipations des investisseurs ont aussi été alimentées en septembre par les prévisions de la Fed, qui montraient que la moitié des membres prévoyait des hausses de taux à partir de la fin de l'année 2022. Ce n'est donc pas un hasard si, au cours de ce mois, le dollar s'est renforcé contre l'euro, passant de 1,19 à 1,15 environ (graphique 22).

Enfin, le dollar a bénéficié de son statut de valeur refuge. En période de tension, les investisseurs ont tendance à liquider les actifs risqués, telles les devises des pays émergents, et à se replier vers des valeurs considérées comme plus sûres, tels le dollar américain, le franc suisse ou l'or. Ainsi, en 2021, plusieurs événements vecteurs d'incertitude ont contribué à soutenir le dollar de façon temporaire : l'évolution de la pandémie de la COVID-19, la crise immobilière en Chine avec Evergrande, ou le débat sur le relèvement du plafond de dette aux États-Unis.

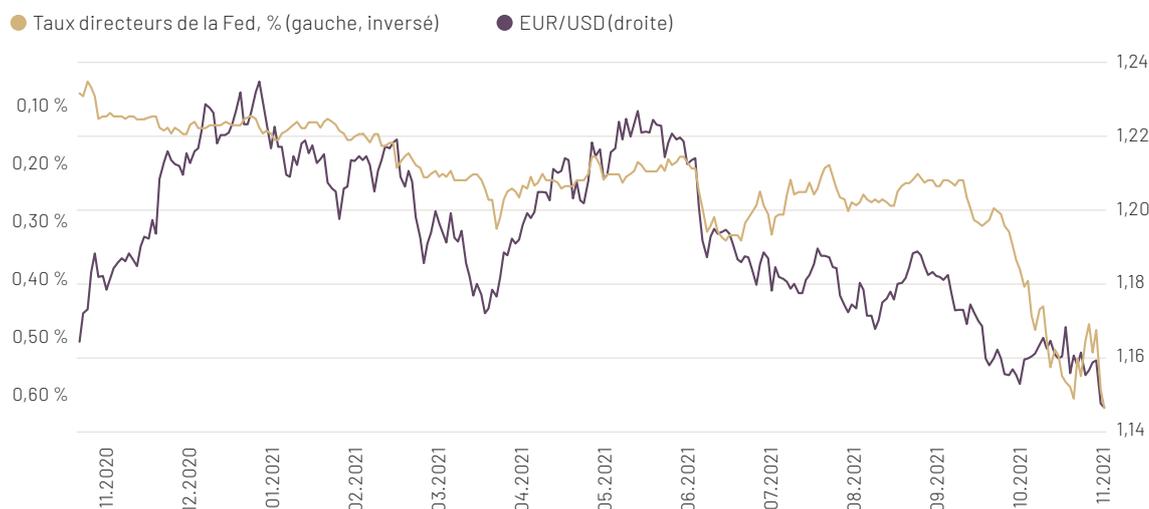
En fait, ce renforcement du dollar s'observe surtout face à l'euro, pénalisé par l'absence d'anticipation de hausse de taux en 2022-2023, et face aux devises des pays émergents (hors Chine). La situation de ces derniers illustre parfaitement que la force d'une devise reste fondamentalement dépendante de la crédibilité de la banque centrale. À l'instar du Brésil, qui lutte contre l'inflation en remontant très fortement ses taux directeurs et qui voit sa devise chuter contre le billet vert, malgré un portage plus important et des taux réels qui devraient revenir en territoire positif l'année prochaine.

Cette année, les seules devises qui se maintiennent ou s'apprécient contre le dollar sont celles des pays exportateurs de matières premières (exportateurs d'inflation) ainsi que la devise chinoise, qui combine une inflation faible et un taux d'intérêt réel positif.



Les investisseurs pensent que la **FED** RELÈVERA SES TAUX DIRECTEURS À L'AUTOMNE 2022 soutenant ainsi la devise

GRAPHIQUE 22 : ANTICIPATIONS DES TAUX DIRECTEURS DE LA FED



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



L'attractivité de l'or se reflète dans
LA DYNAMIQUE DES TAUX RÉELS

Finalement, même si l'inflation est un indicateur important dans l'évolution des devises, la relation attendue inflation/dépréciation est actuellement invalidée dans le cas du dollar par de fortes anticipations de hausse de taux (graphique 23).

L'OR, UNE PROTECTION CONTRE LES TAUX RÉELS NÉGATIFS PLUS QUE CONTRE L'INFLATION ELLE-MÊME

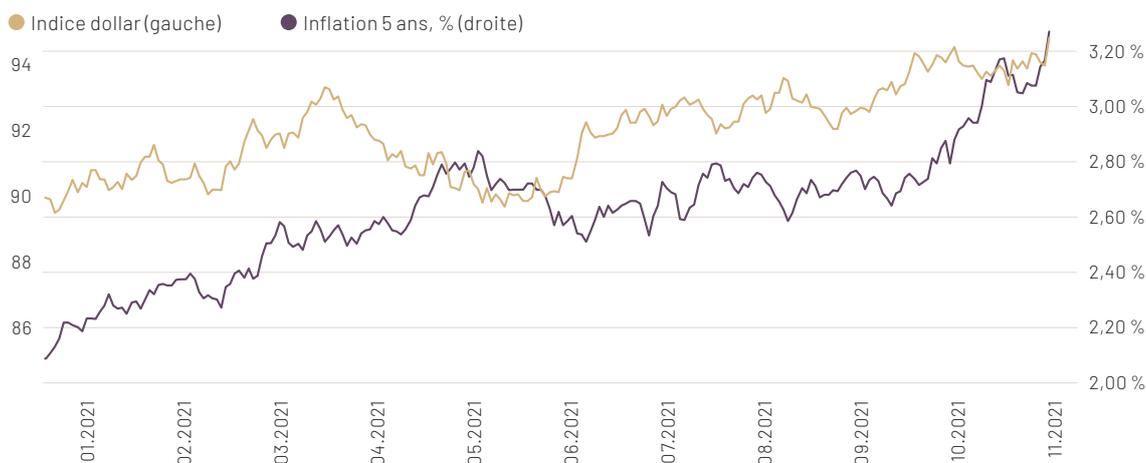
En ce qui concerne l'or, qui est souvent utilisé pour son rôle de protection contre l'inflation, on pourrait se demander pourquoi son prix n'est pas plus haut.

Tout d'abord, la consolidation du prix du métal jaune s'explique en partie par l'appréciation du dollar, sa monnaie de référence, et des rendements des bons du Trésor plus élevés.

L'attractivité de l'or se reflète dans la dynamique des taux réels : durant l'été 2020, lorsque l'or a enregistré un nouveau record historique, les taux réels américains étaient à leur plus bas niveau (graphique 24).

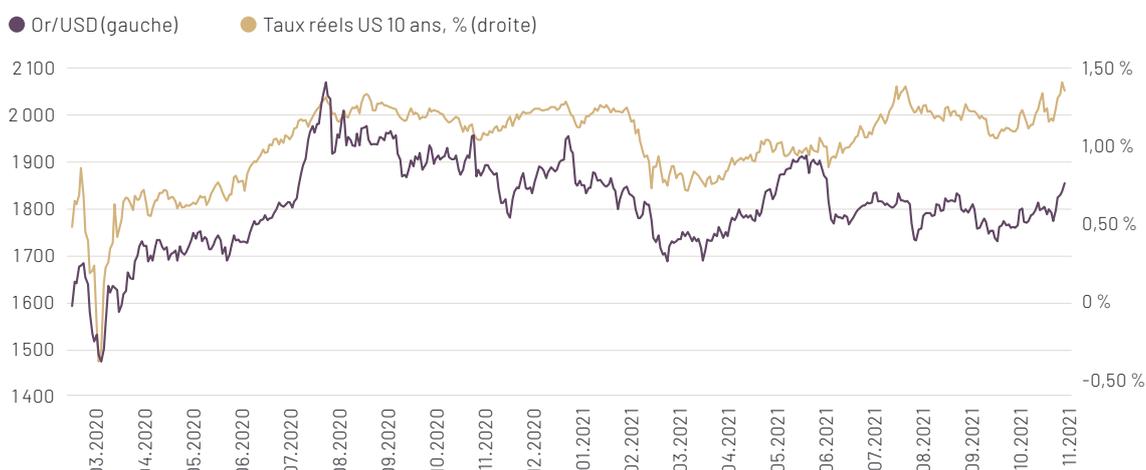
Or, en 2021, la hausse de l'inflation a été contrebalancée par une hausse des taux longs américains, rendant la situation peu claire pour les investisseurs.

GRAPHIQUE 23 : L'INDICE DOLLAR ET L'INFLATION



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 24 : L'OR ET LES TAUX RÉELS US À 10 ANS



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Par ailleurs, il ne faut pas oublier que l'or est un actif sans rendement. Dans un contexte de reprise post-COVID-19, l'or s'est vu délaissé par les investisseurs au profit d'autres classes d'actifs plus risquées, et donc plus attractives, telles les actions.

Enfin, les dynamiques de flux expliquent aussi la dynamique de l'or. À la fin septembre 2021, la demande d'or avait diminué de 9 % par rapport à 2020, et ce malgré une augmentation des achats des banques centrales. Plusieurs pays émergents ont suivi l'exemple de la Chine et de la Russie, et ont accru leurs réserves d'or afin de se diversifier en dehors du dollar.

En conclusion, si l'on se projette en 2022, l'année devrait être caractérisée par une décline progressive de l'inflation et par une poursuite de la normalisation de la politique de la Fed ; on pourrait s'attendre à ce que les facteurs de soutien au dollar perdurent, et limitent le potentiel haussier de l'or. Ce dernier pourrait garder un attrait comme protection contre un scénario alternatif de surprise sur l'inflation et de maintien des taux d'intérêt à leur niveau actuel. Ponctuellement, les incertitudes politiques entourant les élections françaises pourraient aussi soutenir le dollar face à l'euro au printemps 2022.



MURIEL ABOUD

Head of Foreign Exchange
and Precious Metals (Geneva),
Indosuez Wealth Management



04 | Présence internationale



NOTRE HISTOIRE

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

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

INDOSUEZ WEALTH MANAGEMENT

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

ASIE PACIFIQUE

HONG KONG RAS

29th floor Two Pacific Place, 88 Queensway
Hong Kong
T. +852 37 63 68 68

NOUMÉA

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

SINGAPOUR

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

EUROPE

BRUXELLES

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

GENÈVE

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

LUXEMBOURG

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

MADRID

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

MILAN

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

MONACO

11, Boulevard Albert 1^{er}
98000 Monaco
T. +377 93 10 20 00

PARIS

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

MOYEN-ORIENT

ABU DHABI

Zahed The 1st Street - Al Muhairy Center
Office Tower, 4th Floor,
PO Box 44836 Abu Dhabi
T. +971 2 631 24 00

DUBAÏ

The Maze Tower - Level 13 Sheikh Zayed Road
PO Box 9423 Dubai
T. +971 4 350 60 00

05 | Glossaire



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.

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.

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* 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 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.

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.

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 : Segment des actions décotées, c'est-à-dire des sociétés dont le prix de l'action est inférieur à sa valeur intrinsèque.

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

Les langues dans lesquelles la Brochure est rédigée font partie des langues de travail 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, 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 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 ;
- **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, 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-607 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. 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. ;
- **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.

© 2021, CA Indosuez (Switzerland) SA/Tous droits réservés.

Crédits photos: iStock.

Achevé de rédiger le 17.11.2021.

