

MONTHLY HOUSE VIEW

Mai 2022

Focus

Royaume-Uni : une lueur d'espoir ?

• Table des matières

01•	Éditorial À LA RECHERCHE DE RENDEMENTS RÉSILIENTS	P3
02•	Focus ROYAUME-UNI : UNE LUEUR D'ESPOIR ?	P4
03•	Macroéconomie SOMMES-NOUS PROCHES DU POINT D'INFLEXION ?	P6
04•	Obligations LES RENDEMENTS À COURT TERME DE NOUVEAU ATTRAYANTS AUX ÉTATS-UNIS	P8
05•	Actions UN NOUVEAU RÉGIME DE MARCHÉ, PLUS VOLATIL	P10
06•	Devises L'INFLATION FAIT LA LOI	P12
07•	Allocation d'actifs SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS	P14
08•	Market Monitor APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	P16
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Au cours des dernières semaines, les marchés sont passés très rapidement de la crainte de ralentissement consécutive au déclenchement du conflit en Ukraine à celle d'une inflation durablement élevée conduisant les banques centrales à accélérer le calendrier de remontée des taux. Les courbes de taux reflètent assez bien ce risque de poussée inflationniste débouchant sur un ralentissement, se traduisant par un cycle rapide mais court de remontées de taux, et des baisses de taux dès 2024, voire avant.

Dans ce contexte, les repères des investisseurs sont brouillés. Premièrement parce qu'il faut apprendre à passer d'un schéma de pensée fondé sur les performances nominales à un cadre fondé sur la recherche de rendements réels positifs, nets de l'inflation anticipée pour les prochaines années. Deuxièmement, parce que ces rendements futurs reposent sur des hypothèses de croissance et de marges chamboulées par ce nouveau contexte. Enfin, parce que le recours aux *benchmarks* et à la gestion indicielle passive dans cet environnement est d'une utilité assez limitée, notamment dans un contexte où les marchés des actions et des obligations nous renvoient des signaux assez différents, entre résistance de la croissance et des marges d'un côté, et risque de récession de l'autre.

Ce changement de posture n'est pas aisé ; il peut conduire à la fois à devoir se départir du style d'investissement qui a le mieux fonctionné depuis 10 ans (les valeurs de croissance), et à tirer toutes les conséquences de ce changement de régime, en prenant du recul avec le cadre des dernières années, symbolisé par la sortie des taux négatifs. Les banques centrales ont changé de modèle en quelques semaines, en adoptant une priorité absolue à la lutte contre l'inflation. Le « *Greenspan put* » a vécu, et les banques centrales seront donc moins en soutien des marchés. La réduction du bilan de la Fed est une *terra incognita* dont nous trouvons peu de précédents dans l'histoire monétaire. D'où la difficulté à se projeter sur des niveaux de taux longs très différents de ceux de la période ouverte par la pandémie.

Ce changement de posture peut être coûteux également à court terme tant sur le plan psychologique (remettre en cause des convictions et habitudes validées par 10 ans de performances) que financier (savoir vendre des positions perdantes pour se repositionner), mais profitable à long terme. Si un certain nombre de paramètres distingue ce contexte de celui des années 70, la question qui demeure consiste à identifier les classes d'actifs qui pourraient mieux résister face à un cycle d'inflation plus élevé que ce que le consensus reflète encore.

Les actions à dividendes élevés et la dette à haut rendement ressortent optiquement comme les classes d'actifs dont le rendement devrait dépasser l'inflation moyenne des 5 prochaines années. Pour autant, il s'agira d'identifier les sociétés capables d'assurer une pérennité, une soutenabilité et une croissance de ces rendements, et qui ne sont pas pénalisées soit par des marges fragilisées, soit par un endettement trop élevé, soit par des besoins d'investissement qui ne seraient pas autofinancés. Ce filtrage par la résilience et la qualité doit permettre à un portefeuille de bien se comporter dans tous les environnements, à l'image d'un navire conçu pour naviguer par temps calme comme dans une mer agitée. Dans le monde des obligations d'entreprises, la sélectivité reste de mise face à un choc énergétique asymétrique révélant les fortes dépendances de certains pays ou secteurs au gaz russe.

La recherche de rendements intrinsèques résilients à moyen terme, soutenable quel que soit l'environnement monétaire ou économique doit donc prévaloir sur la recherche de performance indicielle à court terme, davantage influencée par la direction à court terme des indicateurs de confiance, des risques géopolitiques ou des messages des banquiers centraux. Ce sera l'enjeu de la saison de résultats qui commence ce mois-ci et qui fait suite à une tendance étonnamment positive de révision des attentes de bénéfices malgré cet environnement difficile pour les entreprises.

Si le Royaume-Uni bénéficie de son insularité, avec une meilleure diversification de sa production énergétique et une banque centrale libre de se concentrer sur l'inflation, il est loin d'être immunisé contre la crise énergétique et la gestion du couple croissance/inflation reste très compliquée. Il ne faut cependant pas négliger la performance des actions britanniques, largement décorrélée de l'économie domestique.

L'ÉCONOMIE BRITANNIQUE EST LOIN D'ÊTRE TIRÉE D'AFFAIRE

Après avoir enregistré une récession parmi les plus sévères en 2020 (-9,3 %) et une solide reprise en 2021 (+7,4 %), l'économie britannique devrait croître de presque 4 % en 2022. Les restrictions sanitaires sont désormais levées et l'indice PMI des services a atteint 62,6 en mars, un chiffre dépassant les excellentes performances de la France (57,4) et des États-Unis (58). Cette reprise sera toutefois de courte durée, car les consommateurs font les frais de la crise énergétique. Bien que le Royaume-Uni soit relativement indépendant de la Russie pour son approvisionnement en énergie (30 % des importations de pétrole et 74 % des importations de gaz proviennent de Norvège), une combinaison de facteurs antérieurs à la guerre – incluant l'impact des confinements liés à la COVID-19 sur les travaux de maintenance en mer du Nord – a pesé sur les prix des marchés de gros.

En outre, l'inflation britannique atteignait déjà des sommets historiques avant le conflit ukrainien et touche désormais, contrairement à la zone euro, un grand nombre de secteurs (graphique 1).

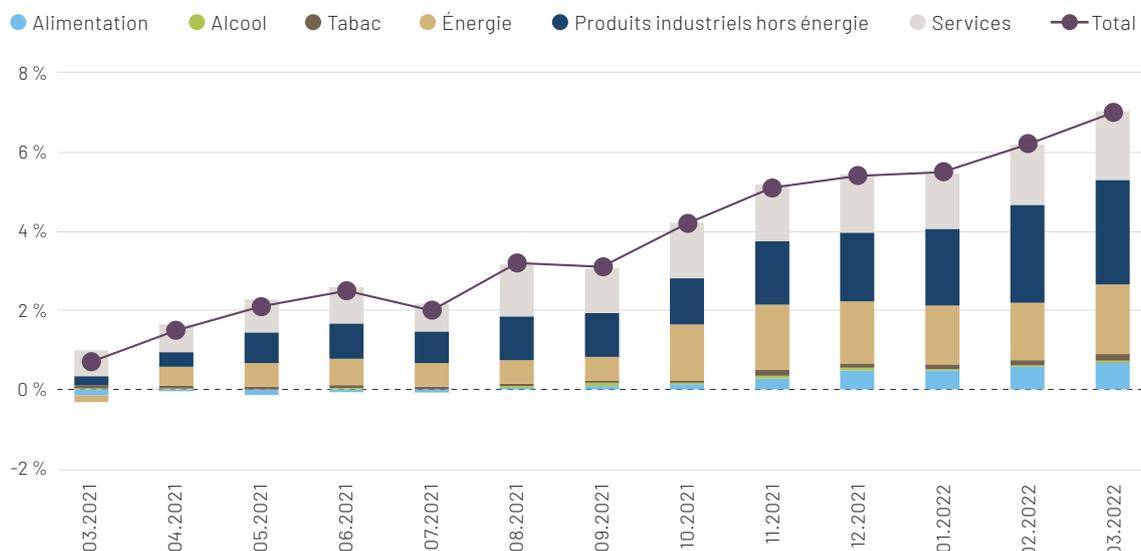
Elle a atteint 7 % en glissement annuel (GA) en mars (1 % en glissement mensuel) avec un coût du logement fortement impacté par la hausse des prix de l'énergie. Cette dernière devrait se poursuivre en avril avec le relèvement du plafond des prix du gaz fixé par l'autorité de régulation (OFGEM). Combinés à un taux de chômage historiquement bas (3,8 %), les effets de second tour de cette envolée des prix ont poussé les salaires à la hausse (+5,4 % pour la moyenne mobile sur trois mois en février), mais les rémunérations n'ont pu absorber l'inflation et les salaires réels ont reculé de 1 % sur la période. Selon Euler Hermes, l'augmentation de la facture énergétique par ménage se traduit, par rapport à la situation précédant la guerre, par une perte de revenu disponible de 2 points de pourcentage au Royaume-Uni (contre 1,5 point en Allemagne, et 1 point en France, en Italie et en Espagne). Au Royaume-Uni, on observe que l'endettement des ménages a surtout progressé parmi les bas salaires durant la pandémie. Cela explique pourquoi la consommation privée n'a pas encore retrouvé son niveau pré-pandémie.



Le revenu disponible devrait baisser de

2 %
EN 2022

GRAPHIQUE 1 : CONTRIBUTIONS À L'INFLATION (IPC) BRITANNIQUE, GA, %



Sources : Institut national des statistiques, Indosuez Wealth Management.

BANQUE D'ANGLETERRE : LES MAINS LIBRES

La Banque d'Angleterre (BoE) est moins menacée par le risque de fragmentation financière que la Banque centrale européenne (BCE), contrainte de rester attentive à l'impact d'un resserrement trop rapide sur l'énorme volume de la dette italienne. Dans ce contexte, la BoE a procédé à sa troisième hausse de taux consécutive en mars, alors que le marché anticipe des taux directeurs atteignant 2,5 % en mars 2023. La banque centrale a également annoncé qu'elle amorcerait son processus de resserrement quantitatif (QT) en ne réinvestissant pas le produit des obligations d'État arrivant à échéance. Après un probable relèvement des taux à 1 % le mois prochain, la BoE pourrait néanmoins faire une pause pour permettre à son Comité de politique monétaire d'évaluer l'impact de sa politique sur la croissance. Selon le Fonds monétaire international (FMI), le Royaume-Uni devrait enregistrer l'inflation la plus élevée (5,3 %), mais aussi la croissance du PIB la plus faible (1,3 %) du G7 en 2023, en raison de la chute du revenu disponible et du resserrement des conditions financières.

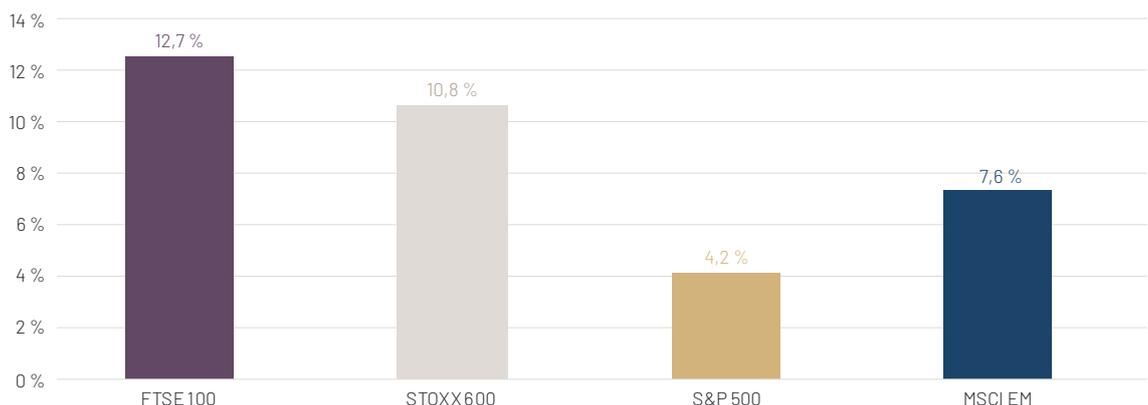
MARCHÉ BOURSIER BRITANNIQUE : DES RENDEMENTS ÉLEVÉS, SOUTENUS PAR L'ÉNERGIE ET LA QUALITÉ

Malgré un contexte macroéconomique morose, il est intéressant de noter que les actions britanniques surperforment nettement leurs homologues continentales. Plusieurs raisons expliquent l'attrait des investisseurs pour ce marché. Alors que le Royaume-Uni semble davantage immunisé contre la crise russo-ukrainienne et offre une opportunité de diversification parmi les actifs risqués, les aspects fondamentaux de ce marché sont particulièrement favorables.

D'une part, les valorisations absolues et relatives n'ont jamais retrouvé leurs niveaux pré-Brexit et se négocient à des niveaux historiquement bas (11,8 contre une moyenne de 14,8 sur 10 ans), ce qui limite le risque d'un mouvement violent en cas de nouvelle correction des marchés actions. D'autre part, le principal indice actions - le FTSE 100 - bénéficie d'une pondération importante vers le secteur de l'énergie par rapport aux autres grands indices (12,2 %, contre 5,4 % pour l'Euro Stoxx 50 et 4,3 % pour le MSCI World), ce qui en fait une couverture intéressante contre la hausse des prix des matières premières. En outre, l'environnement inflationniste a replacé le style Qualité et la thématique du pouvoir de fixation des prix au centre du jeu. Appartenant à cette thématique et connu pour sa nature défensive, le secteur de la santé est également bien représenté au sein de l'indice FTSE 100 (11,7 %). À l'inverse, les secteurs les plus touchés par l'augmentation des coûts des intrants (comme l'industrie) ou la hausse des taux d'intérêt (comme la technologie) sont sous-représentés par rapport aux principaux indices européens.

Finalement, ces biais *Value* (via le secteur de l'énergie) et *Qualité* offrent de meilleures perspectives de bénéfices pour les actions britanniques en 2022 (+13,7 % attendu en 2022 dont +8,9 % de révisions bénéficiaires positives sur le dernier mois) et devraient continuer à soutenir le marché, sauf déraillement de la politique monétaire ou ajustement drastique de la croissance britannique. Par ailleurs, les entreprises offrant un rendement du dividende élevé ont généralement été favorisées en période de risque de stagflation croissant. Les actions britanniques sont donc d'autant plus attrayantes qu'elles proposent l'un des taux de rendement les plus élevés (graphique 2), ce qui séduira les investisseurs si le risque de stagflation se concrétise à l'échelle mondiale. De ce point de vue, l'herbe peut sembler plus verte outre-Manche.

GRAPHIQUE 2 : LES INDICES ACTIONS BRITANNIQUES AFFICHENT UN TAUX DE RENDEMENT PLUS ÉLEVÉ QUE LES AUTRES PRINCIPAUX INDICES, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

L'inflation reste la principale préoccupation des investisseurs et des consommateurs du monde entier. Après la flambée des prix des matières premières en début d'année, l'inflation devrait rester élevée, mais pour des raisons différentes.

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES ET RALENTISSEMENT EN CHINE

Les prix des matières premières se sont quelque peu stabilisés en avril, tout en restant à des niveaux historiquement élevés : le prix moyen du baril de pétrole s'est établi à 106 USD sur la première quinzaine (contre 112 en mars), tandis que le prix du gaz a chuté de 19 % depuis début mars, mais affiche encore une hausse de 40 % dès le 31 décembre 2021. Il est dès lors trop tôt pour envisager un point d'inflexion, les matières premières restant très sensibles à la guerre en Ukraine. Cela n'est pas de bon augure pour les consommateurs, qui découvrent progressivement l'impact de cette situation sur leurs factures d'énergie.

Néanmoins, les prévisions de croissance étant revues à la baisse dans le monde entier (graphique 3), les prix des matières premières pourraient commencer à s'ajuster à la demande, notamment dans le cas du pétrole. Le récent ralentissement en Chine favorise cette évolution, alors que la politique « zéro COVID » dure plus longtemps que prévu, mettant l'objectif du gouvernement Chinois de croissance de 5,5 % du PIB pratiquement hors de portée pour 2022 (nous prévoyons 4,3 %). En mars, les ventes de détail chinoises ont reculé de 1,9 % en glissement mensuel et la hausse de la production industrielle a été limitée à 0,4 % en glissement mensuel.

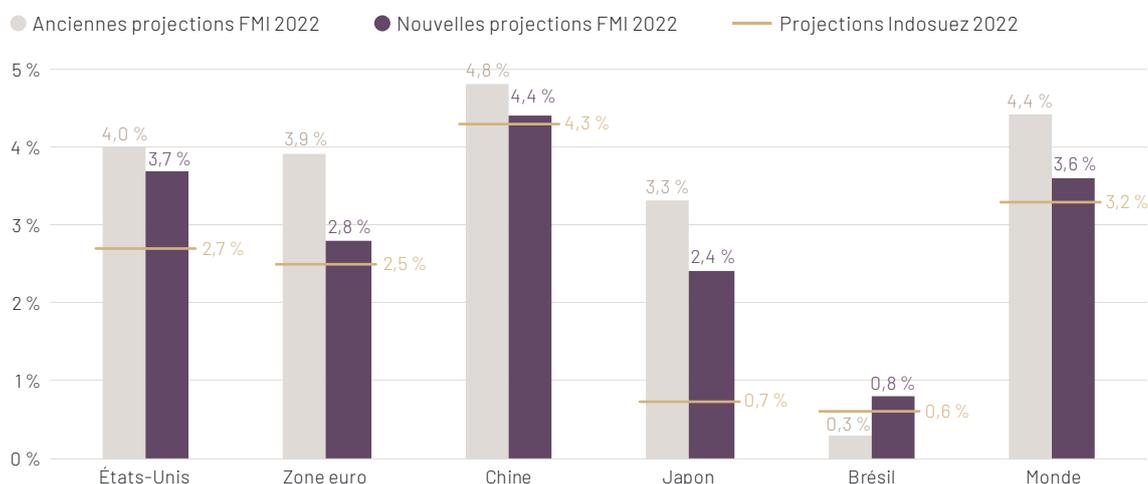
Les implications sont non négligeables pour les autres marchés émergents, notamment les exportateurs de matières premières tels que le Brésil. Si le pays a récemment bénéficié de la hausse des prix du pétrole et du soja, la baisse de la demande chinoise pénalisera les exportations brésiliennes. Au total, la Chine absorbe 32 % du total des exportations brésiliennes, dont 80 % des exportations de soja et 65 % des exportations de pétrole. La balance commerciale du Japon a enregistré un déficit sévère en mars (quatre fois plus important que les prévisions), car les exportations à destination de la Chine ont décéléré (de 26 % en février à 3 % le mois dernier) tandis que la flambée des prix de l'énergie a renforcé le coût des importations (hausse de 31 % de la facture énergétique, contre 15 % pour les exportations totales).

L'INFLATION DEVRAIT CONTINUER À PROGRESSER

Dans l'ensemble, nous anticipons une certaine accalmie sur le front des matières premières, mais les prix mondiaux devraient rester sous pression pour de multiples raisons. Premièrement, les récents confinements imposés aux plaques tournantes du secteur manufacturier chinois vont perturber la chaîne logistique et pousser à nouveau les prix à la hausse.



GRAPHIQUE 3 : PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU PIB, %



Sources : FMI, Perspectives économiques mondiales, Indosuez Wealth Management.



Deuxièmement, les marchés du travail restent tendus aux États-Unis (taux de chômage à 3,6 %), au Royaume-Uni (3,8 %) et, dans une moindre mesure, dans la zone euro (5,8 %). Ces tensions, principalement liées à des emplois peu rémunérés, entraînent une augmentation des salaires nominaux dans les secteurs concernés.

Troisièmement, l'inflation a atteint de nouveaux sommets en mars, après avoir augmenté pendant plus de six mois consécutifs aux États-Unis et dans la zone euro (tout en restant modeste en Chine). Confrontés à une forte inflation qui perdure, les travailleurs pourraient commencer à réclamer des augmentations de salaire pour compenser la hausse rapide des prix, ce qui – selon un récent rapport du FMI – pourrait se traduire par une intensification des pressions inflationnistes. Enfin, la hausse des prix des denrées alimentaires est plus durable que celle des prix de l'énergie, alors que des conditions météorologiques inhabituelles attisent les craintes de pénurie : les prix du blé ont augmenté de 12 % depuis début avril (menaçant notamment les marchés émergents).

Dans ce contexte, le moral des consommateurs américains a bondi à 65,7 en avril 2022, après avoir atteint un plancher de onze ans à 59,4 en mars, mais les prévisions sur les prix à la consommation restent inchangées, tant pour l'année à venir (+5,4 %) que dans une perspective à cinq ans (+3 %). L'enquête d'avril reflète une très légère amélioration de la confiance, encore trop proche des niveaux de récession pour être vraiment rassurante.

Aux États-Unis, les ventes de détail ont augmenté de 0,5 % en glissement mensuel en mars, contre 0,8 % en février, mais cette hausse est à relativiser par l'impact de l'envolée des prix de l'énergie (hausse de 8,9 % des ventes d'essence), de l'alimentation et des autres biens, cet indicateur n'étant pas corrigé de l'inflation.

DES PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES ORIENTÉES À LA BAISSÉ

Les risques pesant sur les perspectives économiques restent orientés à la baisse, notamment en raison d'une éventuelle aggravation du conflit et/ou d'une escalade des sanctions entre l'Europe et la Russie. L'arrêt des livraisons de gaz russe semble envisageable pour le Premier ministre italien (grâce aux fournisseurs algériens), mais le risque d'une coupure économique complète associé correspond, selon la BCE, à une baisse de valeur ajoutée supérieure à 3 % en Allemagne et proche de 4 % en Italie, en raison de l'ampleur des activités gazo-intensives.

Enfin, le second semestre 2022 sera jalonné d'importantes échéances politiques : après l'élection présidentielle française d'avril, l'Australie se préparera aux élections fédérales de début mai, suivies par les élections à la Chambre haute du Japon en juillet, l'élection présidentielle brésilienne en octobre et les élections de mi-mandat aux États-Unis en novembre.

LES RENDEMENTS À COURT TERME DE NOUVEAU ATTRAYANTS AUX ÉTATS-UNIS



Les taux américains à 2 ans progressent

de **100 PB**
en un mois pour
atteindre
2,60 %

Après l'ajustement significatif des taux d'intérêt dans un contexte de tensions inflationnistes, les anticipations de hausses des taux des banques centrales semblent bien intégrées par les marchés. Les marchés de crédit restent intéressants, avec des fondamentaux solides qui devraient limiter le risque d'élargissement des *spreads*.

BANQUES CENTRALES

Depuis la fin 2021, l'évolution du positionnement des principales banques centrales face aux pressions inflationnistes a conduit les marchés à anticiper des hausses de taux significatives. Nous considérons que ces anticipations sont justifiées et devraient se concrétiser. Ainsi, les taux des Fed Funds devraient être proches de 2,5 % en fin d'année. Du côté de la Banque centrale européenne (BCE), le taux de dépôt devrait redevenir positif (il est négatif depuis 2014 et s'établit actuellement à -0,50 %), même si le contexte est plus incertain.

COURBE DES TAUX

Après plusieurs mois d'aplatissement dû à la volonté de la Réserve fédérale de durcir les conditions monétaires et financières, la courbe des taux américains pourrait désormais se pentifier. Nous indiquons ci-après certains facteurs susceptibles de conduire à ce résultat, avec des scénarios haussiers et baissiers pour les obligations.

Scénarios haussiers

- Une détérioration des perspectives pour le consommateur est susceptible de peser sur les anticipations de croissance et de limiter le nombre des hausses de taux.

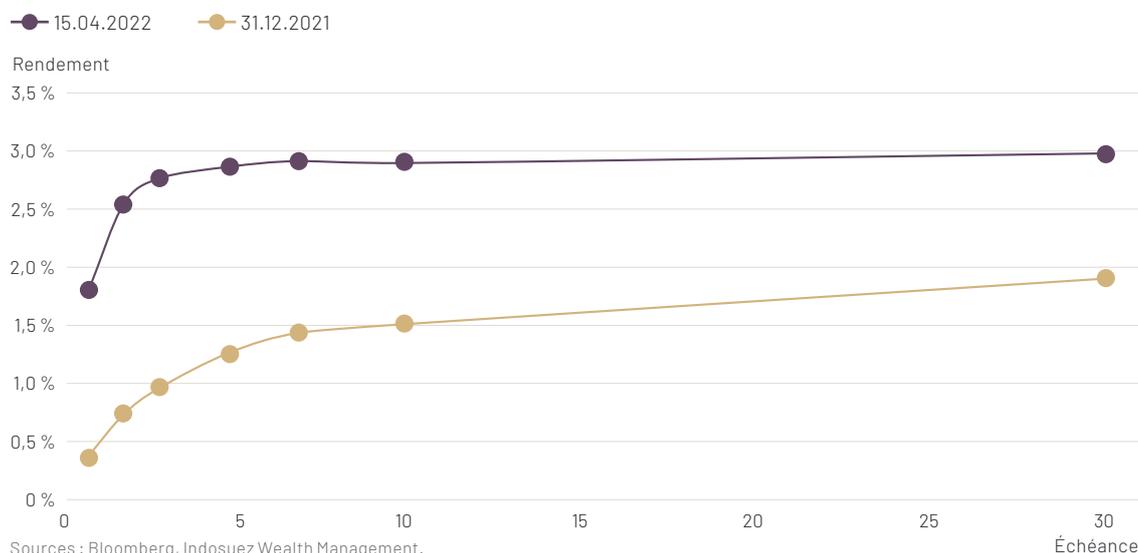
- Une résorption des difficultés de la chaîne logistique et/ou des tensions géopolitiques atténuerait les pressions inflationnistes, notamment celles liées aux matières premières.

Scénarios baissiers

- Expansion des primes de terme en raison d'un resserrement quantitatif agressif.
- Désancrage des anticipations d'inflation à long terme.

Sur le marché des bons du Trésor américain, les valorisations sont plus attrayantes (graphique 4). La partie courte de la courbe offre actuellement des niveaux de portage intéressants, qui peuvent jouer le rôle d'amortisseur si les taux continuent à augmenter, ou si la courbe des taux américains se pentifie dans le sillage du resserrement quantitatif. Concernant la courbe des taux en euro, les points morts restent très bas (environ 10 points de base sur un horizon d'un an), malgré la hausse des rendements observée depuis le début de l'année. Ils n'offrent donc aucune protection, d'autant que la volatilité des taux demeure élevée.

GRAPHIQUE 4 : ÉVOLUTION DE LA COURBE DES TAUX AMÉRICAINS DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE 2022, %





INFLATION

Sur le front de l'inflation (et de ses composantes), les États-Unis et l'Europe se trouvent dans des situations fondamentalement différentes. Les trajectoires d'inflation qui en résultent (observées et anticipées) expliquent en partie nos positionnements sur les courbes de taux des deux régions. En ce qui concerne les États-Unis, le consensus considère que le pic est proche. En mars, l'IPC américain s'est montré particulièrement vigoureux, + 8,5 % en glissement annuel (GA), l'indice d'inflation *sticky-price* de la Fed d'Atlanta (un panier pondéré d'articles dont le prix évolue relativement lentement) ayant quant à lui augmenté de 4,7 % GA. L'accélération des prix pourrait toutefois commencer à fléchir, l'IPC de base (hors énergie et denrées alimentaires) ayant progressé à un rythme plus lent en mars (0,3 %) qu'en février (0,5 %).

En Europe, la situation est différente et l'inflation (7,4 % GA en mars) devrait se stabiliser à un niveau élevé au cours des prochains mois. Par rapport aux États-Unis, l'énergie représente une contribution plus importante et pourrait être une source d'ajustement dans un avenir proche. De manière évidente, la vulnérabilité énergétique de l'Union européenne (UE) et la situation géopolitique actuelle réduisent la visibilité pour les mois à venir. Dans ce contexte, un choc énergétique plus prononcé ne peut être totalement exclu.

Les marchés de l'inflation tiennent déjà parfaitement compte de cette situation. Les *swaps* d'inflation sont supérieurs à 2 % sur toutes les échéances et anticipent une inflation élevée à court terme dans les deux régions. La courbe des *swaps* européens, fortement réévaluée le mois dernier, est désormais inversée. Ces éléments confirment notre conviction, selon laquelle les points morts d'inflation comportent un potentiel de hausse limité aux États-Unis, tandis que

l'incertitude domine en Europe. Aux États-Unis, les points morts d'inflation à 2 ans et à 5 ans ont même corrigé depuis la fin mars. Par conséquent, les taux nominaux pourraient rester volatils des deux côtés de l'Atlantique et progresser à nouveau dans les semaines à venir.

MARCHÉS DE CRÉDIT

Les marchés de crédit s'avèrent très volatils en 2022. Cela s'explique par deux raisons principales. Premièrement : la forte remontée des taux sans risque, depuis plusieurs mois aux États-Unis et plus récemment en UE. Deuxièmement : la crise géopolitique en Ukraine, qui a poussé les *spreads* à la hausse. Nous réitérons notre opinion positive sur les marchés à *bêta* élevé (*high yield* européen et dette subordonnée), tout en restant prudents sur les durations longues.

Notre opinion est étayée par des éléments à la fois fondamentaux et techniques. Tout d'abord, les rendements se situent à des niveaux attractifs, notamment sur le segment *high yield* en euro, où les indices ont atteint 4 % au cours des dernières semaines. Deuxièmement, les émetteurs ont retrouvé des bilans robustes après la crise de la COVID-19. Que ce soit en termes d'endettement, de couverture des intérêts ou de trésorerie, ils s'avèrent en moyenne solides et pourraient supporter, dans une certaine mesure, une détérioration des perspectives macroéconomiques. En outre, les taux de défaut sur les 12 derniers mois sont compris entre 1 % et 2,6 %, tout comme les taux anticipés par les analystes et les agences de notation. Cela étant dit, les taux de défaut impliqués par les *spreads* actuels s'établissent à 5,5 %, ce qui constitue une compensation du risque appropriée. Nous observons néanmoins que les flux sont négatifs depuis le début de l'année et que les marchés *high yield* n'ont pas proposé de nouvelle émission depuis huit semaines.

Malgré l'impressionnant rebond de l'indice MSCI World depuis le plongeon consécutif à l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les inquiétudes liées à l'envolée des matières premières, à la hausse des niveaux d'inflation et au ralentissement de la croissance renforcent les craintes de stagflation. Les banques centrales ont privilégié la lutte contre l'inflation au détriment du soutien à la croissance du PIB, ce qui a entraîné une hausse des rendements à 10 ans. Le cycle de resserrement agressif de la Fed, combiné à la guerre en Ukraine et aux confinements liés à la COVID-19 en Chine, fait peser des risques baissiers sur les marchés actions et devrait se traduire par une volatilité structurellement élevée.



Estimation de croissance des bénéfices proche de

10 %

PAR AN
aux États-Unis

BÉNÉFICES ET VALORISATIONS

De manière étonnante, les estimations de bénéfices continuent d'être révisées à la hausse, ce qui est un facteur positif pour le marché. Cependant, il semble que ces révisions positives soient principalement le fait des secteurs du pétrole et des matières premières, tandis que les prévisions des secteurs de l'industrie et de la consommation continuent de chuter au premier trimestre 2022. En outre, les indicateurs avancés tels que les ratios de préannonce ou le ratio hausse/baisse sont orientés négativement, ce qui suggère une saison des résultats du premier trimestre 2022 mitigée.

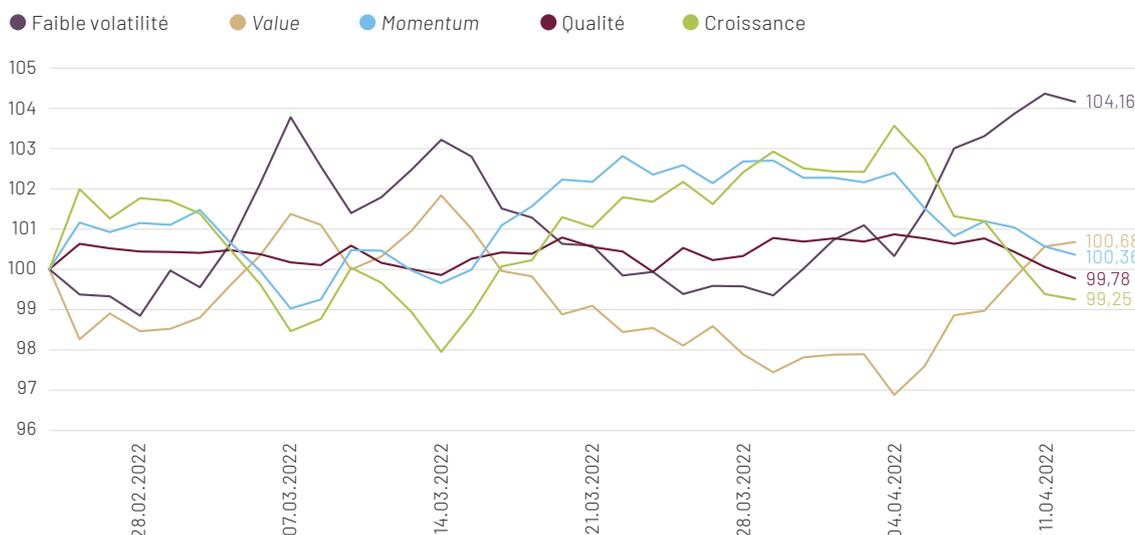
Les valorisations, qui avaient retrouvé des niveaux attrayants, se sont considérablement dégradées. Le vigoureux rebond des rendements US à 10 ans a rapidement détérioré la prime de risque des actions et les rendements réels, même si les niveaux absolus (en termes de ratio C/B) intègrent déjà une décote non négligeable (principalement en Europe et dans les marchés émergents).

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine semble mieux immunisée contre la guerre en Ukraine, en raison de son éloignement géographique et de sa moindre dépendance aux importations de pétrole et de gaz. Parallèlement, le consensus des analystes anticipe toujours une croissance des bénéfices proche de 10 % par an au cours des deux prochaines années. Cependant, le marché américain souffre de la politique monétaire de plus en plus agressive de la Fed, qui a propulsé les taux à long terme à des sommets de 3 ans.

Cette hausse des taux longs rend les valeurs de croissance particulièrement volatiles, ce qui incite à la prudence. Les valeurs de qualité devraient en revanche mieux performer en cas de retournement du cycle économique (graphique 5).

GRAPHIQUE 5 : PERFORMANCE RELATIVE DES FACTEURS AU SEIN DE L'INDICE MSCI US



Remarque : Le positionnement plus agressif de la Fed a favorisé les titres Value. Depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les facteurs Qualité et Faible volatilité ont sans surprise retrouvé une certaine dynamique.

Sources : Bloomberg, MSCI, Indosuez Wealth Management.



EUROPE

L'incertitude économique continue de dominer en Europe dans le sillage de la guerre en Ukraine (rupture de la chaîne logistique, hausse des coûts de l'énergie et des matières premières).

Par conséquent, nous privilégions la prudence sur les marchés européens : les valorisations sont attrayantes (par rapport aux moyennes historiques, mais aussi par rapport aux États-Unis et/ou aux marchés obligataires), mais l'avenir nous réserve probablement des révisions à la baisse des bénéfices par action (BPA) durant la saison des résultats du premier trimestre 2022.

Dans ce contexte, nous confirmons notre préférence relative pour les marchés britanniques, nordiques et suisses au détriment des marchés de la zone euro.

MARCHÉS ÉMERGENTS

Confrontées à la pire vague épidémique depuis le premier trimestre 2020, les grandes villes chinoises ont rétabli, dans le cadre de leur politique « zéro COVID », les mesures de confinement. Cette politique particulièrement stricte a pesé sur les perspectives économiques de l'année 2022 et entraîné une révision à la baisse des prévisions de croissance.

À ce stade, la politique de relance monétaire et budgétaire des autorités chinoises est maintenue. Nous attendons de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire de la part du gouvernement au cours des prochaines semaines (éventuellement sous forme de baisses de taux).

Malgré la forte volatilité des marchés boursiers asiatiques, nous restons concentrés sur les fondamentaux des entreprises et demeurons confiants pour l'année 2022.

STYLE : ASSISTERONS-NOUS À UN DÉCOUPLAGE ENTRE CROISSANCE ET QUALITÉ ?

La volatilité restera élevée dans ce nouveau régime de marché, ce qui implique une prime pour les actions de qualité et les titres peu volatils. Selon nous, les entreprises de qualité se caractérisent par les thèmes suivants : des marges élevées et stables, un solide pouvoir de fixation des prix, un bilan robuste et une croissance régulière. Nous considérons les « dividendes stables et croissants » comme une autre source d'alpha dans cet environnement, et intégrons ce thème dans notre approche globale du segment Qualité.

Sur le segment *Value*, nous conservons une part importante de notre exposition aux valeurs pétrolières et aux matières premières en raison de solides révisions de bénéfices. Nous restons toutefois préoccupés par certaines industries cycliques.

Le style *Value* restera très volatil tant que le risque géopolitique dominera, mais il peut s'avérer attrayant s'il est associé à des actions de qualité dans le cadre d'une stratégie *barbell*.

Plombé par une banque centrale plus déterminée que jamais à relancer l'économie, le yen japonais a atteint un point bas de plusieurs décennies. Le yuan chinois a abandonné une partie de ses gains récents, tandis que l'euro reste sous pression en raison de la guerre en Ukraine, une éventuelle reprise étant reportée (au mieux) au second semestre. La corrélation entre l'or et les rendements réels est mise à mal, tandis que rien ne semble pouvoir entraver la hausse des devises liées aux matières premières.



L'EURO
demeure
obstinément
FAIBLE

JPY

Saut en chute libre sans parachute.

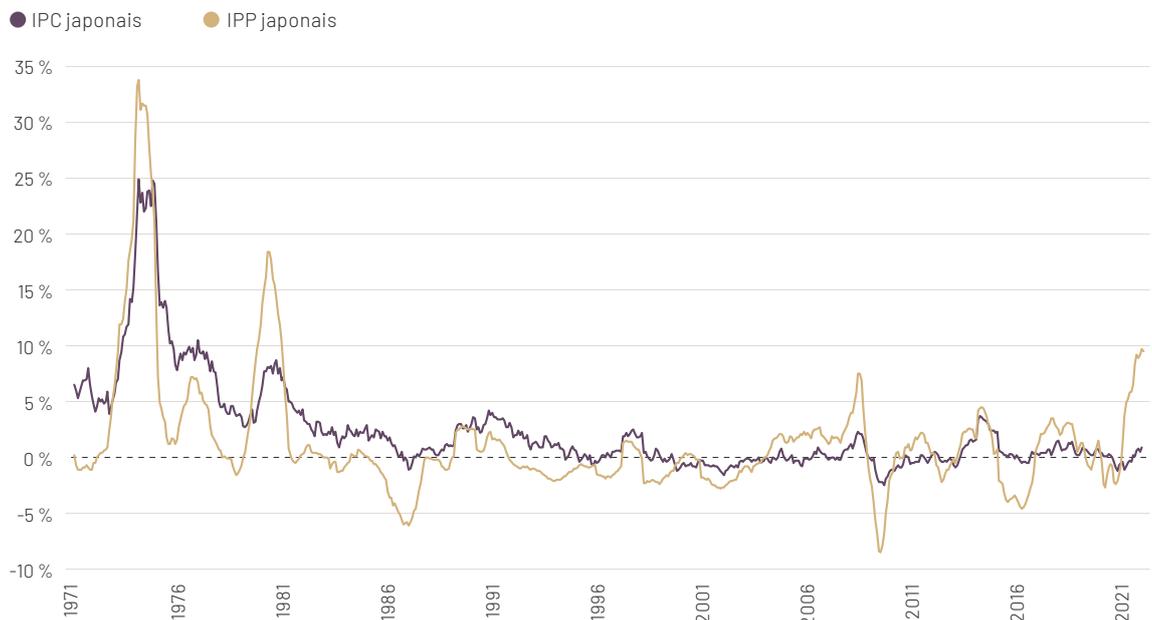
Après un dérapage brutal, le yen poursuit sa chute à l'heure où nous écrivons ces lignes. Cette situation résulte d'une trop faible inflation, qui empêche la Banque du Japon (BoJ) de resserrer sa politique monétaire. Cela peut paraître surprenant au vu de la hausse des coûts – la flambée des prix de l'énergie (que le Japon importe massivement) et l'effondrement du yen se traduisent par une hausse des prix de gros atteignant son rythme le plus rapide depuis 40 ans. Cependant, deux décennies d'inflation ultra-faible ont détruit la capacité des entreprises japonaises à répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs. Le résultat ? Un indice des prix à la production (autrement dit, des coûts pour les entreprises) qui s'envole, mais un indice des prix incapable de décoller. Tant que les entreprises japonaises ne changeront pas de comportement, la BoJ et le gouvernement ne seront guère incités à freiner la chute du yen (graphique 6).

EUR

Reprise repoussée au second semestre.

Malgré de multiples tentatives de franchissement du seuil de 1,12 EUR/USD, alimentées par la réticence de la BCE à se montrer plus accommodante et l'échec des négociations de paix en Ukraine, l'euro reste obstinément faible et menace de tester les planchers de ces 20 dernières années, situés à 1,06 et 1,03. Alors que l'espoir d'un cessez-le-feu en Ukraine s'éloigne, toute reprise éventuelle est repoussée au troisième, voire au quatrième trimestre 2022, lorsque la perspective d'un retour à zéro des taux de dépôt de la BCE attirera les liquidités qui se sont retirées lorsque les taux sont devenus négatifs pour la première fois en 2014.

GRAPHIQUE 6 : INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION (IPC) ET INDICE DES PRIX À LA PRODUCTION (IPP) AU JAPON, GA, %



Sources : Bloomberg, ministère japonais des Affaires intérieures et des Communications, Indosuez Wealth Management.

CNY

Dissipation de la surperformance.

Après une longue phase de renforcement régional, le yuan a enfin subi des prises de bénéfices. La Banque populaire de Chine est parvenue à freiner la pression exercée via le *fixing* quotidien, alors que le yen japonais malmené est devenu une source de préoccupation évidente pour la compétitivité des exportations en Asie.

Compte tenu des craintes d'un ralentissement de la croissance du PIB chinois induit par les mesures de confinement, un assouplissement du RRR (ratio de réserves obligatoires) se profile. En conséquence, la prime de rendement des obligations d'État à 10 ans, autrefois attrayante par rapport aux rendements américains à 10 ans, s'est réduite à zéro.

D'un point de vue technique, le récent retracement de la paire USD/CNY au-dessus du niveau de 6,3850 suggère une correction plus importante vers la zone de résistance de 6,50-6,60 (au minimum), tandis que le FOMC poursuit son resserrement monétaire agressif.

DEVISES LIÉES AUX MATIÈRES PREMIÈRES

Inarrêtables.

La fragmentation des marchés mondiaux de l'énergie et des matières premières, le renforcement des barrières commerciales par le biais de sanctions ou de droits de douane et le regain d'intérêt pour « l'autosuffisance » suggèrent que les prix des matières premières resteront élevés, même si la Russie et l'Ukraine parviennent à un accord de paix.

Le dollar australien, le dollar canadien et la couronne norvégienne, qui se négocient encore (en valeur pondérée par les échanges commerciaux) 20 % en dessous des sommets atteints lors du précédent boom des matières premières (2012/2013) devraient dès lors continuer à se renforcer. Une inflation élevée et des économies robustes incitent les « faucons » des banques centrales à relever les taux, de sorte que le soutien monétaire est étroitement lié aux flux commerciaux. En conséquence, ces devises sont probablement loin d'avoir atteint des sommets.

OR

Rupture de la corrélation avec les rendements réels.

La corrélation entre le prix de l'or en dollar et les rendements réels à long terme aux États-Unis semble momentanément rompue. Alors que les rendements réels américains à 10 ans ont grimpé à 0 % pour la première fois depuis le début de la pandémie (depuis un plancher de -1,2 %), l'or a maintenu ses gains au-dessus de 1 900 USD, et même testé 2 000 USD ce mois-ci. Deux facteurs soutiennent le métal jaune.

Premièrement, une prime de risque géopolitique d'environ 200 USD/once, due à la guerre en Ukraine. Deuxièmement (et de manière plus importante), il est probable que les rendements réels négatifs (l'inflation américaine s'envole à 8,5 % en glissement annuel, tandis que les liquidités à un mois rapportent toujours moins de 1 %) provoquent une « réévaluation » du prix de l'or. Il est donc parfaitement naturel d'observer parfois une décorrélation. Bien que l'or soit susceptible de se corriger, nul ne sait cependant jusqu'où ira ce mouvement dans un avenir prévisible. Si les investisseurs pensent (ou craignent) que l'inflation est plus probable que la désinflation, la prudence plaide contre le fait d'être positionné à la baisse sur l'or.



La croissance mondiale devrait s'établir entre

3-3,5 %
EN 2022

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : révisée à la baisse dans la plupart des régions, en raison de l'inflation des matières premières et des incertitudes géopolitiques qui affectent la confiance des entreprises et des consommateurs, ainsi que de la politique « zéro COVID » et du désendettement en Chine. La croissance mondiale devrait s'établir entre 3 et 3,5 % en 2022, avec une quasi-stagnation dans certaines économies de la zone euro au second semestre et une meilleure résistance des États-Unis, grâce à une économie domestique plus robuste et à une moindre dépendance énergétique. La politique budgétaire restera accommodante, tandis que les plans d'investissement dans la sécurité, la défense et la transition énergétique s'accroissent.
- **Inflation** : autour de 6 % aux États-Unis et en Europe en 2022, avec le risque d'un plateau durable suivi d'une décline plus lente que prévu, ce qui menace l'hypothèse d'un IPC de base avoisinant 2,5 % en 2023. L'hypothèse d'une inflation durablement élevée nous incite à anticiper des effets de second tour sur les salaires (notamment aux États-Unis).
- **Banques centrales** : accélération des hausses de taux pour contrer les pressions inflationnistes : la BCE devrait mettre fin aux taux négatifs au second semestre 2022, tandis que les taux des fonds fédéraux aux États-Unis devraient atteindre 2,5 % d'ici la fin de l'année, après une

hausse de 0,5 % en mai. Les banques centrales des marchés émergents continueront à relever leurs taux, mais leurs cycles de hausses s'arrêteront au moment où ceux des économies avancées débiteront. Aux États-Unis, la réduction du bilan de la Fed commencera au début de l'été, faisant peser un risque sur la partie longue de la courbe.

- **Bénéfices et marges** : la croissance des BPA devrait logiquement reculer en raison du ralentissement de la croissance et de la hausse des pressions sur les marges, mais la dynamique de révision des bénéfices a paradoxalement bien résisté jusqu'à présent. Nous prévoyons une stagnation des BPA en zone euro et une meilleure résistance (progression d'environ 5 %) aux États-Unis. Les révisions négatives se poursuivent en Chine, tandis que les exportateurs de matières premières du monde émergent profitent de révisions bénéficiaires positives.
- **Risques géopolitiques** : niveau de risque élevé, avec un conflit en Ukraine susceptible de perdurer et de fortes incertitudes électorales dans la zone euro. Dans ce contexte, les investisseurs institutionnels privilégient les actions américaines par rapport à leurs homologues européennes. Le second semestre verra le retour du risque politique au Japon, ainsi qu'aux États-Unis avec les élections de mi-mandat. En Europe, le Royaume-Uni et la Suisse offrent des opportunités de diversification.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

- Approche neutre sur les actifs risqués au sein des portefeuilles.
- Exposition aux actions partiellement arbitrée de la zone euro vers les actions du Royaume-Uni, de la Suisse et des États-Unis.
- Dans ce contexte, préférence pour les titres de qualité, les titres *Value* et les dividendes par rapport aux valeurs de Croissance et de durée longue ; les Cycliques telles que les valeurs industrielles restent vulnérables en raison de la hausse des coûts des intrants.
- Maintien d'une durée modérée, car le resserrement quantitatif pourrait entraîner une pentification des courbes de taux ; préférence pour la partie courte de la courbe américaine, où le partage peut compenser les mouvements de taux défavorables.
- Au sein du crédit, le risque idiosyncratique augmente, mais aucune vague de défauts ou de problèmes de refinancement ne se profile à l'horizon. Nous maintenons notre opinion positive sur les obligations à haut rendement et les obligations financières de durée courte.
- Il est trop tôt pour être baissier sur le dollar par rapport à l'euro et pour acheter de la dette émergente en devise locale. La vigueur du dollar devrait toutefois s'estomper, tandis que le yuan pourrait faiblir modérément pour refléter les difficultés macroéconomiques et une politique monétaire plus accommodante.

CONVICTIONS CLÉS

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

Source : Indosuez Wealth Management.

08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 21 AVRIL 2022



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PBS)	VARIATION ANNUELLE (PBS)
Bons du Trésor américain 10A	2,91 %	53,77	139,94
France 10A	1,40 %	42,30	120,70
Allemagne 10A	0,95 %	41,60	112,70
Espagne 10A	1,90 %	48,50	133,30
Suisse 10A	0,89 %	38,50	102,60
Japon 10A	0,25 %	2,30	18,20

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	36,27	-0,68 %	-7,52 %
Emprunts d'État en EUR	207,49	-2,02 %	-5,06 %
Entreprises haut rendement en EUR	202,55	-0,75 %	-5,19 %
Entreprises haut rendement en USD	309,71	-1,75 %	-6,83 %
Emprunts d'État américains	301,63	-1,86 %	-5,82 %
Entreprises émergentes	45,35	-1,97 %	-11,08 %

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	1,0329	0,97 %	-0,44 %
GBP/USD	1,3030	-1,19 %	-3,71 %
USD/CHF	0,9533	2,48 %	4,43 %
EUR/USD	1,0834	-1,48 %	-4,71 %
USD/JPY	128,38	4,93 %	11,56 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	22,68	1,01	5,46

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4 393,66	-2,80 %	-7,82 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 627,95	2,15 %	3,30 %
Stoxx Europe 600	461,57	1,88 %	-5,38 %
Topix	1 928,00	-2,70 %	-3,23 %
MSCI World	2 959,92	-2,68 %	-8,41 %
Shanghai SE Composite	3 995,83	-6,01 %	-19,12 %
MSCI Emerging Markets	1 086,93	-4,40 %	-11,78 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 571,06	-2,53 %	20,71 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	230,40	-1,52 %	-16,43 %
MSCI Asia Ex Japan	686,84	-5,09 %	-12,98 %
CAC 40 (France)	6 715,10	2,43 %	-6,12 %
DAX (Allemagne)	14 502,41	1,60 %	-8,70 %
MIB (Italie)	24 805,62	1,66 %	-9,29 %
IBEX (Espagne)	8 814,60	6,13 %	1,16 %
SMI (Suisse)	12 301,33	1,40 %	-4,46 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	5 159,00	4,33 %	13,43 %
Or (USD/Oz)	1 951,62	-0,31 %	6,69 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	103,79	-7,61 %	38,00 %
Argent (USD/Oz)	24,62	-4,94 %	5,43 %
Cuivre (USD/Tonne)	10 285,00	-0,62 %	5,81 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	6,96	28,81 %	86,51 %

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

RENDEMENT MENSUEL DES INDICES, HORS DIVIDENDES

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

JANVIER 2022	FÉVRIER 2022	MARS 2022	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (21 AVRIL 2022)
7,29 %	4,73 %	12,25 %	2,15 %	20,71 %
2,43 %	0,39 %	3,58 %	1,88 %	3,30 %
1,08 %	-0,08 %	3,15 %	-1,52 %	-3,23 %
-1,93 %	-0,47 %	2,52 %	-2,53 %	-5,38 %
-3,12 %	-2,40 %	0,77 %	-2,68 %	-7,82 %
-3,88 %	-2,65 %	0,61 %	-2,70 %	-8,41 %
-4,84 %	-3,06 %	-2,52 %	-2,80 %	-11,78 %
-5,26 %	-3,14 %	-2,93 %	-4,40 %	-12,98 %
-5,34 %	-3,36 %	-6,84 %	-5,09 %	-16,43 %
-7,62 %	-10,33 %	-7,84 %	-6,01 %	-19,12 %

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

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE





AIE : Agence internationale de l'énergie.

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

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

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

BNEF : Bloomberg New Energy Finance.

BPA : Bénéfice par action.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

IRENA : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

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

ISR : Investissement socialement responsable.

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

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

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

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

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

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

OMC : Organisation mondiale du commerce.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B91.986, un établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, Milan, Italie, inscrite au Registre des Banques n°. 8097, code fiscal et numéro d'enregistrement au Registre du Commerce de Milan, Monza Brianza et Lodi n. 97902220157 ;
- **au sein de l'Union européenne** : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'Industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S0034, agrément : EC/2012-08 ;
- **en Suisse** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pellì 3, 6900 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Brochure est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Brochure ;
- **dans la Région administrative spéciale de Hong Kong** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571)(SFO). La Brochure est susceptible d'être distribuée exclusivement à des Investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme) (Cap. 571D) ;
- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No.FAA-G07 des Autorités monétaires de Singapour, ou Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour, chapitre 289. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **à Dubaï** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower - Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- **à Abu Dhabi** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- **autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette publication. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

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

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

Crédits photos: iStock.

Achevé de rédiger le 22.04.2022.

