

A close-up photograph of a water droplet resting on a flower petal. The background is a warm, reddish-orange color, and the lighting creates a soft glow around the droplet.

MONTHLY HOUSE VIEW

Mars 2022

Focus

Les marchés émergents dans un monde en voie de normalisation

• Table des matières

01•	Éditorial LE PRIX DE L'INFLATION	P3
02•	Focus LES MARCHÉS ÉMERGENTS DANS UN MONDE EN VOIE DE NORMALISATION	P4
03•	Macroéconomie INFLATION : UN DILEMME DE CAUSALITÉ	P6
04•	Obligations UN DÉBUT D'ANNÉE HISTORIQUE	P8
05•	Actions LA FED A PRIS LES MARCHÉS PAR SURPRISE	P10
06•	Devises VOLATILITÉ LIÉE AUX BANQUES CENTRALES	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,

L'inflation continue de surprendre à la hausse. Cette dynamique n'est peut-être pas une surprise quand on constate la flambée des prix de l'énergie, et chacun peut aisément faire le lien entre inflation, hausse des prix du pétrole et du gaz, et tensions géopolitiques. Ce qui peut avoir tendance à nourrir à nouveau le narratif d'une inflation temporaire, causée par l'énergie, amenée à décroître rapidement.

Cette idée nous semble risquée à plusieurs titres, au vu des derniers chiffres d'inflation américaine. D'une part, parce que ces chiffres montrent une diffusion de la hausse des prix à une grande majorité de composantes. D'autre part, parce qu'on peut suspecter un mécanisme de réaction des salaires à l'inflation et vice versa, qui nous rapprocherait d'un phénomène entretenu, du moins plus durable qu'anticipé. Avec une progression plus modérée des salaires en Europe, nous en sommes encore très loin, mais le niveau bas du chômage du vieux continent pourrait conduire à une accélération dans les trimestres à venir. Il s'agit donc d'être prudent sur la nature dynamique de ce processus et d'observer les réactions en chaîne à l'œuvre.

Ce phénomène inflationniste pourrait avoir un impact sur la croissance. En effet la réalité du pouvoir d'achat des classes moyennes remet en question la thèse de l'excédent d'épargne de la COVID-19. Les ménages à revenus modestes subissent de plein fouet la hausse du prix du carburant, ce qui conduit à la hausse des revendications salariales et à des arbitrages de consommation. C'est ce qui fait défaut aujourd'hui dans un scénario relativement consensuel et optimiste sur la croissance mondiale, qui ne serait pas affectée à ce stade par l'inflation et par les remontées de taux.

C'est sans doute un élément de préoccupation entrant dans l'équation des banques centrales, qui ne procéderont peut-être pas à l'ensemble des hausses de taux que le marché anticipe aujourd'hui.

La Fed et la Banque centrale européenne (BCE) ont beaucoup de zones de divergences, qui ont trait autant aux différences de contexte économique qu'à la spécificité de leur mission. Mais elles ont sans doute en commun le fait de vouloir éviter de provoquer une récession ou un retournement violent des marchés par une normalisation surdimensionnée, si la croissance venait à donner des signes de faiblesse.

Or, la politique monétaire est loin d'être neutre pour les marchés, mais un paradoxe demeure. S'il était admis que l'action des banques centrales avait permis un fort rétablissement du prix des actifs financiers dès le printemps 2020, il est moins communément accepté qu'une normalisation monétaire se traduise par un ajustement des marchés actions et des *spreads* des obligations d'entreprise, même si c'est bien ce qui se produit depuis janvier.

Certains signes de faiblesse consécutifs aux tensions inflationnistes commencent aussi à faire jour dans les entreprises. Jusqu'ici, elles n'avaient cessé de battre des records de croissance et de rentabilité, répondant aux hausses de coûts par des hausses de prix pour soutenir leurs marges. Les résultats du quatrième trimestre sont au firmement, mais la tendance pour 2022 fait l'objet de prudence de la part des dirigeants d'entreprises, tandis que les valeurs industrielles voient leur niveau de marge décroître.

Ce début d'année incite donc à faire preuve d'humilité et de pragmatisme face à une réalité changeante, dont les tendances semblent moins établies, et dans un régime de risque plus élevé.

Baucoup d'enjeux sont concentrés sur ce mois de mars qui apportera des réponses sur la stratégie adoptée sur les banques centrales. Si l'économie tient, la Fed engagera la remontée annoncée des taux. A l'inverse, si l'environnement international, la volatilité des marchés ou la tendance économique se dégradent, ce sera l'occasion de vérifier si le « *Greenspan put*¹ » est toujours présent...

1- Littéralement « option de vente sur *Greenspan* » : l'idée que la Fed redevient accommodante dès que les conditions financières se dégradent (expression née après le krach de 1987 quand Alan Greenspan est venu au secours des marchés).

LES MARCHÉS ÉMERGENTS DANS UN MONDE EN VOIE DE NORMALISATION

Alors que les États-Unis entament leur processus de resserrement monétaire, il s'avère essentiel de distinguer les divers marchés émergents en fonction de la réactivité de leur politique économique et de la solidité de leurs fondamentaux. La Fed n'est qu'un enjeu parmi d'autres, car les prix du pétrole, l'impact de la pandémie et la gestion des déséquilibres macroéconomiques seront déterminants pour les marchés émergents en 2022.



3 CANAUX PRINCIPAUX

impactent
les marchés
émergents

Alors que la Fed compte relever ses taux d'intérêt et mettre fin à ses achats d'obligations en mars, les plans de sortie de crise de certains marchés émergents pourraient s'en trouver compliqués.

Une hausse des taux d'intérêt américains est susceptible d'impacter les économies émergentes via trois canaux principaux².

- **Le canal financier** : le resserrement de la Fed a historiquement entraîné des sorties de capitaux des marchés émergents, les investisseurs déplaçant leurs dollars vers des bons du Trésor américain sans risque au rendement devenu plus attractif. En 2013, le *taper tantrum* a frappé les marchés émergents en réduisant drastiquement les entrées de capitaux, en particulier sur les marchés des « Cinq fragiles » de l'époque (Afrique du Sud, Brésil, Inde, Indonésie et Turquie). Dans une moindre mesure, le même phénomène a été observé lorsque la Fed a commencé à réduire son bilan en 2018.
- **Le canal du taux de change/monétaire** : ces sorties de capitaux pèsent à leur tour sur les devises des marchés émergents dotés d'un régime de change flexible, ce qui est notamment le cas des pays vulnérables présentant des déficits structurels de la balance courante et/ou de faibles réserves de change. Pour les pays dotés d'un régime de change fixe (ou dont la devise est attachée à une devise forte), l'impact est beaucoup plus brutal et les banques centrales devront relever leurs taux en tandem avec la Fed, ce qui pénalisera leur économie.
- **Le canal commercial** : il s'agit des répercussions d'une baisse de la demande intérieure américaine sur les exportations des plus grands partenaires commerciaux des États-Unis.

UN SCÉNARIO DIFFÉRENT CETTE FOIS-CI ?

Si les temps ont changé depuis 2013 (le déficit de la balance courante des « Cinq fragiles » s'établit à 1,3 % du PIB, contre 4,4 % en 2013), l'économie mondiale se remet à peine d'un choc sans précédent qui a fortement détérioré les bilans et il est essentiel d'adopter une approche discriminante des marchés émergents. À ce stade, leurs devises n'ont pas été significativement impactées par le ton agressif de la Fed et certaines ont même été soutenues par la hausse des prix des matières premières (Afrique du Sud). D'autre part, plusieurs banques centrales émergentes ont commencé à relever leurs taux directeurs avant la Fed, de sorte que la normalisation américaine ne réduira sans doute pas l'attrait du portage. Sans compter que du côté américain, les prochaines hausses de taux ne seront pas forcément suffisantes pour inciter les gérants de portefeuille à se détourner des marchés émergents. Enfin, sur le plan commercial, la demande liée aux importations américaines sera également affectée par le basculement de la consommation, aux États-Unis, des biens (notamment les biens importés) vers les services (principalement locaux, car le retour des touristes étrangers sera progressif).

Dans ce contexte mouvant dominé par le resserrement monétaire aux États-Unis, nous identifions quatre groupes de marchés émergents présentant différents degrés de risque (tableau 1, page 5).

Les « chanceux », que nous divisons en deux sous-groupes. Le premier sous-groupe inclut les pays du Moyen-Orient dont la devise est attachée au dollar. Ces pays subiront un resserrement monétaire, mais la hausse des prix du gaz et du pétrole devrait absorber l'augmentation des coûts de financement et améliorer les équilibres budgétaires. Le deuxième sous-groupe rassemble les pays de l'ASEAN (Thaïlande, Indonésie, Malaisie et Philippines) dans lesquels l'impact du resserrement monétaire américain se limite à l'appréciation modérée du dollar, car leurs fondamentaux macroéconomiques restent relativement sains.

2 - M. Iacoviello et G. Navarro (mai 2018), *Foreign Effects of Higher US Interest Rates* (« Incidences de la hausse des taux américains sur les pays étrangers »).

Les « précurseurs », déjà contraints à un durcissement monétaire. Ces pays ont lancé le processus de normalisation de manière précoce pour lutter contre l'inflation et stabiliser leurs devises, parfois au détriment de la croissance du PIB à court terme. Il s'agit notamment de l'Afrique du Sud, du Brésil et de la Russie, qui ont tous agi très tôt et agressivement, signalant ainsi leur détermination à gérer les anticipations d'inflation. Le Mexique, la Hongrie, le Chili et la Pologne ont ajusté leur politique monétaire plus tard, mais ont depuis accéléré les hausses de taux afin de contrer l'inflation.

Les pays menacés par le ralentissement du commerce avec les États-Unis. Il s'agit de marchés émergents pour lesquels les importations américaines représentent plus de 15 % du commerce extérieur. Les pays les plus impactés (notamment le Mexique) sont en Amérique latine. La Chine pourrait également souffrir d'une contraction des importations en provenance des États-Unis, mais nous pensons qu'elle constitue un cas à part – la Chine n'est plus traitée comme une économie émergente par les marchés financiers –, privilégiant l'assouplissement de sa politique pour compenser l'impact récessif du désendettement du secteur immobilier.

Les pays affichant des déséquilibres macroéconomiques importants. Dans un contexte de hausse des prix de l'énergie, les pays dont les importations de pétrole représentent un pourcentage élevé des importations totales risquent de voir leur devise faiblir en 2022 en raison du gonflement du déficit de leur balance courante. Malgré d'importantes réserves de change et un déficit de la balance courante limité, l'Inde court ainsi un double risque de détérioration de sa balance commerciale (le pétrole représente 30 % des importations) et de montée de l'inflation en cas de flambée prolongée des prix du pétrole. Enfin, à un niveau nettement plus risqué, les déficits jumeaux³ et les faibles niveaux de vaccination de l'Égypte, ainsi que les problèmes d'hyperinflation en Turquie, incitent les investisseurs à la prudence sur ces marchés, où les vulnérabilités existantes pourraient être accentuées en période de normalisation de la politique américaine.

TABLEAU 1 : CARTOGRAPHIE DES RISQUES DES MARCHÉS ÉMERGENTS, %

MARCHÉS ÉMERGENTS	SOLDE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES 2022, % PIB	DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES 2022, % PIB	BALANCE COURANTE 2022, % PIB	INFLATION 2022, %	% DES IMPORTATIONS AMÉRICAINES DANS LES EXPORTATIONS TOTALES	% DES IMPORTATIONS DE PÉTROLE DANS LES IMPORTATIONS TOTALES DE MARCHANDISES, 2020
LES CHANCEUX	Indonésie	-5 %	43 %	-1,0 %	3,4 %	11 %
	Koweït	1 %	11 %	13,3 %	3,0 %	0 %
	Malaisie	-4 %	70 %	3,7 %	2,0 %	11 %
	Philippines	-6 %	62 %	-1,8 %	2,9 %	15 %
	Qatar	6 %	53 %	11,6 %	0,1 %	2 %
	Arabie saoudite	-2 %	31 %	3,8 %	2,2 %	1 %
	Thaïlande	-3 %	60 %	2,1 %	0,8 %	15 %
	EAU	0 %	39 %	9,4 %	2,2 %	2 %
LES PRÉCURSEURS	Brésil	-7 %	90 %	-1,7 %	4,0 %	10 %
	Hongrie	-6 %	76 %	0,9 %	3,6 %	3 %
	Pologne	-2 %	53 %	1,6 %	2,6 %	3 %
	Russie	0 %	18 %	4,4 %	4,3 %	3 %
	Afrique du Sud	-7 %	72 %	-0,9 %	4,5 %	8 %
	Chili	-2 %	37 %	-2,2 %	3,4 %	14 %
DÉSÉQUILIBRES MACROÉCONOMIQUES IMPORTANTS	Égypte	-6 %	89 %	-3,7 %	7,0 %	5 %
	Inde	-10 %	89 %	-1,4 %	4,9 %	18 %
	Turquie	-6 %	38 %	-1,6 %	14,5 %	6 %
FORTE EXPOSITION AU COMMERCE AMÉRICAIN	Colombie	-6 %	68 %	-4,0 %	3,1 %	30 %
	Mexique	-4 %	60 %	-0,3 %	3,1 %	79 %
	Pérou	-4 %	37 %	0,1 %	2,6 %	16 %

Remarque : Pays appartenant au MSCI Emerging Markets, à l'exclusion de la Chine et de la Corée du Sud.

Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI, ITC Trade Map, Banque mondiale, Indosuez Wealth Management.

3 - Déficits jumeaux : déficit du budget de l'État associé à un déficit de la balance courante.



La forte hausse des prix observée aux États-Unis et en zone euro incite les économistes à relever leurs prévisions d'inflation, tandis que les projections de croissance restent plutôt stables. De fait, la hausse des prix s'explique en partie par le redressement de la demande, mais aussi par des effets exogènes (impacts temporaires des tensions de la chaîne logistique et des prix des matières premières). Elle pourrait donc, après l'envoie de la demande de biens aux États-Unis en début d'année, freiner la consommation à l'avenir.



INFLATION SUR LES DEUX CONTINENTS

Le salaire horaire
moyen en hausse :

5,7 %
sur un an
aux États-Unis

Les chiffres de l'inflation ont dépassé les attentes du consensus en janvier, tant aux États-Unis (7,5 % en glissement annuel, contre 7,3 % attendu) que dans la zone euro (5,1 % en glissement annuel, contre 4,4 %). La hausse des prix s'est toutefois concentrée sur l'alimentation et l'énergie en zone euro, tandis qu'elle a concerné les secteurs de base de l'ensemble des biens et services aux États-Unis. Le début d'une boucle prix-salaires commence en outre à se manifester aux États-Unis (le salaire horaire moyen a augmenté de 5,7 % sur un an en janvier), alors que la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre reste modeste au sein de la zone euro (2,5 % au troisième trimestre 2021).

Nous estimons que la hausse des prix du pétrole et les pénuries d'approvisionnement continueront à avoir un impact au premier trimestre 2022.

L'inflation devrait ensuite ralentir, mais rester à des niveaux élevés aux États-Unis en raison de la pression continue exercée par : les prix élevés des matières premières, le coût du logement, les salaires au sein d'un marché du travail tendu (taux de chômage américain à 4 %) et le taux d'utilisation des capacités, qui a retrouvé son niveau de février 2020.

En ce qui concerne la zone euro, on assiste également à une résorption des capacités non utilisées, mais les pressions exercées par le marché du travail sont limitées (taux de chômage de 7 % en zone euro, allant de 13 % en Espagne à 3 % en Allemagne). La hausse des prix devrait donc être temporaire et l'inflation pourrait revenir vers l'objectif de la BCE en 2023. En outre, les prix de l'immobilier augmentent fortement dans la zone euro (+8 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2021), mais ce facteur n'est pas intégré dans l'indice des prix à la consommation, contrairement aux États-Unis.

QUELLES IMPLICATIONS POUR LA CONSOMMATION ET LA CROISSANCE DU PIB ?

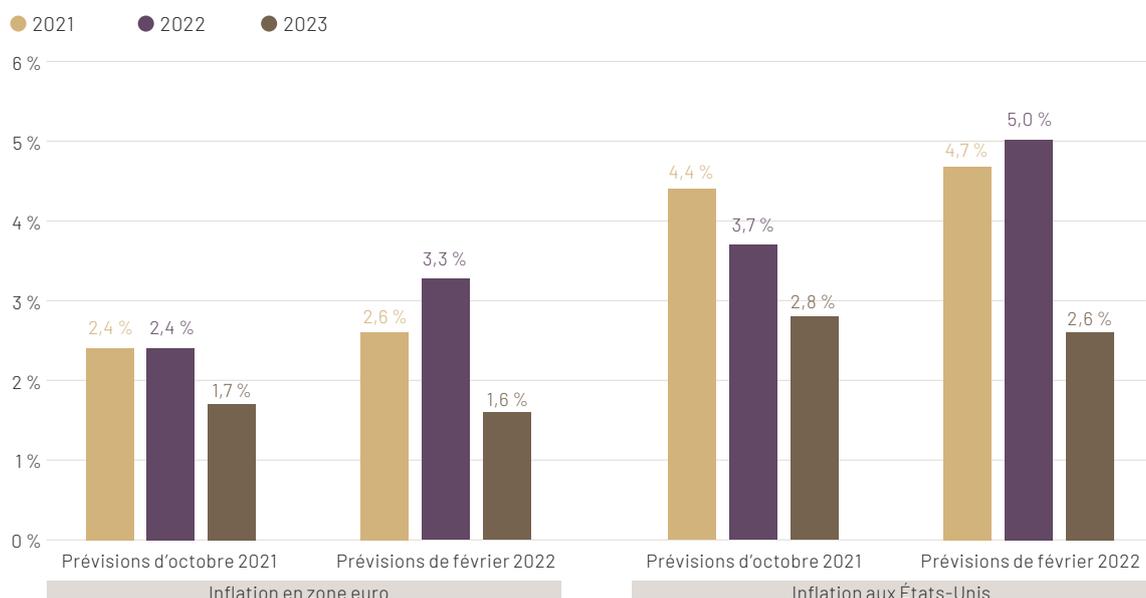
L'inflation a pesé sur la confiance des consommateurs, en net recul en zone euro en janvier et aux États-Unis en février 2022. Aux États-Unis, un marché du travail particulièrement tendu suggère que les travailleurs réclameront des augmentations de salaire pour regagner du pouvoir d'achat. Néanmoins, l'évolution des salaires réels (autrement dit, intégrant l'impact de l'inflation) restera négative en 2022.

Les hausses de taux attendues aux États-Unis devraient également peser sur la consommation tirée par le crédit, même si l'épargne accumulée et l'effet de richesse des prix de l'immobilier et des marchés boursiers pourraient amortir l'impact de ce facteur sur les ménages à hauts revenus. L'impulsion budgétaire devrait être moins soutenue en 2022 aux États-Unis, alors qu'elle reste significative en Europe (1 % du PIB selon la Commission européenne). Les consommateurs européens bénéficieront également d'une réserve d'épargne relativement élevée (15 % du revenu, contre 7,5 % aux États-Unis) et d'une inflation plus faible en 2022 (graphique 1).

Tout bien considéré, la consommation devrait se rééquilibrer vers les services en 2022, après un début d'année encore largement axé sur les biens (ventes de détail aux États-Unis en hausse de 3,8 % sur le mois, après un recul de 2,5 % en décembre). Nous prévoyons une modération de la consommation américaine après le premier trimestre 2022, et un retour aux niveaux pré-pandémie en zone euro au deuxième trimestre. Deux types de risques menacent notre scénario : un risque haussier aux États-Unis en cas d'efforts de relance budgétaire supplémentaire, et un risque baissier lié à des facteurs géopolitiques, énergétiques et sanitaires qui ne peuvent être entièrement écartés à ce stade.

Dans ce contexte de pressions inflationnistes divergentes aux États-Unis et en zone euro, les agendas des banques centrales seront forcément différents : la BCE a de nombreuses raisons de prendre son temps par rapport à la Fed, notamment parce que plusieurs pays européens affichent des ratios dette publique/PIB excessivement élevés (125 % au Portugal, 150 % en Italie et 175 % en Grèce).

GRAPHIQUE 1 : PRÉVISIONS D'INFLATION ACTUALISÉES, %



Sources : Amundi, Indosuez Wealth Management.

Les marchés obligataires mondiaux subissent le changement de tonalité des grandes banques centrales. En réaction à des publications d'inflation durablement élevées, elles accélèrent la fin de leurs politiques monétaires ultra-accommodantes mises en place en 2020. Sans ménagement pour les investisseurs obligataires, dont les performances des portefeuilles sont les plus mauvaises depuis le début des années 2000.



L'incertitude
actuelle crée des
OPPORTUNITÉS
D'INVESTISSEMENT

BANQUES CENTRALES

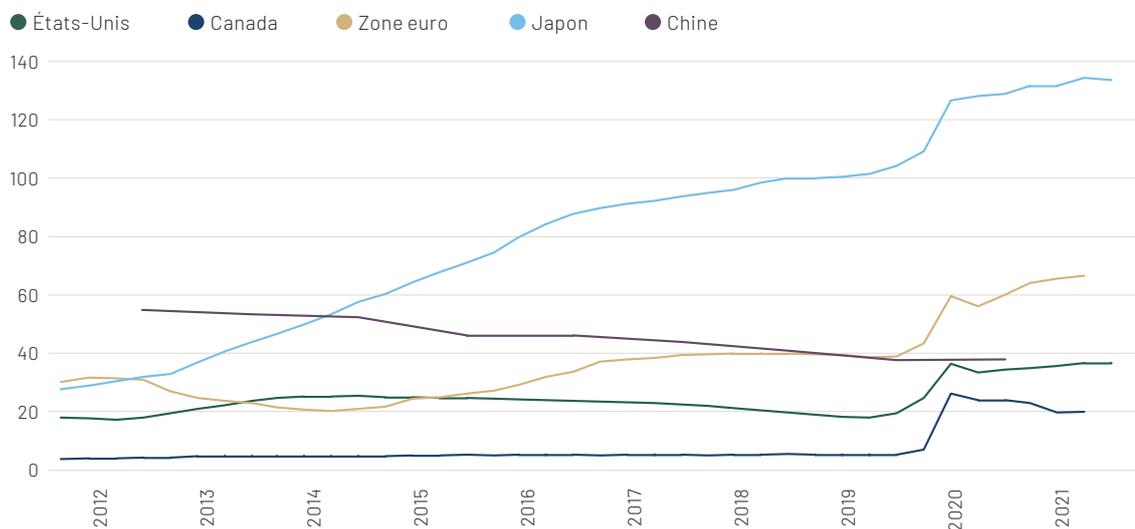
Est-ce la fin d'une période de près de 14 années de mise sous tutelle des marchés obligataires ? Dans une séquence débutée au mois de septembre, la Banque d'Angleterre (BoE), la Fed et tout récemment la BCE ont annoncé la fin de leurs politiques monétaires ultra-accommodantes, instaurées au plus fort des turbulences financières et économiques de 2020 (graphique 2). Les chiffres d'inflation supérieurs de façon persistante aux objectifs de moyen terme des institutions monétaires motivent une réaction monétaire.

Les taux progressent dans toutes les zones géographiques, portés par les taux courts qui se sont ajustés brutalement ces derniers mois. Les taux longs progressent dans une moindre mesure, entraînant un aplatissement marqué des courbes.

Il faut remonter en 2009 pour retrouver une performance aussi négative des emprunts d'état américains. En zone euro, le retrait progressif de la BCE peut entraîner des écartements de primes de risque entre les pays périphériques, et l'Allemagne, renchérissant le financement du déficit budgétaire.

Cet aplatissement traduit à la fois une lecture très agressive du discours des banques centrales (les marchés intègrent désormais 6 à 7 hausses de taux aux États-Unis, bien plus que les *dot plots* de la Fed), et l'idée que le resserrement monétaire serait plutôt de courte durée avant une fin de cycle. En filigrane, les marchés intègrent *de facto* sur les taux longs les risques sur la croissance que ferait peser un resserrement monétaire généralisé, et trop important. Ils traduisent aussi peut être le risque d'un effet négatif de l'inflation sur la consommation à moyen terme.

GRAPHIQUE 2: RATIO ACTIFS DE LA BANQUE CENTRALE/PIB, %
UNE PAGE QUI SE TOURNE ?



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



CRÉDIT

Sur les marchés de crédit, les investisseurs accélèrent les sorties de capitaux, notamment en zone euro. Les performances négatives depuis le début d'année, qui font très souvent suite à des performances négatives en 2021, ne rassurent pas les investisseurs. Nous considérons au contraire qu'il s'agit d'une opportunité de commencer à construire des positions sur les marchés de crédit. En effet, la hausse des taux redonne de l'attrait à la classe d'actif obligataire. Les écartements de *spreads* ne se justifient pas sur le plan fondamental : les résultats publiés sont de bonne qualité, les sociétés ont reconstitué leur trésorerie, les ratios d'endettement sont en ligne avec les moyennes de long terme (environ 2,7 fois le ratio dette/EBITA⁴ sur l'univers des entreprises notées BBB). Enfin, beaucoup d'entreprises, notamment sur le segment du haut rendement, ont géré activement leur profil de dette en 2021 : exercice de *call* ou rachat de titres de maturité courte à intermédiaire, financés par des émissions de maturité longue, avec des coupons faibles. Ceci permet de réduire les frais financiers, et d'éviter un « mur de dette » en 2022 ou 2023. Sur la dette subordonnée, financière ou *corporate*, nous préférons rester prudents sur les *calls* à moyen ou long terme ; en revanche, la volatilité actuelle des marchés crée de nombreuses opportunités sur le court terme. Une normalisation de la volatilité, notamment sur les marchés actions, permettra aux segments obligataires les plus risqués d'assurer une performance appréciable sur le reste de l'année, d'autant plus qu'une possible inversion de la hausse des taux 2 ans américain sera favorable aux obligations d'entreprises à maturité courte.

MARCHÉS ÉMERGENTS

Les marchés de crédit émergents ont mieux résisté en ce début d'année que leurs homologues des pays développés. Souvent liés aux matières premières, les économies de ce pays ont commencé à subir les resserrements monétaires des banques centrales dès 2021.

La chute des acteurs de l'immobilier chinois ne s'est pas diffusée aux autres marchés émergents, ni aux autres secteurs en Chine. Même si l'incertitude demeure, les taux d'investissement sur le haut rendement émergent protège les investisseurs.

En Chine spécifiquement, les autorités continuent d'accompagner l'assainissement du marché immobilier. Désormais, des sociétés de gestion d'actifs sont autorisées à racheter directement des actifs. Des émetteurs négocient avec les investisseurs pour rééchelonner leur dette, et ainsi éviter le défaut.

En conclusion, l'environnement des obligations d'entreprises devrait rester volatil dans cette phase de transition monétaire, mais porteur d'opportunités pour les investisseurs tant que les fondamentaux tiennent.

4 - Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement.

LA FED A PRIS LES MARCHÉS PAR SURPRISE

Le ton plus agressif de la Fed, la montée des risques géopolitiques et l'affaiblissement de la dynamique macroéconomique ont été les principaux catalyseurs de la correction des marchés en janvier, sans pour autant entraîner une révision généralisée des bénéfices. Ces évolutions ne remettent pas en cause notre positionnement positif sur les actions pour 2022.



77%

des entreprises américaines ont publié des BPA supérieurs aux attentes

Historiquement, un cycle de hausse du taux des Fed Funds ne pénalise pas nécessairement les marchés actions, à condition d'être bien adapté et associé à une tendance positive des bénéfices. Au-delà de la direction des taux à long terme, qui alimente la rotation sectorielle, les investisseurs se concentreront sur les marges et le pouvoir de fixation des prix, alors que 75 % des entreprises du S&P citent le terme « inflation » dans leurs publications de résultats du quatrième trimestre, contre 30 % durant les exercices 2018-2019.

ÉTATS-UNIS

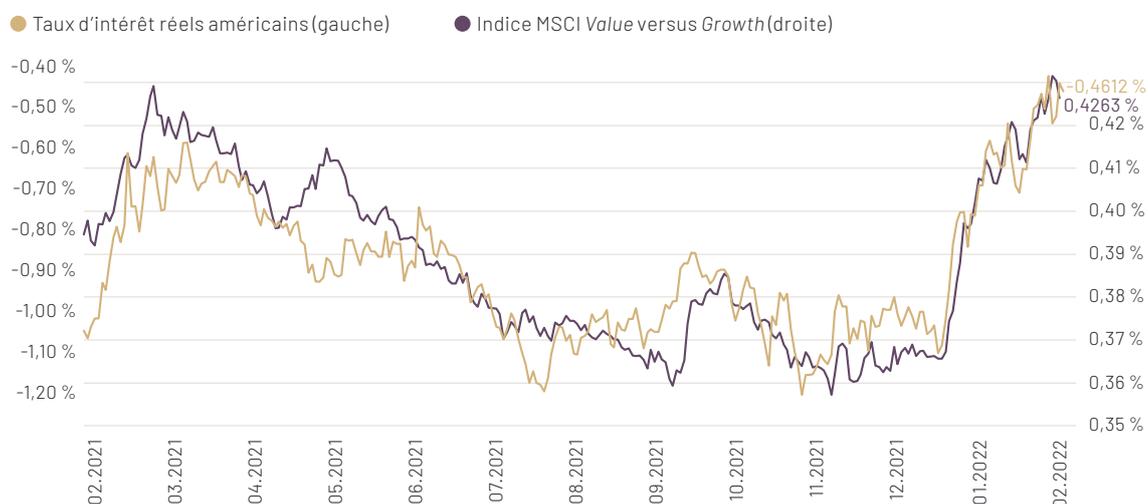
Les marchés américains restent dominés par deux facteurs : les perspectives de la politique monétaire américaine et la saison de publication des résultats. Dans un contexte d'inflation persistante et de montée des anticipations de hausse des taux, les titres *Value* surperforment (graphique 3) car ils bénéficient davantage du retour de l'inflation et d'une remontée de la courbe des taux, à l'instar des secteurs de l'énergie et des banques. Les secteurs *Growth* (valeurs de croissance) – notamment les entreprises technologiques – sont en revanche pénalisés. En effet, la hausse des taux d'intérêt affecte les valorisations des entreprises les plus chères, mais aussi de celles qui

offrent la meilleure visibilité sur leurs bénéfices futurs.

Sans atteindre les niveaux records observés lors des deux trimestres précédents, la saison de publication des résultats du quatrième trimestre 2021 s'avère robuste. Le pourcentage des entreprises ayant publié des bénéfices par action (BPA) supérieurs aux prévisions dépasse de peu la moyenne sur 5 ans, qui s'établit à 76 %. Cependant, le marché se concentre davantage sur les perspectives de bénéfices et sanctionne les entreprises dont les prévisions sont inférieures aux attentes du consensus.

Nous identifions pour 2022 une proportion croissante de prévisions négatives et un affaiblissement de la dynamique de révision des bénéfices du premier trimestre 2022, notamment dans l'industrie. La tendance par secteur conforte notre préférence pour les titres *Value* et les valeurs technologiques, ainsi que notre sous-pondération des secteurs défensifs (immobilier, produits de base, services aux collectivités et santé). Le principal facteur de risque reste l'impact de l'inflation sur les marges, qui ont probablement atteint un pic à la mi-2021, notamment dans les secteurs de l'industrie et de la consommation.

GRAPHIQUE 3 : TAUX D'INTÉRÊT RÉELS ET ÉVOLUTION DES SECTEURS VALUE ET GROWTH, %



Remarque : L'évolution relative du secteur *Value* par rapport au secteur *Growth*, désormais étroitement corrélée avec les taux réels, a bénéficié en janvier de la hausse du taux à 10 ans et des taux réels.

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

EUROPE

Nous continuons de privilégier le marché des actions européennes, qui associe des valorisations attrayantes, une solide croissance des BPA et des tendances de révision résilientes. Depuis la pandémie, l'écart de valorisation avec le marché américain s'est accru et la plus forte exposition du marché européen aux secteurs *Value* est source d'opportunités. Ces secteurs devraient en effet bénéficier de la hausse des taux d'intérêt nominaux et réels. En outre, malgré la très bonne performance relative récente, la décote du style *Value* par rapport au marché est supérieure à la moyenne de long terme.

La saison de publication des résultats du quatrième trimestre s'est avérée rassurante à cet égard, malgré des vents contraires bien identifiés (coût des intrants, inflation salariale, perturbations de la chaîne logistique, etc.). Dans ce contexte, le pouvoir de fixation des prix restera probablement un thème d'investissement majeur dans les mois à venir.

MARCHÉS ÉMERGENTS

Nous sommes de plus en plus optimistes sur les actions chinoises. Sous réserve que la dynamique des bénéfiques devienne positive, les marchés boursiers chinois sont bien positionnés pour un rebond significatif dans le courant de l'année, grâce au soutien public et à des valorisations attrayantes.

Les autorités chinoises ont commencé à assouplir leur politique monétaire en réduisant le ratio des réserves obligatoires. Le recours à des vaccins occidentaux pourrait également permettre d'assouplir la politique « zéro COVID » dans les mois à venir.

Les actions chinoises seront dès lors attrayantes en 2022 (notamment les actions domestiques), compte tenu des croissances de BPA (meilleures estimations de croissance des BPA en Asie du Nord pour les 12 prochains mois) et des décotes affichées par rapport aux ratios P/E moyens historiques.

Enfin, la croissance des bénéfiques est attendue à 14 % cette année et les révisions négatives des derniers trimestres pourraient commencer à se stabiliser, un catalyseur à surveiller avant de renforcer l'exposition à la Chine.

JAPON

Nous sommes désormais plus prudents sur les actions japonaises, car nous anticipons moins de catalyseurs positifs à court terme. Le marché japonais est plus cyclique que *Value* par rapport aux autres pays développés, tandis que la dynamique positive des surprises sur les BPA marque le pas.

De plus, certains risques politiques subsistent à l'approche des élections à la Chambre haute, prévues en juillet. Enfin, la propagation du variant Omicron et la faible proportion de personnes ayant reçu un rappel vaccinal ralentiront le processus de réouverture du pays.

STYLES : ASSISTERA-T-ON À UN DÉCOUPLAGE ENTRE CROISSANCE ET QUALITÉ ?

Dans un contexte de hausse des taux obligataires, la valorisation des entreprises de croissance, considérées comme des valeurs de long terme, est sous pression. Le marché fera de plus en plus la distinction entre les valeurs défensives, aux bilans solides et à la croissance génératrice de flux de trésorerie, et les entreprises de croissance non rentables caractérisées par une durée de vie très longue.

En ce sens, la corrélation entre la croissance (élevée et non rentable) et la qualité pourrait commencer à diminuer, ce dernier segment pourrait désormais bénéficier de ses atouts intrinsèques (visibilité, résilience, stabilité, pouvoir de fixation des prix et faible volatilité).

Dans un tel environnement, l'aspect défensif de la qualité et la relation positive avec une hausse de l'indice VIX pourraient favoriser les titres de qualité par rapport aux valeurs de forte croissance.

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.

Les devises du G10 ont évolué en dents de scie au mois de février : entre le basculement *hawkish* de la BCE et la montée des tensions sur le front ukrainien, les convictions ont été mises à l'épreuve. En ce qui concerne le resserrement de la politique des banques centrales, le marché semble avoir affiné ses prévisions et un changement radical est improbable avant les prochaines réunions de mars.



LA RÉUNION DE LA BCE

a rebattu les cartes pour l'euro

EUR

Si l'horizon s'éclaircit, de nombreux obstacles empêchent encore d'être haussier sur l'euro.

La réunion de janvier de la BCE a rebattu les cartes pour l'euro, en particulier pour la paire EUR/USD. Si la BCE n'envisage pas un resserrement aussi rapide que celui de la Fed, l'écart entre les deux banques centrales a cessé de se creuser. Il convient toutefois de ne pas s'emballer, car si la BCE a admis que le caractère persistant de l'inflation ouvrirait potentiellement la voie à un resserrement monétaire, rien n'est décidé à ce stade. La réaction du marché a cependant propulsé la paire EUR/USD à proximité de 1,1450, certains acteurs anticipant un resserrement de 50 points de base cette année. La possibilité d'un retour des taux d'intérêt en territoire positif pourrait réduire considérablement l'utilisation de l'euro comme monnaie de financement, ce qui soutiendrait la devise européenne. Cependant, si le « pivot » de la BCE est susceptible de se traduire par une appréciation de l'euro à long terme, certaines menaces freinent ce mouvement à court terme : les tensions entre la Russie et l'Ukraine ont ainsi fait chuter la paire EUR/USD à 1,1290, car la dépendance énergétique de l'Europe et son exposition commerciale à la Russie risquent d'affaiblir la région en cas de sanctions. Les élections françaises sont également source d'incertitude, tout comme l'ampleur de la première hausse des taux de la Fed.

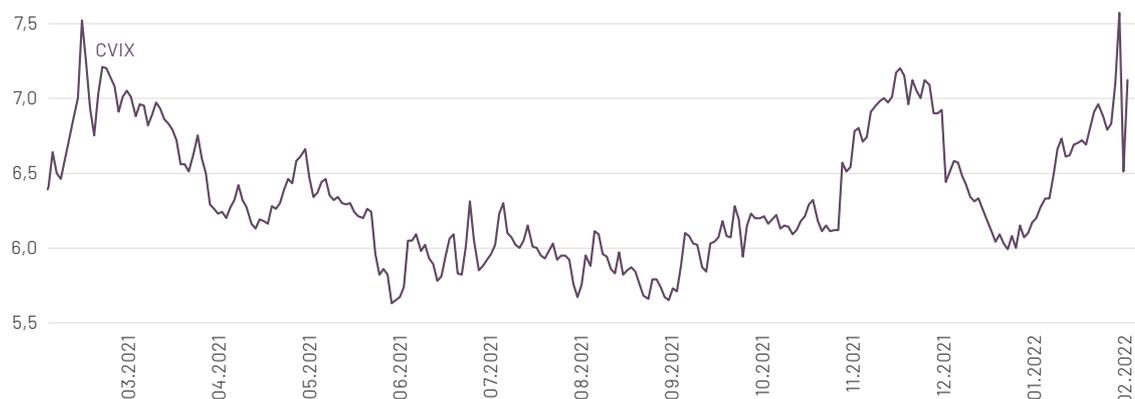
Pour toutes ces raisons, nous restons neutres sur la paire EUR/USD au moins jusqu'à la réunion de la BCE, prévue au mois de mars.

USD

La prochaine réunion de la Fed, en mars, pourrait s'avérer décisive pour le sort du dollar.

L'inflation américaine a atteint de nouveaux niveaux records qui, couplés aux très bons chiffres de l'emploi, ont poussé le marché à tabler sur 6 à 7 hausses de taux en 2022. À court terme, de nombreux facteurs soutiennent le dollar : la surperformance de l'économie américaine, les anticipations de hausse des taux de la Fed et les tensions géopolitiques, qui placent le billet vert dans une position de valeur refuge. À moyen terme, les perspectives sont moins claires : de nombreux facteurs positifs sont déjà intégrés dans les cours, de sorte que la première hausse des taux pourrait déclencher des prises de bénéfices, conformément au vieil adage « acheter la rumeur, vendre la nouvelle ». Il est également possible que la Fed s'engage dans une normalisation plus progressive qu'anticipé actuellement. Si l'on ajoute à cela la probabilité que la BCE et d'autres banques centrales finissent par engager un resserrement de leur politique monétaire, un impact négatif sur le dollar ne peut être écarté (graphique 4).

GRAPHIQUE 4 : HAUSSE DE LA VOLATILITÉ SUR LE MARCHÉ DES CHANGES, ALORS QUE LES BANQUES CENTRALES DEVIENNENT MOINS PRÉVISIBLES, POINTS



Remarque : CVIX (indice composite de la volatilité des changes calculé par Deutsche Bank).
Sources : Deutsche Bank, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



GBP

La livre sterling otage des hésitations de la Banque d'Angleterre, entre soutien de la croissance et maîtrise de l'inflation.

Une troisième hausse des taux se profile lors de la prochaine réunion de la Banque d'Angleterre (BoE), prévue en mars : les données sur l'emploi de janvier sont excellentes et l'inflation britannique vole de record en record, faisant planer la menace d'une stagflation. Bien que la perspective d'une nouvelle hausse des taux soutienne la livre, les statistiques de janvier (légèrement meilleures que prévu) n'ont pas eu d'impact sur la devise, les marchés ayant déjà largement anticipé les hausses de taux à venir. Si la BoE voit d'un œil favorable une nouvelle appréciation de la livre, susceptible de contribuer à contenir l'inflation importée, la devise est exposée à un certain nombre de risques baissiers. Tout d'abord, l'attitude de la BoE elle-même : le rétablissement de l'économie britannique pourrait rapidement s'essouffler face à la flambée des prix de l'énergie, aux pénuries sur le marché du travail et à l'incertitude persistante entourant le Brexit. Or un ralentissement de la reprise pourrait entraver la normalisation de la politique monétaire, risquant de maintenir les taux et les rendements réels en territoire négatif et de peser sur la livre. Deuxièmement, la devise britannique est très vulnérable face à un risque extrême : tant que les tensions liées à la COVID-19 et à l'Ukraine-Russie seront présentes, la livre sera en danger.

OR

Les tensions géopolitiques dopent le métal jaune.

L'or demeure soutenu par deux types de tensions concomitantes. D'une part, l'incertitude géopolitique accrue sur le front ukrainien a stimulé la demande traditionnelle d'or comme valeur refuge de la part des investisseurs du monde entier. D'autre part, la flambée des prix de l'énergie s'est répercutée sur les prix à la consommation dans la plupart des économies, notamment au sein de l'Union européenne et aux États-Unis. Malgré les hausses de taux du FOMC désormais largement anticipées, les taux « réels » américains demeurent négatifs sur l'ensemble de la courbe, ce qui favorise le métal jaune. Évoluant désormais bien au-dessus de sa moyenne mobile à 200 jours, l'or s'apprête à tester les résistances majeures de 1 877 USD/once, puis potentiellement 1 920 USD/once. Alors qu'un conflit militaire ne peut malheureusement être exclu, l'or pourrait rapidement atteindre, voire dépasser ces niveaux, comme lors de l'annexion de la Crimée au printemps 2014. En cas de détente et de dissipation durable des tensions en Ukraine, l'or pourrait toutefois effacer assez rapidement sa progression récente de 100 USD/once.

07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS



2022 verra le passage d'un redressement économique vigoureux, accompagné par une politique de relance record, à une croissance économique convergeant progressivement vers son potentiel dans un contexte de normalisation des politiques monétaires et budgétaires. Encore valides il y a quelques mois, les convictions des années passées – inflation transitoire, taux d'intérêt bas pour longtemps, *leadership* technologique – sont progressivement remises en cause. Les investisseurs devront dès lors s'adapter à un nouveau régime de volatilité et porter un regard nouveau sur l'allocation, la prise de risque et les thèmes d'investissement.



Normalisation
de la
CROISSANCE
et de la politique
économique,
dans un régime
de volatilité
plus élevé

- **La croissance du PIB** sera supérieure à son potentiel, mais ralentira progressivement, avec un risque croissant pour la consommation.
- **La dynamique de l'inflation aux États-Unis** sera prolongée et généralisée, ce qui entraînera des pressions à la hausse sur les salaires, tandis que l'inflation en zone euro – jusqu'à présent principalement alimentée par les prix de l'énergie – devrait revenir vers 2 % en 2023.
- **La volatilité** des indicateurs macroéconomiques restera élevée.
- **Les banques centrales** sont déterminées à normaliser leur politique, mais pas dans la mesure attendue par les marchés. La Fed procédera probablement à quatre hausses de taux cette année, en lieu et place des 6 à 7 actuellement anticipées. En ce qui concerne la zone euro, la BCE ne devrait pas relever ses taux avant le quatrième trimestre 2022, voire le premier trimestre 2023. Le recul des anticipations de hausses de taux pourrait entraîner une inversion du mouvement d'aplatissement des courbes observé jusqu'à présent. Cette évolution est susceptible d'être renforcée, dans un second temps, par une hausse des taux longs si les marchés craignent

que les banques centrales soient en retard sur la courbe, ou si les marchés sous-estiment l'impact de la réduction du bilan de la Fed, dont les modalités et le calendrier restent très incertains.

- **Les fondamentaux des entreprises** sont solides, comme l'illustrent les résultats robustes du quatrième trimestre 2021. Cependant, les marges bénéficiaires plafonnent, tandis que la dynamique des bénéfices et les prévisions des entreprises semblent faiblir aux États-Unis. Cette évolution reflète les pressions croissantes sur les marges qui affectent plusieurs secteurs tels que l'industrie et la consommation, tandis que les valeurs de reflation (banques, énergie) et la technologie bénéficient de révisions positives.
- **Les défaillances d'entreprises** devraient rester limitées, mais l'endettement accumulé a créé une vulnérabilité sur les *spreads* de crédit, dans un contexte de normalisation des politiques.
- **Actions** : légère surpondération des actions, avec une préférence pour l'Europe par rapport aux États-Unis et pour les titres *Value* par rapport aux titres *Growth*, car l'ajustement des prix pourrait se poursuivre si les rendements à long terme continuent d'augmenter.

Au sein du segment *Value*, la rotation des valeurs Cycliques vers les titres bénéficiant de la reflation devrait se poursuivre. Nous restons prudents sur les secteurs dits « défensifs », vulnérables à la hausse des rendements obligataires, ainsi que sur les secteurs affaiblis par les pressions sur les marges, comme l'industrie. Dans un contexte de normalisation des valorisations, nous préférons les entreprises générant de solides rendements pour les actionnaires. Nous maintenons une opinion positive à long terme sur les *leaders* technologiques américains rentables ainsi que sur les actions chinoises, tous deux susceptibles de se renforcer lorsque la dynamique de leurs bénéfices se stabilisera.

- **Emprunts d'État** : maintien d'une durée modérée sur les emprunts d'État, la sous-pondération pouvant être réduite à mesure que les rendements obligataires se normalisent, notamment dans une optique de couverture contre une dégradation de la tendance macroéconomique ou une aggravation des tensions géopolitiques.
- **Obligations d'entreprise** : plus attrayantes qu'en fin d'année 2021 après le récent élargissement des *spreads*, notamment sur les obligations à maturités courtes, mais tendance d'ajustement des prix qui reflète une volatilité en hausse et une sensibilité accrue des acteurs très endettés à la hausse des taux. Cette tendance pourrait se poursuivre dans les semaines ou les mois à venir, vers les niveaux de milieu de fourchette enregistrés lors des cycles précédents.
- **Actifs émergents** : probablement de bons contributeurs à la performance et une source de diversification en 2022, notamment dans les pays offrant un mélange de croissance solide, d'inflation contrôlée, de fondamentaux externes solides et de politiques économiques viables. Les pays asiatiques, bien placés dans cette optique, pourraient profiter d'une réouverture accrue. Les investisseurs peuvent attendre la première hausse des taux de la Fed pour renforcer leur allocation.
- **Taux de change** : le dollar bénéficie toujours des prévisions de normalisation de la Fed, mais tout recul des anticipations de hausse des taux pourrait annoncer un retournement du billet vert contre l'euro et les devises émergentes. Dans le contexte de reflation actuel, les devises liées aux matières premières demeurent très prisées.
- **Liquidités** : augmenter les réserves de liquidités au sein des portefeuilles, afin de saisir les opportunités offertes par la hausse de la volatilité.

CONVICTIONS CLÉS

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

Source : Indosuez Wealth Management.

08 • Market Monitor (devises locales) APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 17 FÉVRIER 2022



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PBS)	VARIATION ANNUELLE (PBS)
Bons du Trésor américain 10A	1,96 %	15,75	45,14
France 10A	0,70 %	33,90	50,70
Allemagne 10A	0,23 %	25,60	41,10
Espagne 10A	1,21 %	55,30	65,10
Suisse 10A	0,27 %	22,70	40,40
Japon 10A	0,22 %	7,70	15,50

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	40,09	1,67 %	2,22 %
Emprunts d'État en EUR	213,84	-1,68 %	-2,16 %
Entreprises haut rendement en EUR	207,55	-2,64 %	-2,85 %
Entreprises haut rendement en USD	317,99	-3,04 %	-4,34 %
Emprunts d'État américains	313,36	-0,90 %	-2,16 %
Entreprises émergentes	49,09	-1,90 %	-3,75 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	1,0456	0,78 %	0,78 %
GBP/USD	1,3616	0,12 %	0,62 %
USD/CHF	0,9204	0,38 %	0,82 %
EUR/USD	1,1361	0,43 %	-0,08 %
USD/JPY	114,94	0,73 %	-0,12 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	28,11	2,52	10,89

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4 380,26	-2,29 %	-8,10 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 537,37	-0,63 %	2,07 %
Stoxx Europe 600	464,55	-3,89 %	-4,77 %
Topix	1 931,24	-0,38 %	-3,07 %
MSCI World	3 009,09	-2,37 %	-6,89 %
Shanghai SE Composite	4 629,17	-4,03 %	-6,30 %
MSCI Emerging Markets	1 242,92	-1,02 %	0,89 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 378,06	5,73 %	11,65 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	290,66	1,83 %	5,43 %
MSCI Asia Ex Japan	787,79	-1,80 %	-0,19 %
CAC 40 (France)	6 946,82	-3,44 %	-2,88 %
DAX (Allemagne)	15 267,63	-4,05 %	-3,89 %
MIB (Italie)	26 669,27	-3,27 %	-2,48 %
IBEX (Espagne)	8 671,10	-1,63 %	-0,49 %
SMI (Suisse)	12 075,27	-3,86 %	-6,22 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	4 784,00	1,18 %	5,19 %
Or (USD/Oz)	1 898,43	3,22 %	3,78 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	91,76	5,59 %	22,01 %
Argent (USD/Oz)	23,88	-3,40 %	2,24 %
Cuivre (USD/Tonne)	9 929,00	-0,61 %	2,14 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	4,49	17,99 %	20,27 %

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

RENDEMENT MENSUEL DES INDICES, HORS DIVIDENDES

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

NOVEMBRE 2021	DÉCEMBRE 2021	JANVIER 2022	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (17 FÉVRIER 2022)
-0,83 %	-0,83 %	7,29 %	5,73 %	11,65 %
-1,56 %	-1,56 %	2,43 %	1,83 %	5,43 %
-2,30 %	-2,30 %	1,08 %	-0,38 %	2,07 %
-2,46 %	-2,46 %	-1,93 %	-0,63 %	0,89 %
-2,64 %	-2,64 %	-3,12 %	-1,02 %	-0,19 %
-3,40 %	-3,40 %	-3,88 %	-1,80 %	-3,07 %
-3,64 %	-3,64 %	-4,84 %	-2,29 %	-4,77 %
-3,92 %	-3,92 %	-5,26 %	-2,37 %	-6,30 %
-4,14 %	-4,14 %	-5,34 %	-3,89 %	-6,89 %
-7,05 %	-7,05 %	-7,62 %	-4,03 %	-8,10 %

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.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **en France** : la présente 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 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. 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 18.02.2022.

