

MONTHLY HOUSE VIEW

Juin 2022

Focus

Zone euro : à la croisée des chemins

• Table des matières

01•	Éditorial SOYEZ SYMPAS, REMBOBINEZ !	P3
02•	Focus ZONE EURO : À LA CROISÉE DES CHEMINS	P4
03•	Macroéconomie ATTENTION AUX DIVERGENCES	P6
04•	Obligations MAINTIEN D'UNE VUE CONSTRUCTIVE SUR LES SPREADS DE CRÉDIT	P8
05•	Actions VENTS CONTRAIRES	P10
06•	Devises LA VOLATILITÉ EST DE RETOUR SUR LE MARCHÉ DES CHANGES	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

« *L'aversion aux pertes contribue à produire de l'inertie, ce qui signifie un fort désir de s'en tenir à vos avoirs actuels* » Richard Thaler, Nudge



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

De nombreux investisseurs souhaitent probablement remonter le cours du temps de quelques mois et ajuster rétroactivement leurs portefeuilles pour éviter les deux grandes corrections des derniers mois : celle sur les obligations d'État et celle sur les valeurs de croissance. Rétrospectivement, un enseignement de cette correction réside dans la difficulté à rester lucides sur la cherté des marchés, et à résister à l'idée que le futur sera une poursuite du présent. Ceci est d'autant plus vrai dans une année dont le scénario a été remis en cause par le conflit en Ukraine. Un risque tout aussi important serait de penser que l'inflation va continuer à augmenter et que les banques centrales sont revenues au logiciel de la Fed de la fin des années 70.

L'incertitude élevée et le malaise provoqué par les moins-values peuvent conduire autant à une paralysie des investisseurs qu'à des décisions de nature émotionnelle consistant à capituler. C'est souvent ce qui se passe après des baisses de 20 %, le fameux seuil de « *bear market* » qui traduit bien le passage de l'optimisme au pessimisme. Ce risque de capitulation constitue en 2022 le pendant de la peur de rater une tendance haussière (FOMO ou « *fear of missing out* »¹) qui a dominé les marchés en 2021.

Pour éviter le double piège émotionnel de la capitulation et de la précipitation, mieux vaut tenter de décoder l'environnement dans lequel nous sommes. Au cours des dernières semaines nous avons assisté à une alternance et une concurrence entre deux récits qui sont en fait les deux faces d'une même pièce : d'un côté, l'inflation et la normalisation des politiques monétaires et de l'autre la crainte de la récession.

Jusqu'à début/mi-mai, les marchés ont été principalement marqués par des données d'inflation à nouveau au-dessus des attentes et par un ton plus déterminé des banques centrales qui a nourri une remontée des taux longs. Paradoxalement, les anticipations d'inflation future ont corrigé, traduisant l'effet escompté du ralentissement et du resserrement monétaire. Ceci a conduit à une remontée des taux réels, ce qui a affecté autant les valeurs de croissance que l'or.

Mais depuis quelques jours, les probabilités de récession sont remontées, conduisant à une amorce de détente sur les taux longs.

Cet affrontement entre récit inflationniste et récit récessif est aussi entretenu par la divergence importante entre d'un côté les signaux de dégradation du cycle économique et de l'autre les résultats d'entreprises qui continuent de surprendre par leur résilience. On peut y voir un parallèle avec la divergence qui existe entre les indicateurs d'activité (PMI) qui se stabilisent à des niveaux élevés et les indicateurs de confiance des consommateurs en berne, qui sont impactés par la baisse du pouvoir d'achat des ménages. Tout ceci confirme que le choc actuel est davantage supporté par ces derniers que par les entreprises, qui finiront probablement par en sentir l'effet sur leurs volumes de ventes.

Cette résurgence du récit récessif conduit logiquement à des changements de positionnement de marché, avec une meilleure performance des secteurs défensifs au détriment de la croissance et de la *Value*. Il serait tentant d'y voir un point d'entrée sur les valeurs de croissance après six mois de correction. Le signal nous sera sans doute donné par les banques centrales. Si la Fed devait adoucir son discours dans les prochains mois face au risque d'un ralentissement économique trop prononcé, il est probable que les investisseurs reviennent sur ces valeurs. Ce moment sera probablement aussi synchronisé avec un possible fléchissement du dollar, longtemps annoncé mais difficile à imaginer tant que la Fed durcit le ton, mais qui pourra se produire si la Fed signale une inflexion de son cycle de resserrement et que la Banque centrale européenne (BCE) sort des taux négatifs.

Cette sortie anticipée des taux négatifs est au moins un point positif ce que les investisseurs peuvent retenir dans ce contexte anxieux, et qui signale autant le retour du portage obligataire, tandis que la correction des marchés actions permet de reconstituer des taux de rendement plus attractifs dont les investisseurs ont besoin pour lutter contre l'érosion du capital produite par l'inflation.

1 - Peur de rater quelque chose.

Le scénario de stagflation de la zone euro se met progressivement en place. Alors que la BCE se prépare à ramener ses taux directeurs en territoire positif, la politique budgétaire devra rester exceptionnellement accommodante une année supplémentaire. La solidarité européenne reste un élément à surveiller, même si la soutenabilité de la dette souveraine ne semble pas menacée à court terme.

FORT RALENTISSEMENT DU PIB AU SECOND SEMESTRE 2022

L'économie de la zone euro a progressé de 0,3 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2022, en ligne avec les attentes du marché. La croissance en Espagne (0,3 %) et en Allemagne a plus que compensé la contraction en Italie (-0,2 %) et la stagnation en France. L'emploi dans la région a augmenté pour le quatrième trimestre consécutif et dépassé son niveau pré-pandémie.

Cependant, les enquêtes indiquent que les consommateurs européens subissent désormais de plein fouet la crise des prix de l'énergie. Les ventes de détail ont commencé à ralentir en mars (-0,4 % en glissement mensuel). Parallèlement au pic d'inflation, la consommation privée devrait se contracter au second semestre 2022. L'incertitude reste élevée, notamment en ce qui concerne l'approvisionnement en énergie et les répercussions des confinements en Chine, qui créent d'importants goulets d'étranglement au sein du secteur manufacturier. Les immatriculations de voitures ont chuté dans l'Union européenne (UE) en avril (-20,6 % en glissement annuel), en grande partie à cause des contraintes d'approvisionnement qui entravent la production. Le bloc monétaire bénéficie toutefois de deux facteurs favorables.

Premièrement, les pays axés sur les services profiteront de la réouverture de l'économie européenne et d'une saison touristique estivale plus « normale ».

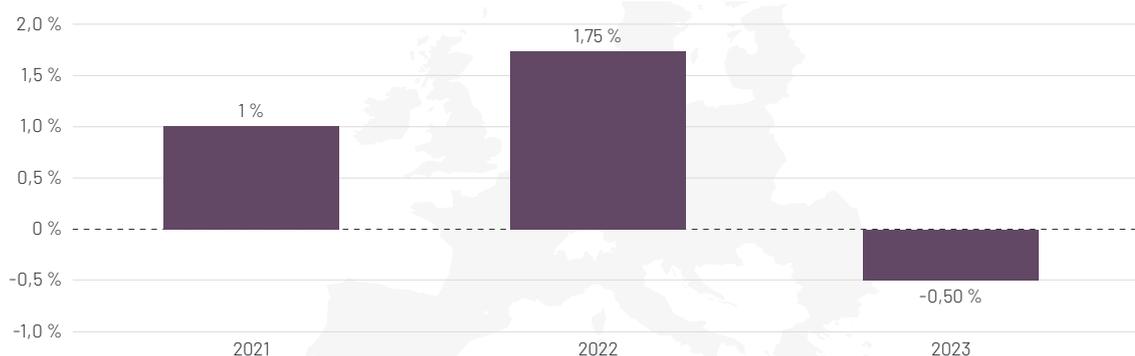
Deuxièmement, le ralentissement de l'investissement privé, dû à la montée des incertitudes et aux anticipations de hausse des taux, sera partiellement compensé par l'augmentation de la consommation et de l'investissement public. L'impulsion budgétaire devrait être plus forte en 2022 qu'en 2021 (graphique 1), avec le déblocage des enveloppes prévues par le plan NextGenerationEU (NGEU) et les mesures prises, au niveau national, pour aider les ménages et les entreprises à absorber la flambée des prix de l'énergie. Mais cela ne suffira pas à compenser le ralentissement de la demande, et nous prévoyons une croissance atone au second semestre dans la région.

Au total, le PIB de la zone euro devrait progresser de 2,5 % en 2022, dans le sillage de la croissance robuste enregistrée fin 2021, mais la région verra sa croissance stagner au second semestre 2022. Pour 2023, nous anticipons une croissance modeste (1,5 %), soutenue par le redressement progressif du pouvoir d'achat. Selon les prévisions de la Commission européenne, les salaires devraient progresser de 3,2 %, tandis que les anticipations d'inflation s'établissent à 2,7 %. En revanche, la politique budgétaire des États membres ne sera plus favorable en 2023. Les risques baissiers prévalent à court terme, notamment en cas d'arrêt des livraisons de gaz russe ; la Commission européenne estime qu'un tel scénario entraînerait une récession (impact négatif sur la croissance estimée à 2,5 points de pourcentage en 2022 et 1 point de pourcentage en 2023).



**PRÉVALENCE
DES RISQUES**
baissiers
à court terme

GRAPHIQUE 1 : IMPACT ESTIMÉ DE L'IMPULSION BUDGÉTAIRE DE LA ZONE EURO SUR LA CROISSANCE DU PIB, %



Sources : Commission européenne, Indosuez Wealth Management.

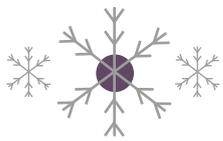
HAUSSE DES TAUX : UN AUTRE ÉCUEIL

L'inflation de base (hors prix de l'énergie) en zone euro a augmenté de 3,5 % sur un an en avril (contre 2,9 % en mars). Elle devrait poursuivre sa hausse dans les mois à venir, car les salaires commencent à progresser, les travailleurs exigeant des rémunérations plus élevées sur un marché du travail encore robuste. L'inflation globale de la zone euro devrait atteindre 7 % en 2022 avant de revenir à 2,7 % en 2023, un niveau supérieur à l'objectif de la BCE. Face à cette envolée de l'inflation et à la faiblesse de l'euro, qui se traduit par une inflation importée, la BCE devrait normaliser sa politique monétaire (voir la section Obligations, page 8) très progressivement étant donné la faiblesse de la demande intérieure. Les taux de dépôt devraient revenir en territoire positif d'ici la fin 2022.

Alors qu'une hausse des taux de la BCE se profile pour l'été et que les règles budgétaires seront probablement gelées une année supplémentaire, les craintes concernant la soutenabilité de la dette ressurgissent, notamment pour les pays très endettés comme l'Italie (graphique 2). Avec le solde budgétaire, l'écart entre taux d'intérêt et croissance ($i - g$) est en effet un déterminant important de la soutenabilité de la dette publique. Ces deux facteurs nous renseignent, toutes choses égales par ailleurs, sur l'évolution naturelle des dépenses et des recettes publiques. Or, tous deux influenceront positivement le ratio dette/PIB de l'Italie à court terme, grâce à des rendements toujours historiquement bas sur les émissions obligataires (0,4 % aujourd'hui, contre 3 % en 2012), un allongement de la maturité moyenne de la dette et une inflation élevée.

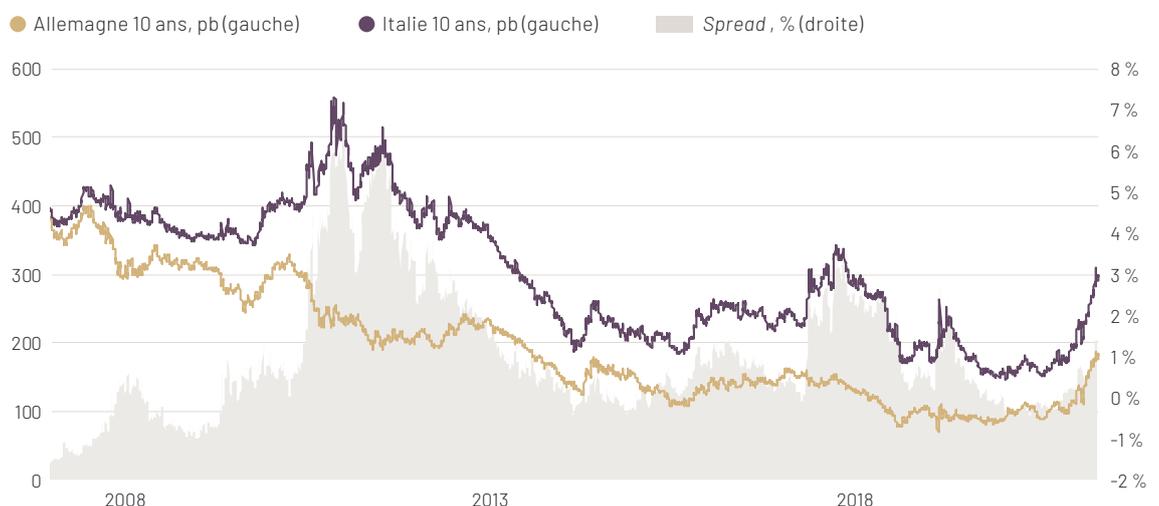
Ainsi, la récente hausse des rendements italiens à 10 ans, qui ont retrouvé le niveau de 3 % atteint dans le sillage des élections de 2018, ne constitue pas un risque de fragmentation financière de la zone, car la croissance du PIB nominal reste cette année nettement supérieure aux taux d'intérêt. En outre, les *swaps* de défaut de crédit (CDS) sont loin des niveaux observés dans les phases de tensions précédentes.

À moyen terme, la situation est plus préoccupante : les paiements d'intérêts sur la dette italienne seront progressivement affectés par la hausse des taux, et même si la croissance nominale retrouve ses niveaux d'avant la crise, une plus grande discipline budgétaire (sous forme d'un excédent budgétaire primaire) sera nécessaire pour maintenir une trajectoire de dette stable – à de rares exceptions, le gouvernement italien y est parvenu ces 20 dernières années. La hausse des *spreads* s'explique donc essentiellement par une réévaluation de l'endettement élevé de l'Italie après des périodes de taux extrêmement bas, d'autant plus que le programme d'achats de la BCE touche à sa fin et qu'il faudra rechercher de nouveaux acheteurs. Tandis que la BCE se met en retrait, il conviendra d'approfondir la mutualisation de la dette de l'Union européenne (UE) (l'Italie a déjà souscrit le montant maximum des fonds NGEU). Enfin, les élections de juin pourraient voir émerger des candidats eurosceptiques (M5S et Ligue du Nord), les consommateurs commençant à ressentir l'impact de la fermeté affichée par Mario Draghi sur l'énergie russe.



LES RÈGLES
BUDGÉTAIRES
européennes
devraient être
GELÉES
UNE ANNÉE
SUPPLÉMENTAIRE

GRAPHIQUE 2 : LES MARCHÉS RÉÉVALUENT LA DETTE PUBLIQUE ITALIENNE





La Banque d'Angleterre (BoE) sait comment se faire entendre. En annonçant une inflation à deux chiffres et en se montrant peut-être plus réaliste que la Fed et la BCE sur la trajectoire de croissance, la BoE a secoué les marchés mondiaux début mai. Tandis que l'Europe est dans l'œil du cyclone ukrainien et que la dégradation du pouvoir d'achat au Royaume-Uni est aggravée par le Brexit, les États-Unis sont-ils en mesure d'effectuer un atterrissage en douceur, alors que même la Chine freine la croissance mondiale ?

LA BoE ABAT SES CARTES

Début mai, la Banque d'Angleterre (BoE) a relevé son taux directeur à 1 %, tout en pointant des risques de récession et en augmentant ses prévisions d'inflation à 10 % pour 2022 (avec un pic déplacé d'avril au quatrième trimestre) et à 3,5 % pour 2023. En avril, l'inflation a atteint son plus haut niveau depuis 30 ans à 9 % – plus du triple de l'objectif fixé par la BoE. Les prix des factures d'énergie ont augmenté de 54 % en avril et une nouvelle hausse est prévue en octobre.

Les ventes de détail ont chuté de 4,5 % en rythme annuel en avril, un recul moins prononcé que les prévisions du consensus (-7,2 %). La chute a peut-être été amortie par la croissance des salaires totaux (primes incluses), qui a atteint 9,9 % sur un an en mars. Hors primes, ce chiffre est toutefois ramené à 4,1 %, sachant que les salaires ont en réalité diminué de 1,2 % si l'on tient compte de l'inflation. Dans ce contexte, la BoE anticipe une baisse du PIB au quatrième trimestre 2022 et une croissance atone sur l'ensemble de l'année 2023.



UN VACCIN À
ARN MESSAGER
CHINOIS
pourrait doper
la croissance
mondiale au
SECOND
SEMESTRE
2022

LA FED LUTTE CONTRE UN AUTRE TYPE D'INFLATION

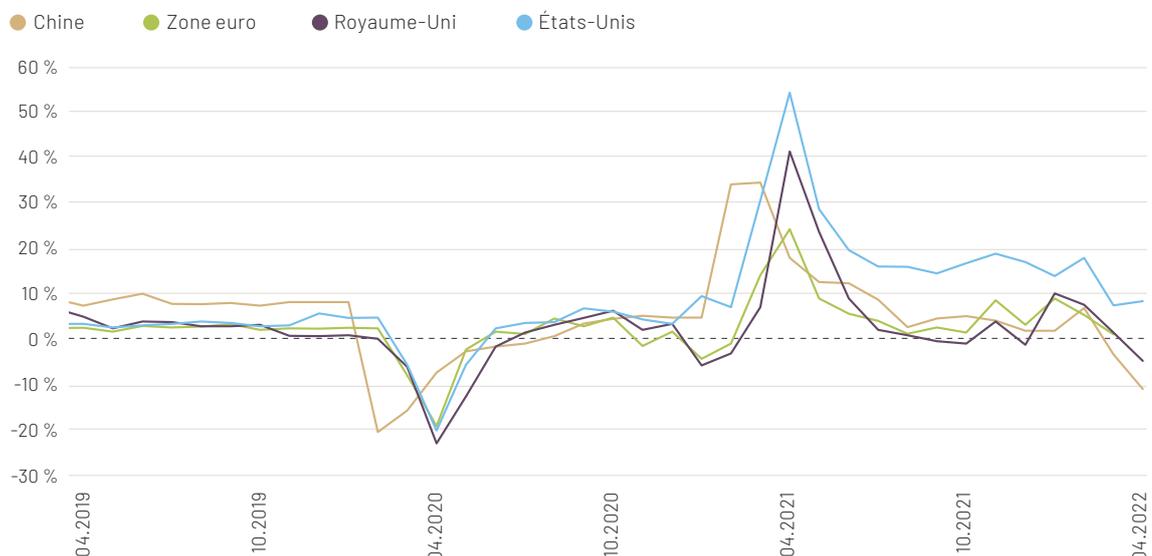
De son côté, la Fed a annoncé de nouvelles hausses de taux dans un contexte plus optimiste, les consommateurs américains semblant mieux résister, notamment en raison d'un marché du travail très tendu et d'une moindre exposition aux hausses des prix de l'énergie liées à la guerre. Après une hausse de 2,7 % des dépenses de consommation au premier trimestre, les ventes de détail ont continué de progresser en avril (0,9 % en glissement mensuel, 8,2 % en glissement annuel), malgré une baisse de près de 3 % du chiffre d'affaires des stations-service (graphique 3). Cette évolution soutient le PIB du deuxième trimestre 2022 et repousse en fin d'année l'impact des hausses de taux de la Fed. Néanmoins, l'inflation est désormais gravée dans l'esprit des consommateurs et refluera lentement, tandis que l'inflation à deux chiffres des prix à la production risque de plomber le secteur manufacturier. Nous restons également attentifs au marché immobilier américain, en première ligne dans le contexte du durcissement monétaire engagé par la Fed. Les taux hypothécaires ont atteint un sommet de 12 ans (5,3 % en mai, soit une hausse de 43 points de base (pb) sur le mois, néanmoins inférieure à celle de 78 pb observée en avril). Dans ce contexte, l'indice de l'Association nationale des constructeurs de maisons individuelles (NAHB) montre un net recul des acheteurs potentiels, même si les indicateurs retardés des prix immobiliers restent orientés à la hausse. Au total, malgré de meilleures performances, les enquêtes sur la confiance des

consommateurs suggèrent toujours un ralentissement de la consommation en fin d'année. Les perspectives de croissance sont plus modérées pour 2023 (1,7 %), ce qui pourrait inciter la Fed à se montrer moins agressive l'année prochaine.

CHINE : DANS L'ATTENTE DE LA RÉOUVERTURE

Les prévisions de croissance pour 2022 ont été révisées à la baisse en Chine, alors que le maintien des mesures de confinement a essentiellement pesé sur la demande intérieure. Les ventes de détail (-11,1 % en glissement annuel) ont en effet chuté beaucoup plus lourdement que la production industrielle (-2,9 %) en avril. Cependant, nous estimons que la réouverture de l'économie, permise par un vaccin à ARNm chinois, pourrait doper significativement la croissance mondiale au second semestre 2022. La progression du PIB devrait se situer autour de 4 % en 2022, compte tenu de l'impact inévitable des mesures de confinement sur les chiffres du deuxième trimestre. Dans une année électorale clé, le gouvernement chinois ne peut ni laisser la croissance du PIB s'écarter fortement de l'objectif officiel de 5,5 %, ni se permettre de perdre la face sur les fronts de la politique « zéro COVID » et de l'augmentation des prix alimentaires. Nous anticipons donc de nouvelles mesures de relance monétaire et budgétaire le mois prochain. Le redressement de l'activité en Chine devrait maintenir la pression sur les prix du pétrole au cours des prochains trimestres, malgré le ralentissement des économies avancées.

GRAPHIQUE 3 : LES CONSOMMATEURS EN PREMIÈRE LIGNE,
VENTES DE DÉTAIL EN GA, %



Sources : Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

MAINTIEN D'UNE VUE CONSTRUCTIVE SUR LES SPREADS DE CRÉDIT

Les taux d'intérêt ont fortement augmenté depuis le début de l'année, dans un contexte de montée de l'inflation incitant les banques centrales à abandonner leurs politiques monétaires ultra-accommodantes. Les marchés de crédit semblent intégrer avec justesse un ralentissement de l'activité et une hausse modérée des taux de défaut. Nous sommes positifs à moyen terme sur les stratégies de portage liées aux obligations d'entreprises affichant de solides fondamentaux et une visibilité suffisante dans cet environnement complexe, avec une préférence pour les investissements de durée courte.

BANQUES CENTRALES

Les banques centrales sont dans une situation difficile, alors que des taux d'inflation historiquement élevés cohabitent avec un ralentissement de la croissance mondiale. La Fed, qui a engagé le resserrement des conditions monétaires, est cependant mieux lotie que ses pairs. Ses orientations et ses mesures se reflètent déjà sur les marchés de taux (taux hypothécaires, obligations d'entreprise et bons du Trésor) et les rendements réels sont en territoire positif. En outre, les composantes cycliques de l'inflation s'atténuent (prix des biens, métaux, etc.). Les prix des carburants, des denrées alimentaires et des loyers continuent d'augmenter, mais les prévisions d'inflation à long terme sont bien ancrées.

De son côté, la BCE est prise entre le marteau et l'enclume, car la croissance est menacée par la situation géopolitique, tandis que la dépréciation de l'euro exacerbe la poussée inflationniste. Le bilan de la banque centrale devrait diminuer en raison du remboursement des TLTRO. La BCE devrait également mettre fin à son programme d'achat d'actifs et relever ses taux dès cet été afin de soutenir les taux réels, toujours largement en territoire négatif.

COURBE DES TAUX

L'aplatissement de la courbe des taux américains est dû au ton plus agressif adopté par Jerome Powell l'été dernier. À ce stade, la structure par terme des taux d'intérêt reflète un niveau des Fed Funds proche du taux neutre à la fin 2022. Tant que les prévisions d'inflation à long terme restent solidement ancrées, le marché pourrait passer au-delà de la rhétorique restrictive de la banque centrale, ce qui devrait atténuer la pression sur la courbe des taux. En outre, les risques menaçant la croissance du PIB augmentent, ce qui est susceptible d'inciter les banques centrales à éviter un resserrement trop agressif.

La conséquence serait une pentification haussière de la courbe des taux (hausse des taux courts moins rapide que celle des taux longs). Cependant, d'autres facteurs pourraient entraîner une pentification baissière de la courbe (baisse des taux courts plus rapide que celle des taux longs), notamment une expansion de la prime de terme et de la prime de risque inflationniste dans le cas d'un resserrement quantitatif agressif et/ou d'un désancrage des anticipations d'inflation.

OBLIGATIONS DES ÉTATS PÉRIPHÉRIQUES EUROPÉENS

Dans le contexte récent de hausse des taux et d'élargissement des *spreads*, les dettes périphériques européennes ont globalement vu leurs rendements progresser. Si les niveaux actuels paraissent attrayants à première vue, nous sommes d'un avis opposé. Dans le cadre de notre positionnement sur la courbe des rendements souverains européens, nous évitons les pays périphériques pour plusieurs raisons : premièrement, la volonté d'agir de la BCE s'est nettement affirmée ces dernières semaines et une inflexion semble désormais inévitable. La politique de taux d'intérêt négatifs de la BCE a entraîné des effets secondaires sur la rentabilité des banques, notamment une distorsion du marché obligataire, ce qui s'est traduit par des taux de change inadaptés. Si l'on observe les *spreads* au sein de la région, les divergences qui se sont formées par rapport aux creux observés il y a quelques semaines à peine sont logiques, lorsqu'on les compare aux ratios dette/PIB réels (voir la section Focus, page 4). En outre, la fin des programmes d'achats de la BCE risque fort de tirer les *spreads* à la hausse, car les nouveaux acheteurs exigeront une rémunération accrue. De fait, les *spreads* actuels ne tiennent pas compte d'un « régime de crise » qui conduirait la BCE à intervenir. Selon nous, les niveaux actuels ne constituent pas un point d'entrée, mais reflètent notre opinion neutre/négative sur la courbe des taux en euro et les marchés périphériques.



Les *spreads* des obligations financières subordonnées ont augmenté de

100 PB
DEPUIS LE DÉBUT
DE L'ANNÉE

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

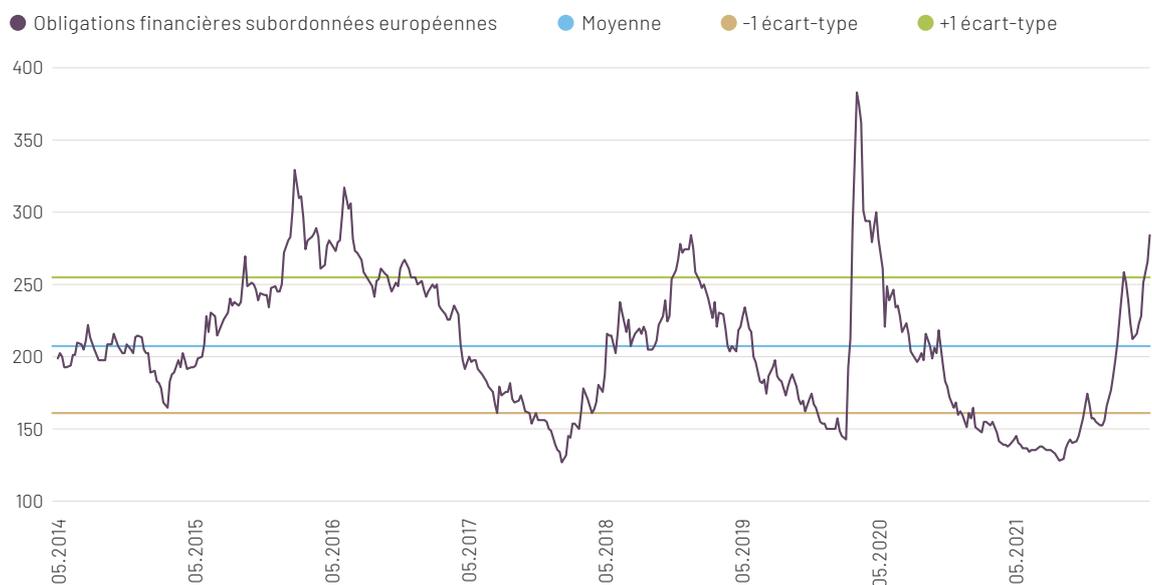
Les marchés de crédit demeurent sous pression, dans un contexte de décélération de la croissance et de pression sur les marges des entreprises en raison d'une inflation plus élevée. Si les entreprises à la notation de crédit la plus faible ont été les plus touchés par la récente correction des *spreads*, la performance totale négative des principaux indices due à l'impact de la hausse des taux et de l'élargissement des *spreads* offre de meilleurs points d'entrée pour le portage, y compris parmi les entreprises les mieux notées. Conscients de l'absence d'éléments favorables – à ce stade – au resserrement des *spreads* et de la montée potentielle des pressions touchant les entreprises les plus sensibles à la hausse des coûts, nous restons cependant confiants dans les fondamentaux des entreprises et estimons que les détenteurs d'obligations sont en moyenne bien rémunérés aux niveaux des *spreads* actuels, sur une base historique et par rapport aux emprunts d'État.

DETTE SUBORDONNÉE

Le marché de la dette subordonnée a souffert de l'élargissement des *spreads* de crédit, de la volatilité des taux et de la réévaluation générale des primes de risque.

Même si la dette senior *investment grade* offre un rendement attrayant, l'écart de *spread* entre les deux segments du marché favorise toujours la dette subordonnée, en particulier les obligations d'entreprise hybrides de qualité. Le secteur financier offre également un profil de rendement/risque intéressant. Les grandes banques européennes – moins touchées par les pressions inflationnistes que les entreprises – ont publié des résultats globalement résilients au premier trimestre 2022. Les bénéfices sont meilleurs qu'attendu et à peine inférieurs à ceux du premier trimestre 2021, grâce à une solide croissance des revenus dans un contexte de hausse des taux. Bien que les ratios CET1 aient diminué sous l'effet conjugué d'un durcissement de la réglementation et d'un rattrapage post-COVID-19, les ratios de fonds propres et de liquidité restent robustes et les coussins de fonds propres très confortables. Le coût du risque a augmenté en raison de l'impact du conflit russo-ukrainien, mais reste nettement inférieur aux niveaux de 2020. L'environnement de taux plus élevés est positif pour les banques et l'inflation pèsera davantage sur les entreprises, de sorte que les banques devraient s'avérer relativement plus résilientes. En parallèle, la dette bancaire ne faisait partie du programme d'achats de la BCE et risque donc moins de souffrir de la fin des programmes d'assouplissement quantitatif (graphique 4).

GRAPHIQUE 4 : INDICE DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES SUBORDONNÉES EUROPÉENNES, SPREAD PAR RAPPORT AUX EMPRUNTS D'ÉTAT



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

En début d'année, les investisseurs en actions ont affronté une accumulation de vents contraires : variant Omicron, inflation, hausse des taux et conflit russo-ukrainien. Les prévisions de croissance des bénéfices sont néanmoins restées stables et constituent le principal soutien des marchés boursiers. En effet, la saison des résultats du premier trimestre 2022 s'est avérée rassurante et les révisions à la hausse se poursuivent. Le plongeon des marchés actions, qui a entraîné tous les indicateurs de sentiment dans le rouge, pourrait dès lors inciter les investisseurs à adopter une attitude contrariante et parier sur un rebond à court terme.



En Europe,

79 %

des entreprises
ONT ANNONCÉ
DES VENTES
SUPÉRIEURES
AUX PRÉVISIONS
AU T1

RÉSULTATS ET VALORISATIONS

En matière de bénéfices, les résultats continuent de faire preuve de résilience. Dans l'ensemble, les entreprises ont dépassé les attentes sur les marchés développés. En Europe, 79 % des entreprises ont fait mieux que les prévisions en termes de chiffre d'affaires (contre une moyenne historique de 60 %), tandis que la croissance globale des bénéfices par action (BPA) atteint 7 % contre -1 % pour les estimations du consensus, soit une surprise positive de 8 %.

En dépit de ces bons résultats, les dirigeants se montrent prudents quant à l'avenir, car l'inflation des coûts des intrants et les problèmes de la chaîne logistique commencent à se faire sentir.

Du côté des valorisations, la hausse continue des taux à long terme s'est rapidement traduite (via le taux d'actualisation) par un dérapage des ratios cours/bénéfices sur les marchés actions. Parallèlement, les rendements réels ont détérioré la prime de risque des actions, rendant ainsi ces dernières moins attractives.

ÉTATS-UNIS

La saison des résultats du premier trimestre 2022 n'a pas permis un rebond des marchés actions, malgré plusieurs surprises positives : 77 % des entreprises de l'indice S&P 500 ont battu les estimations des analystes en matière de BPA. On observe que 85 % des entreprises du S&P 500 ont cité le terme « inflation » en présentant leurs résultats du premier trimestre (soit le pourcentage le plus élevé depuis 2010). Néanmoins, l'impact sur les marges reste contenu pour le moment : selon les estimations actuelles, la marge bénéficiaire nette devrait atteindre 12,5 % pour le marché américain au deuxième trimestre, un chiffre très légèrement inférieur aux prévisions de la fin mars (12,7 %).

Les marges devraient néanmoins rester sous pression dans les prochains mois, comme en témoignent les récentes publications de résultats des principales entreprises du secteur de la distribution aux États-Unis. Enfin, les investisseurs seront également très attentifs à la politique monétaire plus restrictive de la Fed.

Nous restons dès lors prudents sur les actions sensibles aux taux longs et privilégions les entreprises de qualité. Les valeurs défensives s'avèrent également plus résistantes dans un environnement caractérisé par des craintes accrues de récession.

EUROPE

De nombreux vents contraires soufflent sur l'Europe : conflit russo-ukrainien, perturbations de la chaîne logistique, inflation, hausse des taux et impact de la politique « zéro COVID » en Chine. Compte tenu du manque de visibilité sur la trajectoire de reprise, nous restons prudents sur les marchés actions européens, bien qu'ils soient peu chers en termes absolus et relatifs. La saison des résultats du premier trimestre 2022 a été rassurante pour de nombreuses entreprises dans divers secteurs. Cependant, si les révisions bénéficiaires sont positives, l'incertitude dominera probablement au second semestre. En Europe, nous restons positifs sur les marchés actions britannique et suisse, qui permettent de diversifier notre exposition aux actions européennes, ces deux marchés étant moins directement exposés à la crise ukrainienne que la zone euro et bénéficiant d'une répartition sectorielle attrayante (avec un biais en faveur du secteur de l'énergie et des valeurs de qualité/défensives).

MARCHÉS ÉMERGENTS

Les inquiétudes concernant le cycle actuel de hausse des taux aux États-Unis, les craintes de stagflation à l'échelle mondiale, ainsi que l'impact des confinements liés à la COVID-19 sur la demande intérieure chinoise minent la confiance des investisseurs sur les marchés émergents. Ces préoccupations affectent notamment les marchés boursiers chinois, qui se négocient actuellement à 11 fois les bénéfiques - un niveau attrayant par rapport aux normes historiques. Bien que les révisions bénéficiaires soient négatives et incitent à la prudence, nous sommes optimistes pour le second semestre 2022 au vu de l'assouplissement progressif des mesures de confinement en Chine qui conduirait une réouverture graduelle de l'économie et un retour attendu de la demande refoulée des consommateurs. De plus, les autorités chinoises maintiennent un certain assouplissement monétaire et budgétaire, alors que de nouvelles mesures sont à venir. Nous prévoyons notamment une forte augmentation des dépenses d'infrastructure cette année.

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

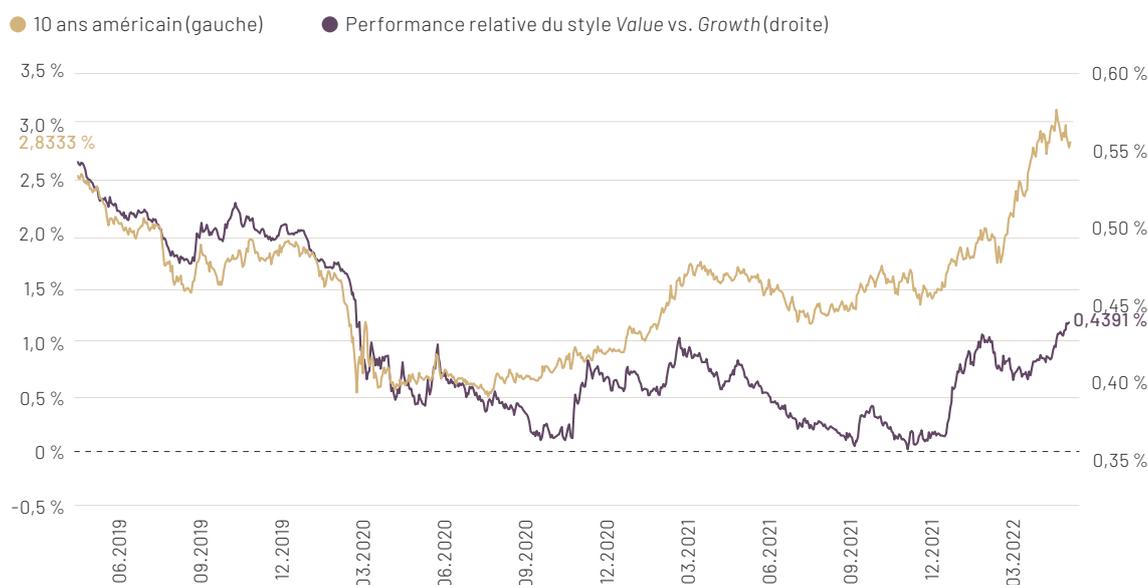
La thématique de la qualité s'est récemment heurté à sur un obstacle de taille : le vif rebond des rendements à long terme a eu un impact négatif sur la valorisation des titres à duration longue.

Néanmoins, ce nouvel environnement volatil implique une prime plus élevée pour les thèmes de la qualité et du retour à l'actionnaire, qui ont historiquement bien résisté dans les périodes stagflationnistes.

Le thème *Value* a surperformé grâce au vif rebond des rendements, même si la performance des financières s'est avérée quelque peu décevante dans ce contexte. La dynamique des secteurs de l'énergie et des matériaux, alimentée par de solides révisions bénéficiaires, constitue également un moteur de surperformance robuste, d'autant que les prix du pétrole brut restent soutenus par le contexte géopolitique et le faible niveau des stocks américains.

Les valeurs de croissance souffrent de la hausse des rendements obligataires, certaines valeurs technologiques non rentables se négociant 50 % en dessous de leurs sommets de 2021, tandis que le Nasdaq, à forte composante technologique, a déjà abandonné 25 % depuis le début de l'année. Au-delà d'un ajustement déjà significatif, les valorisations pourraient encore reculer si les taux continuent d'augmenter. En conséquence, nous restons prudents sur ce style d'investissement et reviendrons sur les valeurs de croissance quand les taux se seront stabilisés (graphique 5).

GRAPHIQUE 5 : L'INDICE MSCI EUROPE VALUE VS. GROWTH EST CORRÉLÉ AVEC LE 10 ANS AMÉRICAIN, %



Remarque : La forte corrélation entre les rendements américains et la performance relative des actions Value par rapport aux valeurs de croissance reste d'actualité. En tenant compte du dernier rebond des rendements, les actions Value ont encore un certain potentiel de rattrapage.

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

LA VOLATILITÉ EST DE RETOUR SUR LE MARCHÉ DES CHANGES

La divergence des politiques monétaires continuera d'alimenter la dynamique des devises à l'avenir. En mai, le marché des changes a également été affecté par l'alternance déstabilisatrice entre aversion au risque et appétit pour le risque, alors que le dollar a atteint des points hauts sur vingt ans. Les perdants notables ont été les anciens gagnants – le yuan chinois s'est éloigné du seuil de 6,40 et les devises liées aux matières premières semblent avoir subi d'importantes liquidations de positions.



La vigueur du
DOLLAR
a dépassé
nos prévisions

Guidé par le sentiment de risque et les craintes d'un ralentissement en Chine, le marché des changes a été très volatil ces derniers temps. Le dollar s'est renforcé au-delà de nos attentes, l'indice dollar atteignant son plus haut niveau depuis décembre 2002 (graphique 6). Les investisseurs anticipent de plus en plus un euro s'échangeant à parité avec le dollar dans les mois à venir. Techniquement, le support important se situe à 1,0340 – un plancher datant de 2017.

À QUELS NIVEAUX LA PAIRE EUR/USD POURRAIT-ELLE SE NÉGOCIER DANS LES SEMAINES À VENIR ?

Scénario 1 : le plus pessimiste.

La guerre russo-ukrainienne s'intensifie et perturbe l'approvisionnement en gaz de l'Europe. Les confinements se poursuivent en Chine jusqu'à la fin de l'année. L'inflation américaine reste élevée. Dans ce scénario, la paire EUR/USD « casse » le support à 1,0340 et atteint la parité.

Scénario 2 : notre scénario de base.

Notre scénario de base correspond au *statu quo*. La paire EUR/USD se maintient dans une fourchette de 1,0350 à 1,0850.

Scénario 3: the most optimistic.

La rhétorique de la BCE devient plus agressive, tandis que la Fed pourrait commencer à adoucir son message si l'inflation semble atteindre un pic aux États-Unis – un scénario envisageable au second semestre 2022. Il convient également de noter qu'une fin rapide de la guerre entre la Russie et l'Ukraine entraînerait un rebond de l'euro. Dans ce scénario, la paire EUR/USD dépasserait le seuil de 1,10.

GRAPHIQUE 6 : LE DOLLAR À UN POINT D'INFLEXION ? INDICE DOLLAR, DXY



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



USD

Sommet inédit depuis deux décennies.

Le sentiment extrêmement négatif qui a dominé début mai a propulsé le dollar vers un sommet de vingt ans. Cette vigueur a probablement été alimentée par la demande de liquidités dans des marchés cherchant à liquider d'importantes quantités de risques, ainsi que par la hausse des rendements au comptant, la Fed ciblant des hausses de taux de 50 pb au moins lors des prochaines réunions. Lorsque des sommets de plusieurs décennies sont franchis, l'adoption d'une vision à très long terme peut s'avérer payante, de sorte que les investisseurs à long terme devraient commencer à prendre des profits sur leurs positions surpondérées en dollar. À plus court terme, il convient de garder à l'esprit que les raisons à l'origine du sentiment de risque négatif (hausse de taux et inflation, politique « zéro-COVID » en Chine et guerre russo-ukrainienne) n'ont pas disparu et que le dollar demeure une valeur refuge privilégiée. Dans l'ensemble, le dollar reste soutenu à ce stade, mais le potentiel haussier semble de plus en plus limité par les facteurs techniques et les risques de récession.

OR

Rendements réels ou géopolitique ?

Les rendements réels américains ont encore progressé, le 10 ans passant nettement en territoire positif à 0,27 % et retrouvant ainsi son niveau pré-pandémie. Dans le même temps, la guerre en Ukraine se poursuit sans répit et semble malheureusement de plus en plus susceptible de durer.

Parmi ces deux forces opposées qui s'exercent sur le prix de l'or, la hausse des rendements réels semble être le facteur dominant, car l'or a réintégré la fourchette de 1 800-1 850 USD/once où il évoluait avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Si nous pensons toujours que le prix de l'or intègre une prime de risque géopolitique (sans doute proche de 50-100 USD/once) et que les niveaux de support ont été relevés en raison des sanctions financières occidentales ciblant les réserves de change de la Russie, nous estimons que l'or devrait sous-performer à court terme.

CNY

Limiter la vigueur de la devise.

La paire USD/CNY est à son plus haut niveau depuis 2020, alors que les rendements américains sont supérieurs aux rendements chinois pour la première fois depuis 2010. Le solide excédent commercial de la Chine devrait toutefois limiter la baisse du yuan. À l'inverse, dans un contexte de ralentissement induit par la politique « zéro-COVID », la Banque populaire de Chine freine la vigueur du yuan via le fixing quotidien. Si la politique « zéro-COVID » persiste, la paire USD/CNY pourrait ainsi poursuivre sa progression.



MACROÉCONOMIE ET ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ

• **Croissance mondiale** : notre scénario d'un ralentissement sans récession (après une forte révision à la baisse de nos prévisions macroéconomiques fin janvier, plus sévère en Europe qu'aux États-Unis) a été confirmé par le PIB du 1^{er} trimestre en zone euro, qui s'est établi à +0,3 %. Aux États-Unis, le PIB du 1^{er} trimestre 2022 a été négativement impacté par la balance commerciale, qui a compensé la résistance plus forte qu'attendu de la consommation privée et de l'investissement, susceptibles de s'affaiblir au cours des prochains trimestres. La Chine enregistre une chute de ses données macroéconomiques et de ses indices PMI en raison des confinements. Ce facteur devrait s'atténuer à l'avenir, tandis que le *policy-mix* pourrait devenir plus favorable.

• **Inflation** : la date du pic d'inflation a été repoussée, car la hausse continue de la composante de base suggère une inflation plus généralisée, tandis que l'impact des prix de l'énergie devrait se dissiper au cours des prochains trimestres. Les pressions sur les salaires pourraient commencer à s'apaiser aux États-Unis, mais devraient se renforcer à partir de niveaux plus bas dans la zone euro. Les tensions sur les prix des denrées alimentaires continueront à favoriser la hausse de l'inflation dans les marchés émergents, ce qui pourrait conduire à une hausse des tensions sociales.

• **Bénéfices des entreprises** : Les résultats du premier trimestre 2022 ont surpris à la hausse, la croissance des chiffres d'affaires ne semblant pas impactée par le ralentissement de la croissance, tandis que les marges des entreprises s'avèrent pour le moment résilientes. Comme suggéré en 2021, les entreprises disposent d'un pouvoir de fixation des prix et les difficultés actuelles résident plus dans l'inflation que dans

les marges. Sans surprise, les biens de consommation discrétionnaire ont le plus souffert, tandis que la santé, l'énergie et les matériaux ont affiché de bons résultats. Globalement, la révision à la hausse de la croissance des BPA pour 2022 a été supérieure à 10 % aux États-Unis. Pour l'avenir, nous prévoyons un ajustement des marges et un ralentissement de la croissance des revenus.

• **Banques centrales** : les dernières semaines ont été caractérisées par une accélération du calendrier de resserrement monétaire et une rhétorique plus agressive, directement intégrée par les marchés. La BCE reste certes en retrait par rapport à la Fed, mais la volonté de sortir des taux négatifs constitue un changement de perspective radical par rapport à 2021. Cette évolution a alimenté les inquiétudes sur la viabilité de la dette en zone euro et suscité un élargissement des *spreads* souverains. Dans ce contexte, deux divergences doivent être soulignées. Tout d'abord, les prévisions d'inflation et de croissance du PIB de la Banque d'Angleterre sont plus sombres que celles de la Fed et de la BCE, qui restent toutes deux optimistes sur leur capacité à ramener l'inflation de base à 2,5 % l'année prochaine tout en évitant une stagnation. D'autre part, la Banque populaire de Chine continue d'assouplir sa politique de manière progressive et prudente.

• **Valorisations** : si la récente correction des marchés d'actions et de crédit a déjà rendu les primes de risque plus attractives, elle pourrait se poursuivre en fonction de l'ampleur de la hausse des taux à long terme et du ralentissement des perspectives de croissance. Les investisseurs surveilleront les catalyseurs liés aux banques centrales et aux politiques de confinement/vaccination en Chine, car les marchés intègrent déjà un certain niveau de pessimisme.



LA CORRECTION
DES MARCHÉS
ACTIONS
n'est peut-être
pas terminée

CONVICTIONS D'INVESTISSEMENT/ALLOCATION

- **Actions** : dans ce contexte, nous continuons à privilégier une vision équilibrée entre les titres *Value*, les actions de Qualité et les valeurs Défensives. Nous avons réduit notre conviction sur le facteur *Growth* il y a plusieurs mois, avant de renforcer récemment le facteur *Value* (financières et actions *Value* américaines), les valeurs de rendement et les secteurs de qualité/défensifs tels que la santé. Bien que le facteur *Value* ait surperformé les indices depuis que nous avons pris position en novembre 2020, nous privilégions une réduction tactique dans le contexte actuel, où les craintes de stagnation risquent de peser sur ce style. D'un point de vue géographique, nous conservons une forte diversification : nous mettons l'accent sur les marchés développés tout en maintenant notre conviction à long terme sur l'Asie, notamment la Chine, qui présente des niveaux de valorisations attractifs et pourrait surperformer si cette dernière déploie un vaccin à ARNm.
- **Obligations** : nous restons sous-pondérés sur la duration et considérons qu'il est probablement trop tôt pour revenir sur les obligations d'État. Nous restons positifs sur les obligations d'entreprise et la dette financière, pour lesquelles la normalisation des *spreads* est davantage une question de réévaluation induite par les flux dans un mouvement global de réinitialisation des performances, qu'une tendance liée aux fondamentaux et due à des taux de défaut plus élevés.
- **Devises** : nous avons écrit récemment qu'il était trop tôt pour prendre une position *short* sur le dollar. Le dollar est probablement proche de son sommet aux niveaux actuels : il intègre l'accélération du resserrement monétaire de la Fed, tandis que la réduction de l'incertitude politique en France et les anticipations de hausses de taux de la BCE n'ont pas renforcé l'euro contre le billet vert. L'aversion au risque et le resserrement de la liquidité pourraient également soutenir le billet vert. Son éventuel affaiblissement pourrait intervenir au second semestre 2022, notamment si la Fed devient moins agressive ou si la croissance du PIB américain ralentit encore. Une telle évolution pourrait offrir un point d'entrée sur les devises émergentes.

CONVICTIONS CLÉS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉ- GIQUE (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 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 20 MAI 2022



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PBS)	VARIATION ANNUELLE (PBS)
Bons du Trésor américain 10A	2,78 %	-11,76	127,10
France 10A	1,47 %	4,80	127,30
Allemagne 10A	0,94 %	-2,80	112,30
Espagne 10A	2,08 %	14,30	151,40
Suisse 10A	0,70 %	-20,10	83,80
Japon 10A	0,24 %	-0,80	17,30

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	34,88	-2,87 %	-11,07 %
Emprunts d'État en EUR	206,37	-0,25 %	-5,57 %
Entreprises haut rendement en EUR	195,85	-3,25 %	-8,32 %
Entreprises haut rendement en USD	296,94	-3,61 %	-10,67 %
Emprunts d'État américains	303,88	0,72 %	-5,12 %
Entreprises émergentes	44,16	-2,43 %	-13,41 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	1,0295	-0,41 %	-0,78 %
GBP/USD	1,2480	-2,80 %	-7,77 %
USD/CHF	0,9746	1,79 %	6,76 %
EUR/USD	1,0564	-2,09 %	-7,09 %
USD/JPY	127,88	-0,48 %	11,12 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	29,43	1,22	12,21

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	3 901,36	-8,67 %	-18,14 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 389,98	-1,75 %	0,07 %
Stoxx Europe 600	431,10	-4,90 %	-11,62 %
Topix	1 877,37	-1,46 %	-5,77 %
MSCI World	2 655,91	-7,86 %	-17,82 %
Shanghai SE Composite	4 077,60	1,60 %	-17,46 %
MSCI Emerging Markets	1 035,31	-3,75 %	-15,97 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 376,10	-3,62 %	11,56 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	208,37	-8,77 %	-24,42 %
MSCI Asia Ex Japan	663,33	-2,76 %	-15,96 %
CAC 40 (France)	6 285,24	-4,50 %	-12,13 %
DAX (Allemagne)	13 981,91	-1,13 %	-11,98 %
MIB (Italie)	24 095,00	-0,76 %	-11,89 %
IBEX (Espagne)	8 484,50	-1,94 %	-2,63 %
SMI (Suisse)	11 308,98	-7,74 %	-12,17 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	4 817,00	-6,16 %	5,91 %
Or (USD/Oz)	1 846,50	-4,41 %	0,95 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	113,23	10,93 %	50,55 %
Argent (USD/Oz)	21,67	-10,68 %	-7,21 %
Cuivre (USD/Tonne)	9 422,00	-6,81 %	-3,07 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	8,08	23,71 %	116,70 %

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

FÉVRIER 2022	MARS 2022	AVRIL 2022	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (20 MAI 2022)
4,73 %	12,25 %	0,38 %	1,60 %	11,56 %
0,39 %	3,58 %	-1,20 %	-1,46 %	0,07 %
-0,08 %	3,15 %	-2,40 %	-1,75 %	-5,77 %
-0,47 %	2,52 %	-3,79 %	-2,76 %	-11,62 %
-2,40 %	0,77 %	-4,89 %	-3,62 %	-15,96 %
-2,65 %	0,61 %	-5,23 %	-3,75 %	-15,97 %
-3,06 %	-2,52 %	-5,75 %	-4,90 %	-17,46 %
-3,14 %	-2,93 %	-8,43 %	-7,86 %	-17,82 %
-3,36 %	-6,84 %	-8,80 %	-8,67 %	-18,14 %
-10,33 %	-7,84 %	-13,86 %	-8,77 %	-24,42 %

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.

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 56S0034, agrément : EC/2012-08 ;
- **en Suisse** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pellì 3, 6900 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Brochure est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Brochure ;
- **dans la Région administrative spéciale de Hong Kong** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571)(SFO). La Brochure est susceptible d'être distribuée exclusivement à des Investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme) (Cap. 571D) ;
- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No.FAA-G07 des Autorités monétaires de Singapour, ou Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour, chapitre 289. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **à Dubaï** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower - Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- **à Abu Dhabi** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- **autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette publication. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

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

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

Crédits photos: Getty Images.

Achevé de rédiger le 23.05.2022.

