



MONTHLY HOUSE VIEW

Février 2022

Focus

Politique monétaire américaine :
du « tapering » au resserrement monétaire ?

• Table des matières

| | | |
|-----|---|-----|
| 01• | Éditorial DRY JANUARY | P3 |
| 02• | Focus POLITIQUE MONÉTAIRE AMÉRICAINE : DU « TAPERING » AU RESSERREMENT MONÉTAIRE ? | P4 |
| 03• | Macroéconomie DÉCÉLÉRATION ÉCONOMIQUE, NORMALISATION MONÉTAIRE ET INFLATION | P6 |
| 04• | Obligations LA FED VISE UNE PENTIFICATION DE LA COURBE DES TAUX AMÉRICAINS | P8 |
| 05• | Actions TIRER PARTI DE LA ROTATION ! | P10 |
| 06• | Devises FORTE INCERTITUDE 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 |



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Les investisseurs sont partis réveiller le baume au cœur, rassurés par un marché euphorique, et se réveillent en 2022 avec un nouveau film qui défile sous leurs yeux sans avoir vraiment eu le temps de réagir : des taux qui remontent fortement, les champions du luxe et de la technologie qui corrigent, tandis que les bruits de bottes se font entendre en Europe de l'est et en Asie centrale. De quoi se convaincre de changer de régime et d'adopter une sorte de « *Dry January* » monétaire et financier, qui tranche avec la complaisance des marchés fin 2021. Et quand les membres les plus accommodants (les « colombes ») des banques centrales capitulent face aux partisans d'une rigueur monétaire plus forte (« les faucons »), il est temps de tourner la page de 2021 et d'en corriger les excès les plus visibles.

Qu'ont en commun les valeurs qui corrigent ? Le facteur discriminant de cette cure sur les marchés demeure les niveaux de valorisations. Face à des remontées de taux qui se font plus pressantes, les investisseurs vendent massivement les titres dont les multiples de valorisation dépassent 40 à 50 fois les résultats, niveau qui rapproche dangereusement leur retour sur fonds propres des taux longs. Au risque d'oublier leurs perspectives de croissance, leur rentabilité record et leur *pricing power* font une bonne parade contre une inflation qui reste élevée plus longtemps que prévu. À l'inverse, certains gagnants de l'année 2021 démarrent l'année en fanfare, au premier rang desquels figurent les valeurs bancaires et l'énergie.

Avons-nous déjà vu ce film par le passé ? Certains sont tentés d'établir le parallèle avec le début de l'année dernière, également caractérisée par une remontée des taux et une rotation sur les actions. Pourtant le contexte n'est plus tout à fait le même. L'année dernière, c'était l'accélération de la croissance, le plan Biden, le Sénat démocrate et le déploiement des vaccins, et enfin les premiers avertissements sur le risque inflationniste qui avaient conduit à cette configuration.

Cette année, nous sommes dans un contexte de normalisation de la croissance et des politiques monétaires, exception faite de la Chine sur ce dernier point. Nous sommes peut-être déjà au pic d'inflation, mais les remontées de taux et la réduction du bilan de la Fed sont devant nous. C'est ce qui change la donne par rapport à 2021 : les taux d'intérêt réels vont finir par remonter. Ce qui a changé depuis décembre, c'est que le sujet s'est déplacé des hausses de taux vers la réduction du bilan, des taux courts vers les taux longs et des devises vers les actions. Il est possible que le début de l'année 2018 soit une comparaison plus appropriée, quand la Fed accélérât ses hausses de taux, avec un mois de janvier qui commence en rotation sectorielle et se termine en correction.

Gardons toutefois la mesure des choses : le 10 ans américain net d'inflation navigue entre -4 % et -5 % et restera en territoire négatif toute l'année 2022 ce qui devrait rester favorable pour les actifs risqués. Un risque tout aussi important que d'ignorer les changements à l'œuvre serait toutefois d'exagérer ces risques et de craindre un choc similaire au crash obligataire de 1994 ; depuis ce temps, la Fed nous a habitué à faire volte-face presque à chaque fois que les marchés se mettaient à trembler.

Plus que de tenter de prédire un avenir incertain, l'essentiel pour les investisseurs restera donc de s'y adapter, en guettant les signaux venant des banques centrales comme les nouvelles venant des entreprises. *In fine* la clé de la trajectoire des marchés actions résidera encore dans la trajectoire de rentabilité et de croissance des actions, seule classe d'actifs permettant simultanément de résister contre l'érosion des rendements réels et de trouver des secteurs porteurs face aux hausses de taux. La bonne nouvelle, c'est que la volatilité devrait offrir des points d'entrée quasi introuvables en 2021.

POLITIQUE MONÉTAIRE AMÉRICAINE : DU « TAPERING » AU RESSERREMENT MONÉTAIRE ?

Le discours de la Fed a beaucoup évolué au cours des derniers mois. Si la banque centrale évoquait une seule hausse des taux pour 2022 et jugeait l'inflation « transitoire » à l'été 2021, elle a ensuite renoncé à cet adjectif, avant d'accélérer récemment la réduction de ses achats d'actifs. En outre, le marché anticipe désormais quatre hausses de taux en 2022, tandis que la réduction du bilan de la Fed est au centre des débats depuis début janvier.

Alors que la montée des anticipations de hausse des taux directeurs a entraîné un aplatissement de la courbe des taux américains en décembre, le discours sur le resserrement quantitatif de janvier s'est traduit par un mouvement de pentification qui a propulsé le 10 ans à près de 1,9 % récemment. Sur ce thème, les principales interrogations concernent l'ampleur et le rythme de réduction du bilan de la Fed, ainsi que son impact potentiel pour les investisseurs.

Le montant des réserves nécessaires avait toutefois été sous-estimé, ce qui avait contraint la Fed à mettre fin à ce mouvement lorsque son bilan avait atteint 18 % du PIB.

Aujourd'hui, certains analystes s'accordent à dire qu'une réduction du bilan à environ 25 % du PIB (contre 37 % actuellement) serait un objectif raisonnable à l'horizon mi-2023. La Fed pourrait commencer à réduire son bilan un ou deux trimestres après la première hausse des taux, qui devrait intervenir dès le mois de mars selon les anticipations du marché. La réduction du bilan prendrait donc forme à partir du troisième trimestre 2022.

Elle ne se traduira pas nécessairement par des ventes d'actifs, car la Fed devrait se contenter de ne pas réinvestir les rentrées de fonds liées aux titres arrivés à échéance. Environ 2 000 milliards USD d'actifs détenus par la Fed arrivent à échéance dans les deux prochaines années (graphique 1). Comme la maturité moyenne pondérée des actifs détenus par la Fed est plus courte qu'au début de l'épisode de normalisation précédent, le bilan diminuerait plus rapidement.

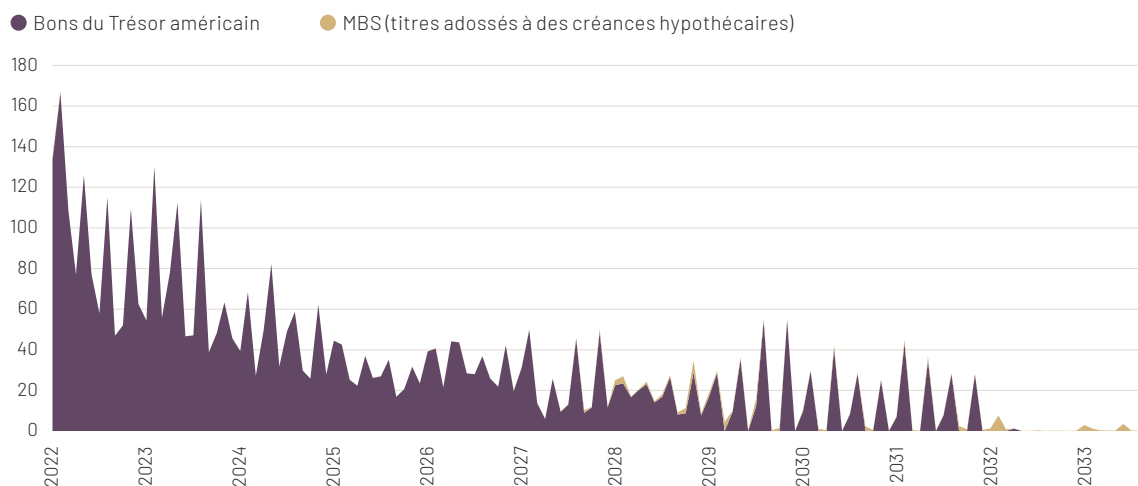


LA FED S'APPRÊTE À RÉDUIRE SON BILAN

Alors que les perspectives économiques américaines sont solides, avec une inflation élevée et un marché du travail tendu, le récent compte rendu de la Fed a indiqué une réduction prochaine de son bilan, qui atteint actuellement 8 800 milliards USD – soit plus du double de son niveau pré-pandémie. Cette annonce a rappelé à certains investisseurs la fin 2018, période durant laquelle la Fed avait pour objectif de réduire son bilan d'environ 600 milliards USD par an.

LA FED
pourrait **RÉDUIRE**
SON BILAN
un ou deux
trimestres après la
première hausse
des taux

GRAPHIQUE 1 : ACTIFS DE LA FED ARRIVANT À ÉCHÉANCE
DANS LES DIX PROCHAINES ANNÉES, MDS USD, MENSUEL



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



**2 000
MDS USD**
de bons du
Trésor arrivent à
échéance dans les
deux prochaines
années

LE CONTEXTE N'EST PAS LE MÊME QU'EN 2018

Devons-nous dès lors nous inquiéter de voir la Fed réduire son bilan ?

Tout d'abord, si le resserrement quantitatif signifie effectivement que la Fed intervient moins du côté de la demande (elle n'achète plus de bons du Trésor), il faut tenir compte d'autres éléments. En supposant que le déficit fédéral passe de 12 % à 5 % du PIB, ce qui équivaut à une diminution des besoins de financement de 1 000 milliards USD, les marchés devraient absorber à peu près la même quantité de bons du Trésor qu'en 2021, ce qui aurait un impact limité sur la courbe des taux. Ce scénario irait toutefois à l'encontre de la volonté de plusieurs membres du FOMC (organe de politique monétaire de la Fed) de réduire en priorité la part des MBS d'agences (*mortgage-backed securities*, prêts immobiliers titrisés), qui arrivent à maturité plus tard (graphique 1) et représentent actuellement environ 30 % du bilan de la Fed (graphique 2).

Deuxièmement, l'une des différences avec le dernier cycle de resserrement monétaire est le montant de liquidités en quête de collatéral via le programme de prise en pension. L'énorme excédent de liquidités présent dans les fonds communs de placement depuis le début de l'année 2021 se traduit par un recours accru au programme de *reverse repo* (RRP), qui entraîne une demande d'emprunts d'État de 1 500 milliards USD.

Ces liquidités pourraient être redéployées et compenser les 2 000 milliards USD de bons du Trésor arrivant à échéance dans les deux prochaines années, mais uniquement à la condition que le Trésor décide d'émettre davantage de bons à court terme.

Dans le cas contraire – si le Trésor préfère émettre de la dette à long terme –, le risque pour le marché serait une pentification de la courbe des taux via l'offre.

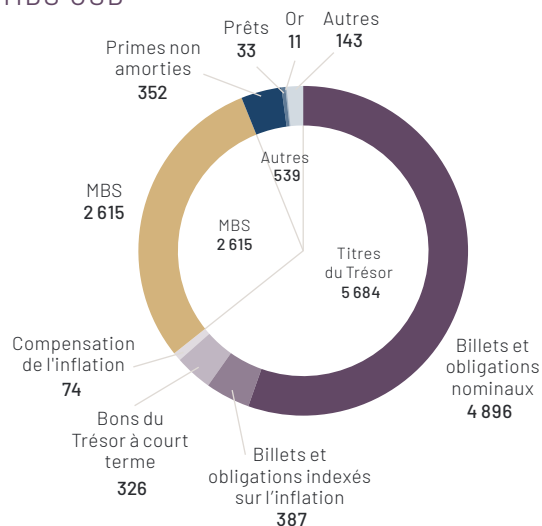
Troisièmement, la Fed a réintroduit en juillet dernier une facilité permanente de prise en pension (SRF). L'utilisation de cette facilité pourrait créer une sorte de plafond pour les taux à court terme. En effet, elle offre aux banques la possibilité de convertir leurs titres en réserves en cas de besoin, ce qui devrait les inciter à acquérir plus facilement des émissions du Trésor et ainsi aider la Fed à réduire son bilan.

LES IMPLICATIONS POUR LES INVESTISSEURS

Plus que la réduction du bilan, c'est la manière et la rapidité du processus qui préoccupent les marchés. La fin de l'assouplissement quantitatif (QE) et l'imminence du resserrement quantitatif (QT) devraient impacter l'appétit marginal des investisseurs pour la prise de risque. À cet égard, l'ampleur de l'expansion des primes de risque sera déterminante en 2022.

Pour les investisseurs, cela se traduit par divers types d'impact. Premièrement, on peut anticiper une pentification accrue de la courbe des taux américains, mais limitée dans une certaine mesure par son attrait pour les investisseurs étrangers. Deuxièmement, toutes choses égales par ailleurs, le resserrement quantitatif se traduira par une hausse prochaine de la volatilité. Troisièmement, le resserrement monétaire pourrait réduire la liquidité du marché, rendre les obligations moins attrayantes au niveau mondial et impliquer un élargissement des spreads sur le segment du crédit. Enfin, d'un point de vue transversal, l'impact sur le dollar reste difficile à évaluer. Si le billet vert est susceptible de bénéficier d'un élargissement du spread transatlantique, on observe historiquement une tendance à la baisse après les premières hausses de taux. Sur les marchés actions, ces évolutions constituent un catalyseur pour la rotation du style croissance vers le style *Value* (comme nous l'avons vu au premier trimestre 2020 et depuis le début de l'année) et probablement un régime de volatilité plus élevé.

GRAPHIQUE 2 : BILAN DE LA FED,
MDS USD



Sources : Fed, Indosuez Wealth Management.

DÉCÉLÉRATION ÉCONOMIQUE, NORMALISATION MONÉTAIRE ET INFLATION



L'année dernière a été une année de rattrapage économique, d'expansion des politiques monétaires et d'accélération de l'inflation. 2022 sera une année de normalisation de la croissance et des politiques monétaires dans les économies avancées ; l'inflation continuera à jouer son rôle, mais ses principaux moteurs seront différents.

DU DÉBUT DE CYCLE AU MILIEU DU CYCLE, OU VERS LA FIN DU CYCLE ?

Après un rebond au début du quatrième trimestre 2021, la propagation rapide du variant Omicron a perturbé l'activité économique en fin d'année et devrait impacter les statistiques économiques de janvier 2022 dans les zones les plus touchées. En revanche, le faible taux de mortalité et la diminution des cas observée en Afrique du Sud – où le variant a été découvert – montrent que les économies sont devenues plus résilientes face à la pandémie. Les pertes éventuelles devraient donc être compensées d'ici le début du deuxième trimestre et n'affecteront pas sensiblement notre scénario macroéconomique pour l'ensemble de l'année. L'économie mondiale devrait croître d'environ 4 % en 2022, avant que les taux de croissance des pays développés décèlent et convergent progressivement vers le taux de croissance potentiel en 2023. Seuls certains pays d'Asie du Sud-Est (Inde, Vietnam, Indonésie et Thaïlande), particulièrement touchés par la pandémie en 2021, pourraient afficher une accélération de leur activité économique.

Aux États-Unis comme en Europe, les créations d'emplois, la reconstitution des stocks et l'utilisation de l'épargne excédentaire devraient continuer à soutenir la demande, avec un probable rééquilibrage de la consommation vers les services.

L'investissement devrait également être un moteur de croissance. Le soutien des politiques publiques sera toutefois beaucoup moins favorable en raison de la réduction du soutien monétaire et budgétaire (la contribution de la dépense publique au PIB devrait passer de 0,6 pp à 0,4 pp dans la zone euro), même si ce dernier restera alimenté par les plans d'investissement dans les infrastructures déjà votés.

DE NOUVEAUX MOTEURS POUR L'INFLATION

L'inflation, qui atteint 7 % aux États-Unis et 5 % dans la zone euro, devrait culminer au premier semestre 2022 avant de diminuer progressivement au cours de l'année. On observe en effet plusieurs signes encourageants : l'apaisement des tensions sur les chaînes logistiques, comme en témoignent le raccourcissement des délais de livraison des fournisseurs et la baisse des prix des intrants (même si cela reste conditionné à une réouverture totale des économies et à un recul de la pandémie), mais aussi la baisse continue des prix du fret et de certaines matières premières comme le gaz ou le charbon.



L'INFLATION DE BASE

devrait rester

PLUS ÉLEVÉE

qu'initialement
anticipé par les
banques centrales

L'inflation sous-jacente devrait toutefois rester plus élevée qu'initialement anticipé par les banques centrales (graphique 3), sous l'effet de la hausse des prix de l'immobilier et des services, tandis que l'inflation salariale jouera un rôle essentiel, notamment aux États-Unis où le taux de chômage a encore baissé en décembre pour atteindre 3,9 % - un niveau proche du plein emploi. La hausse du salaire minimum et les négociations avec les syndicats pourraient également se traduire, cette année, par une pression à la hausse sur les salaires en Europe.

Plus à l'est, la Banque Populaire de Chine fait figure d'exception en s'engageant dans un mouvement d'assouplissement monétaire : une double baisse des taux a eu lieu début janvier (à la veille du 20^e congrès du Parti communiste chinois) pour contrer l'impact du ralentissement économique, notamment dans le secteur immobilier. Le gouvernement chinois devrait également accélérer ses dépenses ciblées dans des projets d'infrastructure. Alors que le variant Omicron est désormais présent en Chine, la stratégie « zéro COVID » adoptée à l'approche des Jeux olympiques implique un risque pour la demande intérieure. Certains chiffres sont toutefois encourageants : une croissance de 1,6 % au quatrième trimestre (contre 1,1 % attendu), un excédent commercial en hausse et une production industrielle dépassant les prévisions en décembre, grâce au rétablissement de la production d'énergie.

Pour conclure, nous maintenons notre scénario d'une croissance robuste mais en décélération, et d'une normalisation progressive des pressions inflationnistes, qui changent de nature. Paradoxalement, les risques pesant sur ce scénario résident dans une normalisation précipitée des politiques monétaires (susceptible d'affecter la croissance), ainsi que dans une hausse incontrôlée des salaires et une prolongation des tensions affectant les chaînes logistiques (rendant plus probable l'ancrage de l'inflation).

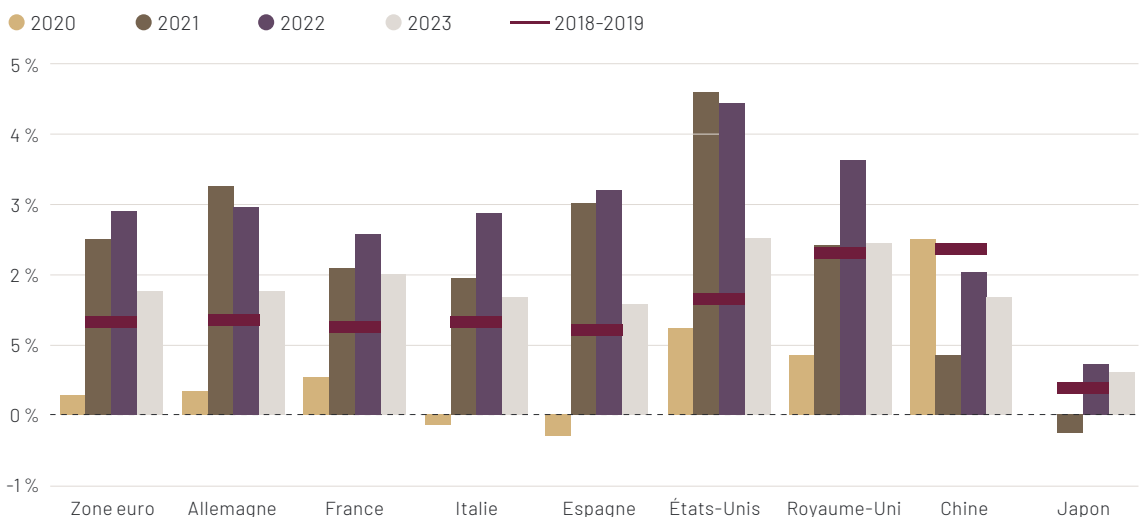


DES BANQUES CENTRALES PLUS AGRESSIVES, SAUF EN CHINE

Dans ce contexte d'inflation persistante, les banques centrales des pays développés, États-Unis et Royaume-Uni en tête, continueront à normaliser leur politique monétaire à un rythme plus soutenu qu'initialement prévu, notamment aux États-Unis (voir la section Focus). Cette année, près de 70 % des banques centrales devraient relever leurs taux d'ici la fin du deuxième trimestre, contre 40 % l'an dernier. On peut toutefois s'attendre à une certaine divergence des trajectoires. La Banque centrale européenne a clairement indiqué qu'elle poursuivrait ses achats nets d'actifs, bien qu'à un rythme réduit ; le PEPP prendra fin en mars, mais son horizon de réinvestissement sera prolongé.

70 % DES BANQUES CENTRALES devraient relever leurs taux d'ici le deuxième trimestre 2022, contre 40 % l'année dernière

GRAPHIQUE 3 : L'INFLATION DEVRAIT RESTER SUPÉRIEURE AUX NIVEAUX PRÉ-CRISE, À L'EXCEPTION NOTABLE DE LA CHINE, GA, %



Sources : Amundi Research, Indosuez Wealth Management.

LA FED VISE UNE PENTIFICATION DE LA COURBE DES TAUX AMÉRICAINS

La réduction du bilan de la Fed, qui devrait commencer cette année, implique une future pentification de la courbe des taux américains. Ce phénomène, qui n'est pas totalement intégré dans les prix de marché, exercera une pression à la hausse sur les taux réels et les primes de terme. La vigueur, la rapidité et la ventilation du resserrement quantitatif détermineront l'ampleur du mouvement.

BANQUES CENTRALES

Après avoir fait preuve de patience face à la poussée inflationniste due au choc d'offre, la Fed a décidé d'agir. Plus agressif, le dernier compte rendu du FOMC a signalé que la reprise économique et la hausse de l'inflation entraîneraient des hausses de taux plus précoces et plus rapides que prévu. Lors de son audition de confirmation devant le Congrès, M. Powell a également indiqué que la Fed se préparait à réduire son bilan de 8 800 milliards USD. Il a présenté ce virage comme un abandon de la politique d'urgence ultra-expansionniste mise en place pour lutter contre la pandémie, et non comme le passage à une position restrictive visant à contenir une économie en surchauffe.

Nous estimons que la Fed mettra fin à ses achats d'obligations en mars, avant de commencer à réduire son bilan en milieu d'année. À ce stade, nous prévoyons quatre hausses de taux cette année (les acteurs sur les les taux à terme tablent précisément sur 4,1 hausses de taux). Jusqu'à présent, le marché anticipe un cycle de hausse court, mais franc. Écartant la possibilité d'une inflation supérieure à la tendance qui nécessiterait une approche agressive, ses acteurs prévoient des taux stables autour de 1,8 %.

De son côté, la BCE a réaffirmé lors de sa réunion de décembre qu'elle poursuivrait ses achats nets d'actifs jusqu'à la fin de l'année.

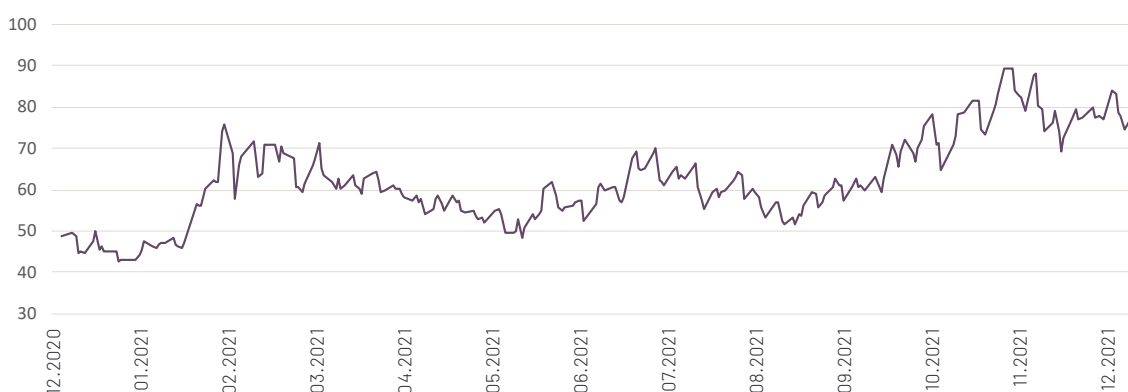
Le peu d'enthousiasme que devrait susciter le programme de TLTRO (Opérations de refinancement à long terme ciblées) en juin implique une réduction potentielle de 700 milliards EUR du bilan de la BCE. Nous pensons dès lors que l'anticipation « partielle » par le marché d'une hausse des taux dès cette année est quelque peu agressive.

Après un relèvement de 15 pb en décembre, la Banque d'Angleterre devrait procéder à quatre hausses de taux cette année afin de freiner l'inflation au Royaume-Uni.

EMPRUNTS D'ÉTAT

En Europe, la progression des rendements reflète la fin de l'assouplissement quantitatif et la hausse des primes de terme. Cette évolution a été exacerbée par un mouvement encore plus vigoureux des taux américains (graphique 4). À court terme, nous pensons que ce mouvement a été rapide et qu'il pourrait s'estomper, ouvrant la voie à un retournement potentiel en cas de montée des risques géopolitiques. De fait, les courbes de taux européennes prévoient implicitement une hausse des taux de la BCE cette année, ce qui n'est pas notre scénario. À long terme, les taux européens restent faibles, voire fortement négatifs après prise en compte de l'inflation, ce qui incite à la prudence.

GRAPHIQUE 4 : ÉVOLUTION DE LA VOLATILITÉ IMPLICITE DES TAUX AMÉRICAINS, PB



Sources : Indice ICE BofA MOVE, Indosuez Wealth Management.

4 HAUSSES DE TAUX
sont attendues
aux États-Unis
cette année

Après un aplatissement massif, la courbe des taux américains s'est pentifiée en décembre, avec une sous-performance des taux à long terme (+32 pb pour l'échéance à 2 ans ; +40 pb pour les échéances à 10 et 30 ans). Plus récemment, elle s'est de nouveau aplatie en raison de l'anticipation d'une hausse des taux dès la réunion de mars. Lorsque la Fed devient plus agressive, cela se traduit habituellement par un aplatissement de la courbe des taux. Or cette fois-ci, le *spread* 5 ans-30 ans (5a30a) s'est déjà fortement resserré (de 100 pb depuis mars 2021). En outre, la réduction du bilan de la Fed, qui devrait commencer cette année, implique une future pentification de la courbe des taux américains. Ce phénomène, qui n'est pas intégré dans les prix de marché, exercera une pression à la hausse sur les taux réels et les primes de terme. En effet, une réduction du bilan serait équivalente à plusieurs hausses de taux. L'importance, la rapidité et la ventilation du resserrement quantitatif détermineront l'ampleur du mouvement. Au vu de l'aplatissement récent et important du *spread* 5a30a et de la prochaine réduction du bilan de la Fed, nous anticipons une pentification modérée de la courbe des taux américains. Dans un avenir proche, ce mouvement rapide des rendements obligataires à long terme pourrait cependant s'estomper, car la courbe des taux intègre probablement, désormais, la majeure partie de la normalisation de la Fed (hausses de taux de 1,75 % prévues jusqu'à la fin 2023).



Réduction du bilan
non intégrée par
le marché :

UNE PRESSION
À LA HAUSSE
SUR LES TAUX
RÉELS EST
PROBABLE

INFLATION

L'inflation en Europe devrait se normaliser progressivement en 2022, à mesure que les effets de base disparaissent. Elle pourrait toutefois être impactée par la hausse des salaires, sachant que des incertitudes demeurent sur le rythme de stabilisation de la chaîne d'approvisionnement. Si l'impact de la transition écologique est susceptible d'affecter les anticipations d'inflation à long terme, il ne devrait pas peser sur l'horizon de moyen terme.

Aux États-Unis, la publication de l'indice des prix à la consommation de décembre tend à conforter la Fed dans son positionnement plus agressif. Alors que la Fed considère la réduction de l'inflation comme sa tâche la plus importante pour les mois à venir, la pression à la hausse sur les points morts d'inflation américains s'est apaisée.

Notre scénario macroéconomique central prévoit une normalisation progressive de l'inflation au cours des 12 à 18 prochains mois, même si celle-ci devrait se stabiliser à des niveaux plus élevés que lors des cycles précédents aux États-Unis. Dans cette hypothèse, les points morts d'inflation intègrent déjà l'essentiel des pressions inflationnistes enregistrées jusqu'à présent et offrent moins de valeur qu'il y a quelques mois. Bien entendu, le niveau de stabilisation de l'inflation américaine sera déterminant. À cet égard, un scénario macroéconomique alternatif associé à une inflation structurelle plus importante rendrait les points morts d'inflation actuels attractifs.

CRÉDIT

La classe d'actifs du crédit a surperformé en décembre dernier, malgré le mouvement de hausse des taux. Les fondamentaux semblent solides et le principal risque pour 2022 est d'ordre technique – offre plus importante ou liquidité de marché en baisse. Sur le segment *investment grade* (IG) en euro, le volume des émissions devrait atteindre 235 milliards EUR, contre 178 milliards EUR en 2021. Aux États-Unis, l'offre sur ce segment restera en ligne avec l'année dernière, mais diminuera en termes nets. Si la volatilité des taux constitue un facteur naturel d'élargissement des *spreads*, des rendements plus élevés stimuleront la demande.

Les achats des investisseurs ne sont pas tant motivés par la perspective d'une performance totale élevée à court terme que par des contraintes réglementaires, prudentielles et fiduciaires. Nous continuons à privilégier les titres BBB d'échéances courtes et moyennes. Sur le segment de la dette subordonnée, les hybrides d'entreprise offrent une valeur satisfaisante, mais les nouvelles émissions et l'encombrement des positions longues restent préjudiciables. En décembre, les *spreads* des obligations *high yield* en euro et en dollar se sont sensiblement resserrés, d'environ 35 à 40 pb. Avec l'atténuation des craintes entourant le variant COVID-19 et le durcissement des banques centrales, les segments moins sensibles à la durée ont été privilégiés. Au vu du faible taux de défaut observé, de prévisions de défaut rassurantes et du faible volume de titres arrivant à échéance cette année, les stratégies de portage restent intéressantes. Nous continuons à privilégier les obligations BB de faible durée.

TIRER PARTI DE LA ROTATION !

Malgré la récente correction, nous restons confiants sur les marchés actions pour 2022. Les actions sont soutenues par une croissance économique mondiale toujours élevée, des politiques globalement accommodantes des banques centrales en Europe et en Chine, ainsi que des prévisions de bénéfices susceptibles d'être légèrement revues à la hausse.

Les valorisations, désormais plus attrayantes, continuent de bénéficier d'une certaine compression des multiples depuis la fin 2021.

ÉTATS-UNIS

Depuis le mois de novembre, nous avons assisté à un net rebond des titres *Value* par rapport aux actions de croissance. L'origine de cette rotation de styles est en grande partie liée aux inquiétudes concernant le changement de politique monétaire de la Fed et à l'évolution du rendement du 10 ans (graphique 5). Des secteurs tels que l'énergie et la finance surperforment, tandis que les proxys obligataires – l'immobilier, la santé et la technologie – restent à la traîne. Ces mouvements des rendements obligataires conduisent, de manière presque mathématique, à une réévaluation des actions de croissance, qui sont des actifs de durée longue (indépendamment de la qualité de leurs fondamentaux).

En termes de fondamentaux, les prévisions de bénéfices restent bien orientées avec des anticipations de croissance des BPA proches de 8 % pour 2022, un niveau qui permet d'éventuelles révisions positives au vu du scénario macroéconomique (la corrélation passée suggère une

croissance des BPA avoisinant 14 %). Pour le quatrième trimestre, la saison des résultats devrait faire apparaître une hausse des bénéfices de 21,8 % en glissement annuel. Les révisions sont notamment positives dans la technologie, qui devrait par ailleurs concentrer en 2022 plus de 40 % des dépenses d'investissement d'entreprises en quête de gains de productivité.

EUROPE

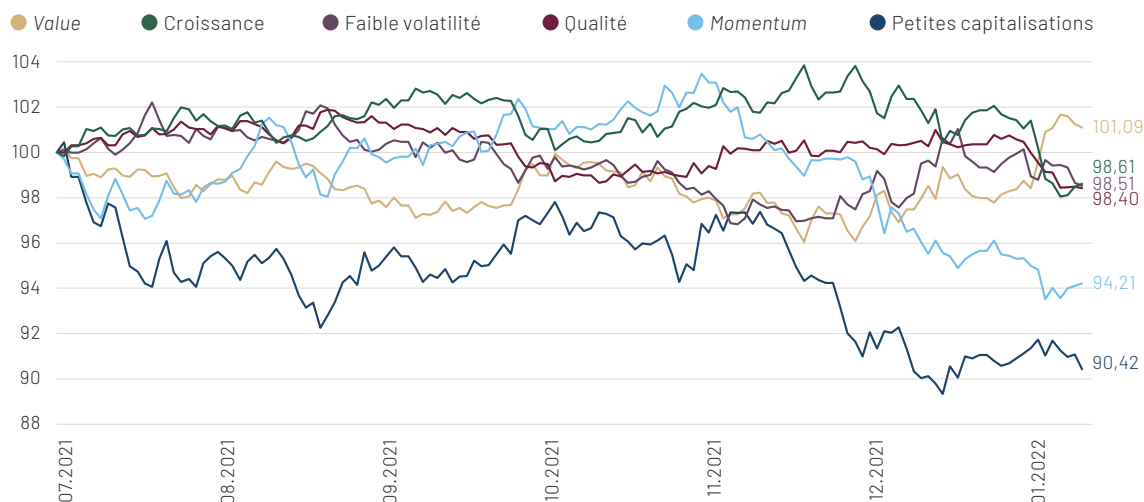
D'un point de vue géographique, l'Europe reste notre région préférée pour plusieurs raisons. Les valorisations sont attrayantes en termes absolus, mais aussi en termes relatifs par rapport à leur historique, aux autres régions ou aux autres classes d'actifs. Les prévisions de BPA pour 2022 semblent prudentes et la prochaine saison de publication des résultats devrait confirmer la tendance aux révisions positives, malgré les menaces pesant sur les marges (coûts des intrants, inflation salariale, perturbations de la chaîne logistique, Omicron).



Les anticipations de croissance des BPA sont proches de

8 %

GRAPHIQUE 5 : PERFORMANCE RELATIVE DE TOUS LES FACTEURS PAR RAPPORT À L'INDICE MSCI US NET RETURN



Remarque : Le style *Value* a fortement surperformé l'indice MSCI US Net Return depuis la fin de l'année 2021, profitant de l'envolée du rendement du 10 ans américain et du pic d'inflation.

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Enfin, la hausse des taux d'intérêt nominaux et réels favorise incontestablement le style *Value*, très bien représenté en Europe.

MARCHÉS ÉMERGENTS

Les investisseurs internationaux restent circonspects vis-à-vis de la Chine à ce stade. Nous estimons pourtant que les actions chinoises sont bien positionnées pour un rebond significatif, susceptible d'intervenir au second semestre 2022. Tout d'abord, la Chine pourrait être la seule grande économie à poursuivre l'assouplissement de sa politique monétaire, alors que ses homologues entament leur cycle de resserrement.

En outre, les actions chinoises semblent attrayantes pour 2022 compte tenu de leur croissance/valorisation des BPA (meilleures estimations de croissance des BPA en Asie du Nord pour les 12 prochains mois, soit le double de la croissance des BPA attendue pour l'Asie hors Japon), tout en affichant des décotes de 20 % par rapport à leurs ratios P/E (cours /bénéfices) moyens sur 5 ans.

Enfin, la politique « zéro COVID » privilégiée par la Chine et les confinements temporaires ciblés qui y sont associés semblent retarder le redressement économique complet du pays. Nous pensons donc que la demande refoulée des consommateurs est significative et sera au cœur de la prochaine phase de croissance, en Chine comme dans le reste de l'Asie.

En ce qui concerne l'Asie hors Japon, les bénéfices se sont pleinement redressés et dépassent les niveaux pré-pandémie. En Inde, à Singapour et aux Philippines, les prévisions de bénéfices ont déjà été révisées à la hausse pour 2022. Parallèlement, la Corée du Sud et Taïwan continuent d'offrir des opportunités grâce au secteur de la technologie et au rétablissement cyclique observé à l'échelle mondiale.

JAPON

En termes géographiques, c'est au Japon que les révisions de BPA sont les plus encourageantes. Le marché actions devrait être stimulé par ces anticipations, combinées à des valorisations historiquement faibles. En outre, l'accélération de la campagne de vaccination, le plan de soutien fiscal et l'amélioration de la situation sur le front de la chaîne logistique sont susceptibles de soutenir la consommation intérieure cette année. Enfin, le marché japonais offre historiquement une bonne couverture régionale contre la hausse potentielle des rendements obligataires. Au-delà des risques macroéconomiques, les facteurs de risque incluent la corrélation négative avec la devise, qui conduit les actions japonaises à sous-performer pendant les phases d'aversion au risque, lorsque le yen joue le rôle de valeur refuge.

STYLES : SOLIDE REBOND DE LA VALUE PAR RAPPORT AUX AUTRES FACTEURS

Depuis décembre 2021, le style *Value* tient la corde, notamment grâce à la progression des rendements à 10 ans et à la hausse des rendements réels observés récemment. Les taux d'intérêt semblent désormais être le principal moteur des marchés actions. Les titres *Value* de durée courte ont généralement surperformé les valeurs de croissance en période d'inflation élevée. Afin de profiter du rebond de ce segment, nous privilégions les valeurs financières, qui devraient continuer de bénéficier de la reprise économique, puis de la hausse des taux d'intérêt. Le secteur de l'énergie constitue également une bonne couverture contre l'inflation.

Nous restons confiants sur les valeurs de croissance, en portant une attention particulière aux niveaux de valorisation, car les entreprises affichant des multiples de 40 à 50 fois les bénéfices devraient être plus affectées par la hausse des taux longs. Enfin, avec la normalisation de la croissance des BPA, le rendement des actionnaires (que ce soit sous forme de dividendes ou de rachats d'actions) devrait représenter une part importante de la performance totale cette année et offrir certaines opportunités.



Alors que la Fed adopte un ton de plus en plus agressif, la Banque nationale suisse (BNS) fait des annonces fortement haussières pour le franc suisse, tandis que la livre sterling semble vulnérable et que l'euro enregistre un faible rebond en janvier.



LA LIVRE
STERLING
AU PLUS
HAUT
contre l'euro
depuis le Brexit

LIVRE STERLING

Le rallye entamé début 2021, qui a poussé la livre au-dessus de 1,37 dollar, est probablement terminé. Peu justifié (au vu des fondamentaux), il s'explique par des liquidations forcées. L'essentiel des anticipations concernant les hausses de taux de la Banque d'Angleterre est intégré dans les prix de marché depuis un certain temps. Ainsi, les chiffres record de l'emploi et de l'inflation (qui atteint un sommet de 30 ans) ont eu peu d'impact sur les marchés, qui prévoient déjà une hausse des taux de 25 pb en février et de 100 pb au total pour l'année 2022. À la mi-janvier, le sentiment de risque a augmenté au détriment de la livre sterling. Il subsiste notamment un certain risque politique pour la livre sterling : Boris Johnson, qui s'apprête à lever les restrictions liées à la COVID-19, se bat aussi pour rester en poste, alors même que certains députés de sa propre majorité contestent son leadership. Cette situation devrait toutefois représenter un risque limité pour la livre.

DOLLAR

Pour les marchés, la question n'est plus de savoir si la Fed va relever ses taux, mais plutôt quand et dans quelle mesure. Après une brève période de faiblesse en début d'année, le dollar s'est stabilisé. Selon certains observateurs, le niveau record de l'indice des prix à la consommation (IPC) souligne que la Fed est en retard dans sa lutte contre l'inflation, ce qui la contraindra à se montrer plus agressive en relevant les taux quatre fois cette année, à partir du mois de mars. Les mouvements du dollar étant surtout liés à la hausse des rendements obligataires à court terme et les débats sur le resserrement monétaire affectant principalement les rendements à long terme – qui ont un moindre impact sur les devises –, le billet vert a réagi non pas au compte rendu de la Fed, mais plutôt aux flux de capitaux et au positionnement des investisseurs. La vigueur actuelle du dollar devrait se dissiper progressivement en 2022, à mesure que les marchés intégreront les hausses de taux. Si le vieil adage « acheter la rumeur – vendre la nouvelle » se vérifie, la fin du premier trimestre 2022 pourrait être le bon moment pour se diversifier hors du dollar, notamment en raison de l'incertitude liée aux élections françaises. Le principal risque menaçant ce scénario serait un affaiblissement de la dynamique macroéconomique en Europe et une hausse de l'inflation aux États-Unis, susceptible de se traduire par un renforcement des anticipations de hausse des taux.

EURO

Contrairement au dollar, l'euro a connu un très bon début d'année. Le rallye est cependant terminé et la devise européenne a retrouvé les niveaux de la fin 2021. L'euro semble assez vulnérable actuellement, en raison de la divergence accrue entre les politiques de la Fed et de la BCE, mais aussi de la flambée des prix du pétrole et de la crise énergétique (contrairement aux États-Unis, la zone euro est très dépendante des approvisionnements étrangers). Si l'inflation a atteint des niveaux record dans la région, la BCE juge « très improbable » une hausse des taux cette année. De fait, les taux d'intérêt de la zone euro augmentent à un rythme plus lent que dans la plupart des pays du G10. Certains acteurs du marché sont convaincus que les pressions inflationnistes ne sont ni négligeables ni transitoires, et que la BCE doit rapidement abandonner son programme d'achat d'actifs et commencer à relever ses taux de 20 pb d'ici la fin de l'année. L'évolution du discours de la BCE sera donc à suivre de près.



La BNS laisse
LE FRANC
SUISSE
S'APPRÉCIER
pour freiner
l'inflation

FRANC SUISSE

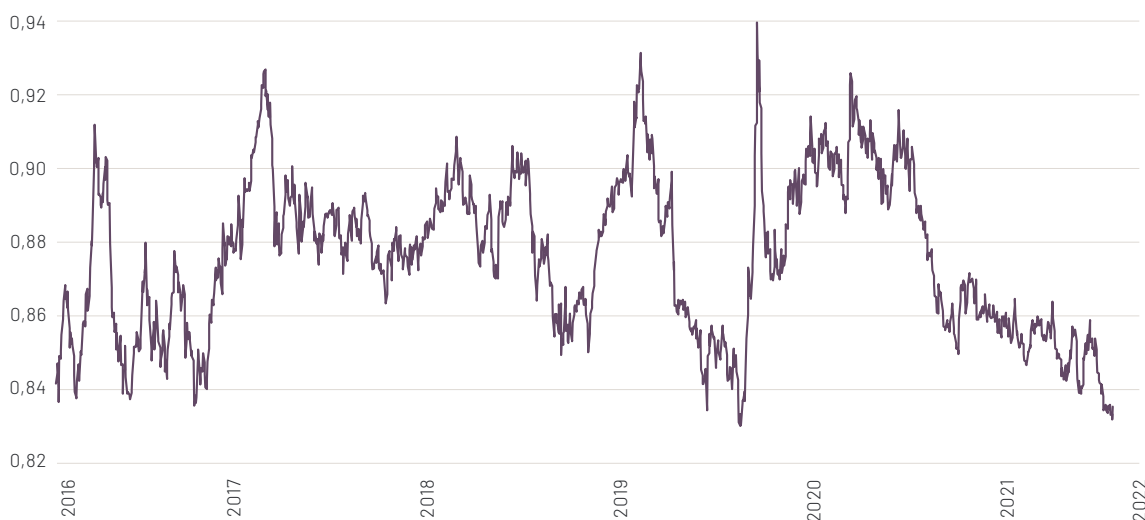
On se demande de plus en plus à quel niveau la BNS est prête à défendre le franc suisse. Nous avons peut-être un début de réponse. À la fin 2021, le franc était au plus haut depuis 2015 (abandon du plafonnement de la devise). Alors que le président de la BNS, M. Jordan, a martelé que le franc suisse était « cher », un message essentiel a été délivré dans un discours du 16 décembre, où il a déclaré que la BNS avait accepté un renforcement du franc suisse en vue d'atténuer les pressions inflationnistes.

Bien que nous ne sachions pas encore à quel niveau la BNS serait susceptible d'intervenir à nouveau, ce sera au moins quelques centimes plus bas. Dans le même temps, l'environnement actuel d'aversion au risque fait de plus en plus du franc suisse une couverture attrayante.

YUAN - LA POLITIQUE DIVERGENTE DE LA PBOC VISE À CONTRER LE RALENTISSEMENT OBSERVÉ AU QUATRIÈME TRIMESTRE

À l'exact opposé de la Fed, qui entame son cycle de resserrement monétaire tant attendu, la Banque centrale chinoise, pour la première fois depuis avril 2020, a réduit plusieurs taux directeurs afin de garantir la stabilité économique. La stabilité et la surperformance du yuan ont permis ces mesures de relance bienvenues, la vigueur de la devise ayant protégé la Chine de l'inflation importée liée aux matières premières, qui touche de nombreux pays. L'inflation domestique étant sous contrôle, la Banque Populaire de Chine s'est engagée à poursuivre ses efforts d'assouplissement monétaire, ce qui soutiendra les prix des obligations d'État. Nous pouvons dès lors anticiper une pause bien orchestrée, favorisant avant tout la stabilité du yuan, alors que les écarts de taux d'intérêt avec les autres pays se réduisent. Tout accès de faiblesse – dont nous serions prêts à profiter – serait en outre limité par l'excédent commercial record de l'économie chinoise.

GRAPHIQUE 6 : LA PAIRE EUR/GBP AU PLUS BAS DEPUIS LE BREXIT



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS



En janvier, les marchés sont sous-tendus par un triple mouvement de reflation, de normalisation monétaire et de réouverture des économies. Ce contexte provoque une hausse des rendements obligataires à long terme et génère une réévaluation des valeurs de croissance, ainsi qu'une surperformance des titres *Value* : l'année 2022 s'annonce donc comme une année de valeur relative, plus volatile et moins « directionnelle », avec un rendez-vous important avec la Fed en mars pour faire le point sur les hausses de taux et les prévisions de réduction du bilan de la banque centrale.



LES BANQUES CENTRALES engagées dans une NORMALISATION À PLUSIEURS VITESSES

- **Croissance mondiale** : alors que la croissance du PIB mondial devrait atteindre 4 %, l'activité économique recule dans les principales économies, mais reste supérieure à la croissance potentielle. Une accélération est attendue en 2022 dans certains pays d'Asie du Sud-Est fortement touchés par l'épidémie de COVID-19 en 2021.
- **Inflation** : l'inflation totale se stabilisera à des niveaux élevés au premier trimestre 2022 avant de reculer au second semestre, mais l'inflation sous-jacente restera élevée, la contribution croissante des salaires et des services compensant la diminution des effets de base et la stabilisation des prix de l'énergie, tandis que les chaînes de valeur devraient être affectées pendant plusieurs trimestres supplémentaires par les pénuries, les variants et la politique « zéro COVID » en Chine.
- **Les banques centrales** sont engagées dans une normalisation à plusieurs vitesses, la Fed et la Banque d'Angleterre ayant une longueur d'avance, tandis que la BCE devrait rester prudente, ce qui contraste avec une Banque Populaire de Chine plus accommodante en Chine. Compte tenu du rôle de l'assouplissement de la Fed dans la performance des actions et du crédit au cours des deux dernières années, il s'agit d'un tournant pour les actifs risqués, qui réduit la marge d'erreur sur l'analyse des fondamentaux. Globalement, les actifs de durée longue (obligations à long terme, valeurs de croissance) devraient rester volatils à court terme.

- **Actions** : les bénéficiés devraient connaître une croissance à un chiffre dans les économies développées, avec un potentiel de surprises positives, tandis que les risques se concentrent sur l'impact de l'inflation sur les marges, notamment dans les services. Les bonnes surprises devraient notamment provenir des deux extrémités du spectre : les entreprises technologiques rentables et les valeurs de rendement. Les entreprises affichant un rendement du capital élevé (par le biais de dividendes ou de rachats) pourraient être soutenues cette année. D'un point de vue géographique, les marchés développés bénéficient toujours d'une meilleure dynamique des bénéficiés que les marchés émergents. En Chine, nous attendons que les révisions de BPA se redressent avant d'adopter une position plus positive à court terme.
- **Les taux de défaut** des entreprises devraient rester bas sur les marchés matures, tandis que l'attention reste focalisée sur la restructuration des promoteurs chinois affectés par le processus de désendettement et les contraintes de refinancement.
- **Valorisation des actifs** : les *spreads* des obligations d'entreprise devraient rester relativement compressés, bien que l'historique des changements de politique de la Fed au cours de la dernière décennie (2013, 2018) suggère une volatilité accrue. Les niveaux de valorisation plaident en faveur d'une plus grande exposition aux actions européennes qu'aux actions américaines.
- **Positionnement dans le cycle et régime macro-économique** : le cycle est entré dans une phase de normalisation, ce qui entraîne une rotation des classes d'actifs et des styles, avec un régime de volatilité qui se stabilise à des niveaux plus élevés, et une plus grande dispersion des performances entre les styles et les secteurs.
- **Implications pour le positionnement des portefeuilles** : nous pensons que les investisseurs doivent continuer de détenir des actifs risqués, mais adopter un calibrage du risque adapté à un régime de volatilité plus élevé. Les coussins de liquidité sont les meilleurs amortisseurs dans un cycle de normalisation. Les divergences macro-économiques et monétaires favorisent toujours les marchés développés par rapport aux marchés émergents (avant les hausses de taux d'intérêt de la Fed), mais un rebond des marchés émergents, et notamment de la Chine, est attendu au second semestre.

CONVICTIONS CLÉS

| | POSITION TACTIQUE (CT) | POSITION STRATÉGIQUE (LT) |
|-------------------------------------|------------------------|---------------------------|
| OBLIGATIONS | | |
| EMPRUNTS D'ÉTAT | | |
| Core 10 ans EUR (Bund) | = | =/- |
| Périphériques EUR | =/- | = |
| 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 souveraine en monnaie forte | = | =/+ |
| Dettes souveraine en monnaie locale | =/- | = |
| Crédit Am. Latine USD | =/- | =/- |
| Crédit asiatique USD | =/+ | =/+ |
| Oblig. chinoises CNY | = | + |
| ACTIONS | | |
| ZONES GÉOGRAPHIQUES | | |
| Europe | + | = |
| États-Unis | =/+ | =/+ |
| Japon | =/+ | -/= |
| Amérique Latine | -/= | = |
| Asie ex-Japon | -/= | = |
| Chine | = | + |
| STYLES | | |
| Growth | =/+ | + |
| Value | + | = |
| Qualité | -/= | =/+ |
| Cycliques | = | = |
| Défensives | -/= | -/= |
| DEVICES | | |
| États-Unis (USD) | =/+ | =/- |
| Zone euro (EUR) | =/- | =/+ |
| Royaume-Uni (GBP) | =/- | =/+ |
| Suisse (CHF) | =/+ | =/- |
| Japon (JPY) | =/+ | =/- |
| Brésil (BRL) | =/- | =/- |
| Chine (CNY) | =/- | + |
| Or (XAU) | =/+ | = |

Source : Indosuez Wealth Management.

08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 20 JANVIER 2022



| OBLIGATIONS D'ÉTAT | RENDEMENT | VARIATION 4 SEMAINES (PBS) | VARIATION ANNUELLE (PBS) |
|------------------------------|-----------|----------------------------|--------------------------|
| Bons du Trésor américain 10A | 1,80 % | 31,13 | 29,39 |
| France 10A | 0,36 % | 24,50 | 16,80 |
| Allemagne 10A | -0,03 % | 22,60 | 15,50 |
| Espagne 10A | 0,66 % | 15,60 | 9,80 |
| Suisse 10A | 0,04 % | 22,20 | 17,70 |
| Japon 10A | 0,14 % | 8,30 | 7,80 |

| OBLIGATIONS | DERNIER | VARIATION 4 SEMAINES | VARIATION ANNUELLE |
|-----------------------------------|---------|----------------------|--------------------|
| Emprunts d'État émergents | 39,43 | -0,23 % | 0,54 % |
| Emprunts d'État en EUR | 217,51 | -0,75 % | -0,48 % |
| Entreprises haut rendement en EUR | 213,17 | -0,17 % | -0,21 % |
| Entreprises haut rendement en USD | 327,96 | -1,06 % | -1,34 % |
| Emprunts d'État américains | 316,21 | -1,25 % | -1,27 % |
| Entreprises émergentes | 50,04 | -1,69 % | -1,88 % |

| DEVISES | DERNIER SPOT | VARIATION 4 SEMAINES | VARIATION ANNUELLE |
|---------|--------------|----------------------|--------------------|
| EUR/CHF | 1,0376 | -0,26 % | 0,01 % |
| GBP/USD | 1,3600 | 1,43 % | 0,50 % |
| USD/CHF | 0,9169 | -0,17 % | 0,44 % |
| EUR/USD | 1,1312 | -0,13 % | -0,51 % |
| USD/JPY | 114,11 | -0,24 % | -0,84 % |

| INDICE DE VOLATILITÉ | DERNIER | VARIATION 4 SEMAINES (POINT) | VARIATION ANNUELLE (POINT) |
|----------------------|---------|------------------------------|----------------------------|
| VIX | 25,59 | 7,63 | 8,37 |

| INDICES ACTIONS | DERNIER PRIX | VARIATION 4 SEMAINES | VARIATION ANNUELLE |
|---|--------------|----------------------|--------------------|
| S&P 500 (États-Unis) | 4 482,73 | -5,14 % | -5,95 % |
| FTSE 100 (Royaume-Uni) | 7 585,01 | 2,87 % | 2,71 % |
| Stoxx Europe 600 | 483,35 | 0,07 % | -0,91 % |
| Topix | 1 938,53 | -2,56 % | -2,70 % |
| MSCI World | 3 082,25 | -3,86 % | -4,63 % |
| Shanghai SE Composite | 4 823,51 | -2,53 % | -2,37 % |
| MSCI Emerging Markets | 1 255,74 | 2,96 % | 1,93 % |
| MSCI Latam (Amérique Latine) | 2 249,25 | 7,81 % | 5,61 % |
| MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique) | 285,44 | 3,66 % | 3,53 % |
| MSCI Asia Ex Japan | 802,24 | 2,75 % | 1,64 % |
| CAC 40 (France) | 7 194,16 | 1,24 % | 0,58 % |
| DAX (Allemagne) | 15 912,33 | 0,99 % | 0,17 % |
| MIB (Italie) | 27 570,00 | 2,05 % | 0,82 % |
| IBEX (Espagne) | 8 814,60 | 2,93 % | 1,16 % |
| SMI (Suisse) | 12 560,70 | -1,76 % | -2,45 % |

| MATIÈRES PREMIÈRES | DERNIER PRIX | VARIATION 4 SEMAINES | VARIATION ANNUELLE |
|-------------------------|--------------|----------------------|--------------------|
| Acier (CNY/Tonne) | 4 728,00 | 1,46 % | 3,96 % |
| Or (USD/Oz) | 1 839,29 | 1,69 % | 0,55 % |
| Pétrole brut (USD/Bbl) | 86,90 | 17,77 % | 15,54 % |
| Argent (USD/Oz) | 24,716 | 7,78 % | 5,84 % |
| Cuivre (USD/Tonne) | 9 990,00 | 3,93 % | 2,77 % |
| Gaz naturel (USD/MMBtu) | 3,80 | 1,90 % | 1,93 % |

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

| OCOTBRE 2021 | NOVEMBRE 2021 | DÉCEMBRE 2021 | VARIATION 4 SEMAINES | DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (20 JANVIER 2022) |
|--------------|---------------|---------------|----------------------|--|
| 6,91 % | -0,83 % | -0,83 % | 7,81 % | 5,61 % |
| 5,59 % | -1,56 % | -1,56 % | 3,66 % | 3,53 % |
| 4,55 % | -2,30 % | -2,30 % | 2,96 % | 2,71 % |
| 2,43 % | -2,46 % | -2,46 % | 2,87 % | 1,93 % |
| 2,13 % | -2,64 % | -2,64 % | 2,75 % | 1,64 % |
| 1,32 % | -3,40 % | -3,40 % | 0,07 % | -0,91 % |
| 0,93 % | -3,64 % | -3,64 % | -2,53 % | -2,37 % |
| 0,87 % | -3,92 % | -3,92 % | -2,56 % | -2,70 % |
| -1,43 % | -4,14 % | -4,14 % | -3,86 % | -4,63 % |
| -5,38 % | -7,05 % | -7,05 % | -5,14 % | -5,95 % |

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. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;

- **à Abu Dhabi** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;

- **autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette publication. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

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

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

Crédits photos: iStock.

Achevé de rédiger le 21.01.2022.

