

MONTHLY HOUSE VIEW

Août 2022

Focus
Allemagne : l'épée de Damoclès

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	DU RESSERREMENT MONÉTAIRE AU RESSERREMENT ÉNERGÉTIQUE ?	
02•	Focus	P4
	ALLEMAGNE : L'ÉPÉE DE DAMOCLÈS	
03•	Macroéconomie	P6
	POINTS D'INFLEXION	
04•	Obligations	P8
	QUEL ENVIRONNEMENT APRÈS L'INFLATION ?	
05•	Actions	P10
	COMMENT SE POSITIONNER DANS UN MARCHÉ BAISSIER	
06•	Devises	P12
	VOLATILITÉ ET INCERTITUDE EXTRÊMES SUR LE MARCHÉ DES CHANGES	
07•	Allocation d'actifs	P14
	SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS	
08•	Market Monitor	P16
	APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18

DU RESSERREMENT MONÉTAIRE AU RESSERREMENT ÉNERGÉTIQUE ?



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

L'été sera-t-il aussi chaud sur les marchés que sur les plages et dans nos villes suffocantes ?

Alors que notre consommation de gaz est entrée dans des mois de basses eaux où les stocks sont généralement reconstitués, le spectre d'une fermeture du robinet russe est venue ajouter une source supplémentaire de stress pour les marchés, déjà marqués par le contexte de stagflation et de resserrement monétaire. Même si la fermeture du pipeline Nordstream 1 n'a été finalement que temporaire, cet événement nous rappelle la double vulnérabilité géopolitique et industrielle de l'Europe. Si la Russie n'a pas d'intérêt à se priver durablement de ces rentrées de devises, elle dispose d'une épée de Damoclès à l'encontre de l'Europe, une arme de dissuasion énergétique qui devrait continuer d'être agitée et qui permet aussi de maintenir des prix élevés de l'énergie.

Cette nouvelle saga entretient et amplifie un scénario de stagflation désormais devenu consensuel. En réalité les économistes et investisseurs pondèrent essentiellement deux scénarios sur la zone euro: un scénario de ralentissement fort avec possibilité d'une contraction limitée du PIB sur un ou deux trimestres, et un scénario plus sévère avec une entrée en récession fin 2022 ou début 2023. Le point de bascule entre ces deux scénarios réside précisément dans le maintien ou non des approvisionnements en gaz. Un scénario de ce type devrait contribuer à maintenir un niveau d'inflation élevé jusqu'au printemps 2023, avec une décrue peut être plus lente de l'inflation l'année prochaine. Fait nouveau, les anticipations d'inflation à deux ans sont désormais bien plus élevées en Allemagne qu'aux États-Unis. Quel renversement de perspective après une décennie d'inflation proche de zéro en Europe !

Ce contexte complexifie encore davantage la tâche pour la Banque centrale européenne (BCE), prise dans un dilemme entre lutte contre inflation et gestion du risque de fragmentation. Rationnellement cela devrait la conduire à inverser la doxa qui prévalait jusqu'il y a peu à Francfort (arrêt des achats d'actifs puis remontée modérée et très progressive des taux).

En effet dans ce contexte, il semble aujourd'hui plus pertinent de remonter les taux rapidement en terrain positif tout en poursuivant les achats d'actifs pour lutter contre la remontée des primes de risque souveraines. C'est ce que vient de confirmer Christine Lagarde lors de la conférence de presse du 21 juillet.

Paradoxalement, cet assombrissement des perspectives macroéconomiques ne se traduit pas encore par un abaissement des attentes de résultat d'entreprises, qui ont habituellement tendance à s'ajuster avec un certain retard. C'est un élément de plus à ajouter à la longue liste des divergences dans ce régime si atypique. Pour le moment, les messages de la direction des entreprises demeurent étonnamment confiants dans la résilience des résultats, tant au niveau des carnets de commande que des marges, avec une bonne capacité à transférer les hausses de coût dans les prix. Ceci doit cependant nous alerter à double titre. D'une part, parce que cela confirme la formation d'une spirale de prix (le pricing power des entreprises avait été un bon signal inflationniste en 2021). D'autre part, parce que l'affaiblissement de la tendance de croissance et les baisses de pouvoir d'achat vont forcément impacter les volumes des ventes, avec les secteurs de consommation et de la distribution en première ligne.

Après le choc causé par le conflit en Ukraine fin février, les marchés actions sont passés d'une correction engendrée par la hausse des taux longs à un ajustement des valorisations (correction d'avril) causé par les craintes de récession (correction de juin), et l'enjeu de l'été est de savoir si ce sont désormais les sujets de marges et de bilan qui prendront le relais en tête de liste des inquiétudes. Ceci ne fait que renforcer notre conviction affirmée depuis mai sur les valeurs de qualité, et le retour sur la technologie profitable et certains secteurs Défensifs après avoir privilégié la *Value* depuis le début 2021. Les valeurs de dividende continuent aussi de tirer leur épingle du jeu dans ce contexte de recherche de rendement supérieur à l'inflation.

L'Allemagne est au cœur de la crise énergétique qui secoue l'UE. Alors que le DAX fait partie des indices qui ont le plus souffert sur les marchés actions européens cette année, la situation pourrait encore s'aggraver si les livraisons de gaz russe étaient menacées. Dans une perspective de plus long terme, l'économie allemande pourrait offrir des opportunités intéressantes, mais il faudra faire preuve de patience.

SECOND SEMESTRE 2022 : LA « TEMPÊTE PARFAITE »

L'économie allemande affronte plusieurs vents contraires majeurs : un choc d'offre massif lié à son exposition à l'énergie russe et un choc de demande malvenu de la part de ses principaux partenaires commerciaux, en raison des confinements en Chine et d'une probable récession aux États-Unis. Au vu des circonstances, l'activité est restée relativement résiliente en mai (recul de la production industrielle limité à 0,2 % en rythme mensuel, hausse des ventes de détail de 0,6 %). Les exportations ont augmenté de 19 % par rapport à mai 2021, tandis que les arriérés de commandes du secteur manufacturier restent élevés, les goulets d'étranglement de l'offre ayant limité la production industrielle (graphique 1). Les importations ont cependant progressé de 34 % en glissement annuel en raison de la hausse des prix des matières premières, provoquant le premier déficit commercial allemand en 20 ans.

Grâce au plafonnement temporaire des prix des transports et des carburants imposé par le gouvernement, l'inflation a connu un certain répit en juin (7,6 % en glissement annuel, contre 7,9 % en mai). Les salaires ont augmenté de 4 % en glissement annuel au premier trimestre 2022, tandis que la hausse du taux de chômage (à 5,3 % en juin)

est essentiellement due aux nouvelles inscriptions de réfugiés ukrainiens. Les enquêtes révèlent néanmoins des niveaux d'incertitude extrêmes sur le front de la crise énergétique. L'indice IFO du climat des affaires a chuté à 92,3 points en juin (contre 98 en février), tandis que l'enquête GfK auprès des consommateurs traduit un net recul de la confiance depuis mars 2020. On observe en outre un ralentissement du rythme des créations d'emplois. L'éventualité d'une interruption des livraisons de gaz russe constitue une menace grave pour l'ensemble de l'économie, puisque la croissance pourrait être amputée de 1,4 % en 2022 et de 5,6 % en 2023 (tableau 1, page 7). Cette évolution intervient au pire moment, alors que les exportateurs allemands commencent à se redresser grâce à la réouverture de la chaîne de production chinoise – qui devrait soutenir la croissance jusqu'en 2023 – et à la faiblesse de l'euro, qui amortit légèrement l'impact sur la compétitivité de la récente flambée des prix à la production (+33 % en glissement annuel en juin).

ACTIONS EUROPÉENNES : PLANIFICATION DE CRISE

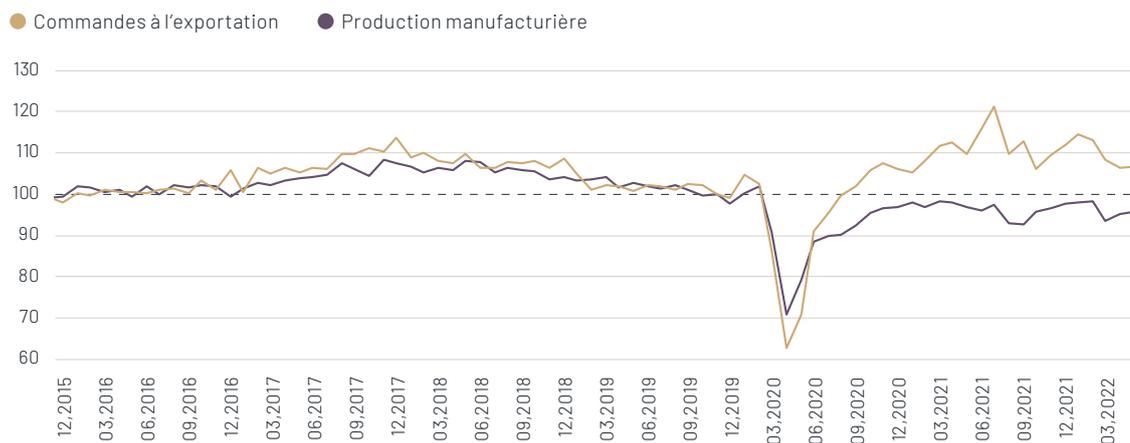
Les marchés boursiers allemands ont lourdement chuté depuis le début de l'année : le DAX a perdu 18 % et le MDAX (fortement exposé au marché



Une coupure des livraisons de gaz russe effacerait

5,6
POINTS DE
POURCENTAGE
du PIB 2023

GRAPHIQUE 1 : LA PRODUCTION MANUFACTURIÈRE PÂTIT DES GOULETS D'ÉTRANGLEMENT DE LA CHAÎNE LOGISTIQUE (BASE 100 AU 31.12.2015)



Sources : Statistiques fédérales allemandes, Indosuez Wealth Management

domestique) a abandonné 27 %. Malgré l'ampleur de la correction, le contexte d'incertitude extrême et la montée des risques de récession exigent de continuer à renforcer la sous-pondération des actions européennes (et notamment allemandes). Si le DAX est susceptible, compte tenu de son exposition internationale, de bénéficier à court terme de la faiblesse de l'euro ou d'une actualité positive sur le front des importations de gaz russe, la volatilité restera élevée et sensible aux événements. En revanche, les domaines liés à l'écologie devraient enregistrer une progression dynamique des dépenses d'investissement dans l'année à venir, ce qui soutiendra la croissance future des bénéfices.

TRANSFORMER LES DÉFIS EN OPPORTUNITÉS DE CROISSANCE

Malgré les incertitudes, l'Allemagne possède de nombreux relais de croissance. Dans les transitions qui se profilent, elle pourra compter sur une certaine stabilité politique, un faible niveau de dette publique¹, la politique toujours accommodante de la BCE et la faiblesse de l'euro.

La hausse des prix des combustibles fossiles favorise l'émergence des énergies propres

Avant même le déclenchement de la guerre en Ukraine, l'Allemagne s'était attelée à la réforme de son secteur énergétique. Cependant, l'industrie allemande reste très gourmande en gaz, notamment dans l'automobile et la chimie. Pour faire

face au risque de pénurie, le pays a été contraint de relancer des centrales électriques au charbon, repoussant ainsi l'objectif de neutralité de ses émissions de gaz à effet de serre après 2035. L'Allemagne envisage également un recours massif au gaz naturel liquéfié (GNL) : augmentation des importations, effort de 200 milliards d'euros d'ici 2026 pour les infrastructures de recharge, les technologies de l'hydrogène et la modernisation de l'industrie, de 3 milliards d'euros pour l'acquisition de 4 Unités flottantes de stockage et de regazéification (FSRU) et de 500 millions d'euros pour la construction d'un terminal GNL – une aubaine pour les constructeurs spécialisés.

En outre, le Parlement a annoncé le 8 juillet un plan d'extension des énergies renouvelables d'une ampleur inédite. La feuille de route prévoit notamment : la simplification du cadre juridique, le doublement de la capacité éolienne terrestre de l'Allemagne (à 115 GW), le triplement de la part de l'énergie solaire (à 215 GW) et l'expansion de l'énergie éolienne en mer (à 30 GW) d'ici 2030.

Le nouvel objectif est de porter à 80 % la part de l'électricité issue de sources renouvelables d'ici 2030 (contre 41 % aujourd'hui – graphique 2). Les investissements d'infrastructure nécessaires seront bientôt annoncés, mais une zone d'ombre continue d'entourer les technologies de stockage et le caractère intermittent des énergies renouvelables, qui accentue aujourd'hui la dépendance au gaz pendant la saison hivernale.

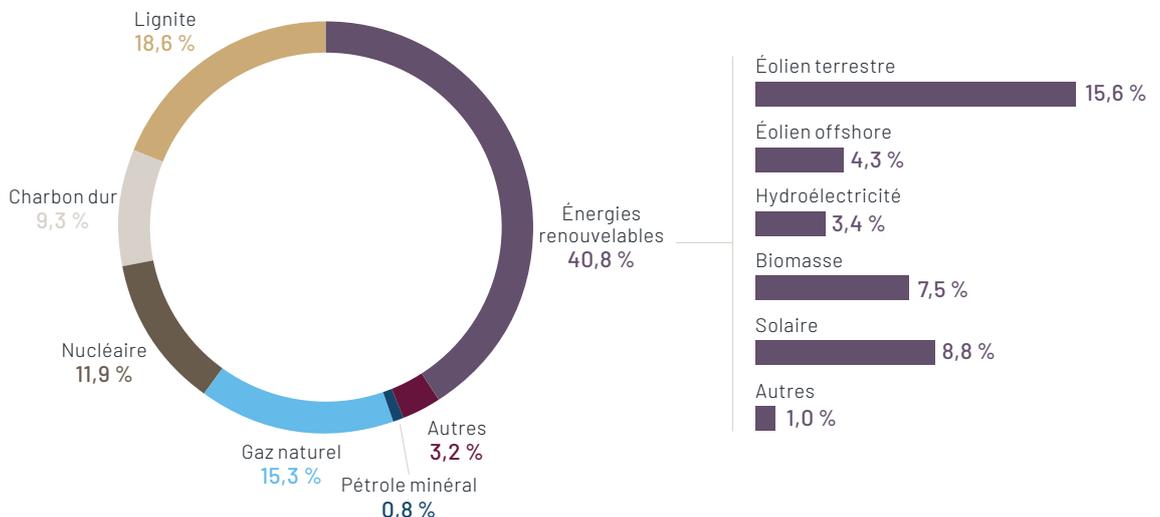


OBJECTIF
POUR 2030 :

80 %

de l'électricité
produite en
Allemagne devrait
provenir d'énergies
renouvelables

GRAPHIQUE 2 : PART DES DIVERSES SOURCES D'ÉNERGIE DANS LA PRODUCTION BRUTE D'ÉLECTRICITÉ EN ALLEMAGNE (2021), %



Sources : BDEW (Association allemande des secteurs de l'énergie et de l'eau), Indosuez Wealth Management.

1- Malgré les 30 milliards d'euros consacrés aux mesures de soutien à l'énergie, le ratio dette/PIB passera de 69 % du PIB en 2021 à 63 % en 2022, grâce à la fin des aides liées à l'épidémie de COVID-19 et à l'impact positif de l'inflation sur le dénominateur du PIB nominal.



Confrontés à différents types de difficultés, les États-Unis et l'Europe devraient échapper de justesse à la récession au second semestre 2022, mais les risques en Europe restent orientés à la baisse. Les marchés émergents sont plus ou moins préparés à faire face au resserrement monétaire mondial, certains pays étant susceptibles de bénéficier de la reprise chinoise, qui atténuera le choc provoqué par la chute des cours des matières premières.

ÉTATS-UNIS : CHOISIR ENTRE DEUX MAUX

Inflation ou récession, telle est la question que se pose la Fed. La combinaison d'un marché du travail robuste et d'un taux d'inflation plus élevé que prévu en juin (9,1 % en glissement annuel) suggère fortement une nouvelle hausse des taux de la Fed de 75 points de base (pb) à la fin juillet. Le marché immobilier en subit les conséquences de plein fouet, avec des taux fixes hypothécaires à 30 ans à 5,5 % en juillet, alors que les ventes de logements existants ont chuté de 9 % en glissement annuel en mai. Dans l'ensemble, les dépenses de consommation corrigées de l'inflation ont diminué de 0,4 % en mai. Malgré la morosité ambiante, les consommateurs semblent faire confiance à la Fed, les anticipations d'inflation à 12 mois mesurées par les enquêtes d'opinion s'étant stabilisées au niveau – certes toujours élevé – de 5,3 %. Quant aux PMI (indices des directeurs d'achat) de juillet, ils indiquent un ralentissement de la croissance des prix des intrants, mais une baisse généralisée de la demande dans les services et le secteur manufacturier. Les prévisions de production et les nouvelles commandes laissent ainsi présager une baisse de l'activité durant l'été. Si

les enquêtes – tout comme les marchés – peuvent s'avérer exagérément pessimistes, les enjeux sont importants à l'approche des élections de mi-mandat, prévues en novembre. Le FMI a récemment abaissé ses prévisions de croissance aux États-Unis à 2,3 % pour 2022 (contre 2,9 % fin juin), et à 1,0 % pour 2023 (contre 1,7 %). L'économie devrait donc éviter de justesse la récession, tandis que la Fed évaluera l'impact de ses mesures dans les mois à venir. Sa politique comprimera probablement la demande intérieure jusqu'en 2023, afin de faire baisser l'inflation.

CHINE : RÉOUVERTURE

La Chine constitue un monde à part, avec une inflation limitée, un marché immobilier à assainir (voir la section Obligations, page 8) et la perspective d'un plan d'investissement dans les infrastructures très attendu, alors que les confinements liés à la COVID-19 continuent de freiner l'économie. Les ventes de détail ont surpris à la hausse en juin (+ 3,1 %), tandis que la production industrielle a augmenté de 3,9 % en glissement annuel. À rebours du contexte occidental, les politiques budgétaire et monétaire devraient rester accommodantes et nous prévoyons une accélération de



Aux États-Unis,
les anticipations
D'INFLATION
À 12 MOIS
restent stables à
5,3 %



HAUSSE
>10
POINTS DE
POURCENTAGE
pour les taux
directeurs
brésiliens depuis
le T3 2021

l'économie à partir du troisième trimestre, avec une croissance potentielle de 5,3 % en 2023 (après 3,5 % en 2022). La progression du commerce chinois devrait soutenir ses principaux partenaires commerciaux, notamment la Corée du Sud (9 % des importations chinoises en 2021), le Japon (8,4 %), l'Australie (6,7 %), l'Allemagne (4,9 %) et le Brésil (4,5 %).

MARCHÉS ÉMERGENTS : RESTER EN AVANCE SUR LA COURBE

Les pays d'Amérique latine affronteront un certain nombre d'écueils politiques cet automne, mais ils ont suffisamment d'expérience en matière d'hyperinflation pour rester en avance sur la courbe, même si le peso chilien a récemment souffert du manque de fermeté des autorités monétaires. Ces économies sont diversement impactées par l'évolution des prix des matières premières : certaines sont soulagées par l'accalmie de l'inflation concernant les denrées alimentaires et l'énergie, mais d'autres souffrent d'une baisse des revenus liés aux exportations, notamment dans le secteur des métaux, qui attend la pleine reprise de la demande chinoise. Les pays du Golfe continuent de profiter des prix élevés de l'énergie et d'une demande robuste (pétrole et gaz), tout en resserrant leur politique monétaire afin de préserver leur ancrage au dollar. La hausse du dollar représente un risque majeur pour les marchés émergents, car elle augmente le prix des importations et renchérit le service de la dette en devise étrangère. Après le défaut de paiement du Sri Lanka, les swaps de défaut de crédit (CDS) ont atteint des niveaux extrêmes pour le Salvador, le Ghana, l'Égypte, la Tunisie et le Pakistan. La Turquie fait l'objet d'une

surveillance accrue en raison de son hyperinflation (79 % en glissement annuel). Mais à mesure que l'inflation se stabilise et que la vigueur du dollar s'estompe, la persistance des incertitudes dans les économies avancées pourrait favoriser les pays en avance dans le cycle de resserrement monétaire. C'est notamment le cas du Brésil, qui a relevé ses taux d'intérêt de plus de 10 points de pourcentage depuis mars 2021. Le Brésil devrait parvenir à réduire, au moins temporairement, son ratio dette publique/PIB à 78 % contre 89 % en 2020, grâce à l'envolée ponctuelle des recettes liées aux matières premières.

EUROPE : LE PRINCIPAL RISQUE POUR NOTRE SCÉNARIO

Les ventes de détail de la zone euro ont augmenté de 0,2 % en glissement annuel en mai (alors que le consensus prévoyait une baisse de 0,4 %) et semblent avoir retrouvé leur tendance pré-pandémie, grâce à d'importants amortisseurs budgétaires et à un marché de l'emploi encore robuste (le taux de chômage demeure à des niveaux historiquement bas - 6,6 % en mai). Cette bonne nouvelle pour la période mars-juin n'offre aucune garantie pour le troisième trimestre, car les indicateurs de confiance ont depuis chuté dans le secteur manufacturier et les services. La crise énergétique qui secoue l'Europe (voir la section Focus, page 4) sera déterminante pour l'évolution de l'activité économique au second semestre. Selon le scénario défavorable publié en juin par la BCE et d'autres banques centrales européennes, le PIB chuterait de 1,7 % en 2023 si les exportations d'énergie russes étaient complètement interrompues au troisième trimestre 2022 (tableau 1).

TABLEAU 1 : BANQUES CENTRALES DE LA ZONE EURO : SCÉNARIO DE BASE ET SCÉNARIO DÉFAVORABLE (ARRÊT D'ÉNERGIE RUSSE), %

	CROISSANCE DU PIB, %			INFLATION, %		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Allemagne : scénario de base	1,9 %	2,4 %	1,8 %	7,1 %	4,5 %	2,6 %
Allemagne : scénario défavorable	0,5 %	-3,2 %	4,3 %	7,6 %	6,1 %	2,8 %
France : scénario de base	2,3 %	1,2 %	1,7 %	5,6 %	3,4 %	1,9 %
France : scénario défavorable	1,5 %	-1,3 %	1,3 %	6,1 %	7,0 %	0,7 %
Zone euro : scénario de base	2,8 %	2,1 %	2,1 %	6,8 %	3,5 %	2,1 %
Zone euro : scénario défavorable	1,3 %	-1,7 %	3,0 %	8,0 %	6,4 %	1,9 %

Sources : Amundi Institute, BCE, Bundesbank, Banque de France, Banco de España (juin 2022), Indosuez Wealth Management.

Si le président sri-lankais est la première personnalité politique à subir les conséquences de l'inflation, les tensions montent dans plusieurs régions : en Europe en raison des prix de l'énergie, en Asie après la chute de l'immobilier, et au Royaume-Uni dans le sillage d'une inflation généralisée. Après des performances négatives historiques au premier trimestre, les obligations sont-elles désormais incontournables ?

BANQUES CENTRALES

Les banques centrales peinent à juguler l'inflation et continuent de relever les taux. Les économies font face à un assèchement rapide de la liquidité – la dernière enquête bancaire publiée par la BCE montre un net resserrement des conditions de crédit dans le secteur privé, tant pour les consommateurs que pour les entreprises.

Les courbes de taux s'aplatissent (graphique 3) en raison des perspectives de croissance incertaines pour les trimestres à venir : les taux à long terme intègrent un positionnement moins agressif des banques centrales en 2023, tandis que les échéances courtes reflètent la hausse des taux directeurs.

Les marchés de l'inflation ont fortement reculé depuis la mi-juin, en raison de la baisse des prix des matières premières dans les secteurs de l'énergie et des métaux.

Lors de sa réunion de juillet, la BCE a relevé ses taux de 50 pb – une ampleur inédite depuis la fin des années 1990. Sa présidente, Christine Lagarde, a précisé les contours de son Instrument de protection de la transmission, conçu pour assurer un financement sans heurts des emprunts d'État. Nous reviendrons en détail sur ce mécanisme dans notre prochaine publication.

CRÉDIT

Nous maintenons une position prudente sur le crédit *investment grade* (IG) en euros, même si les *spreads* et les rendements semblent attractifs à ce stade.

Certains acteurs du marché anticipent, en cas d'arrêt total des livraisons de gaz russe, un creusement des *spreads* de crédit d'environ 100 pb sur le segment IG et 325 pb sur le haut rendement (*high yield*, HY).

Nous identifions toutefois plusieurs points intéressants dans ce contexte. Le taux de défaut implicite est actuellement proche de 10 % (niveau cumulé sur 5 ans), soit plus de 10 fois le taux de défaut historique des titres IG. L'offre devrait diminuer dans les mois à venir, au point que certains analystes prévoient, pour le segment IG en euros, une offre nette proche de zéro au second semestre !

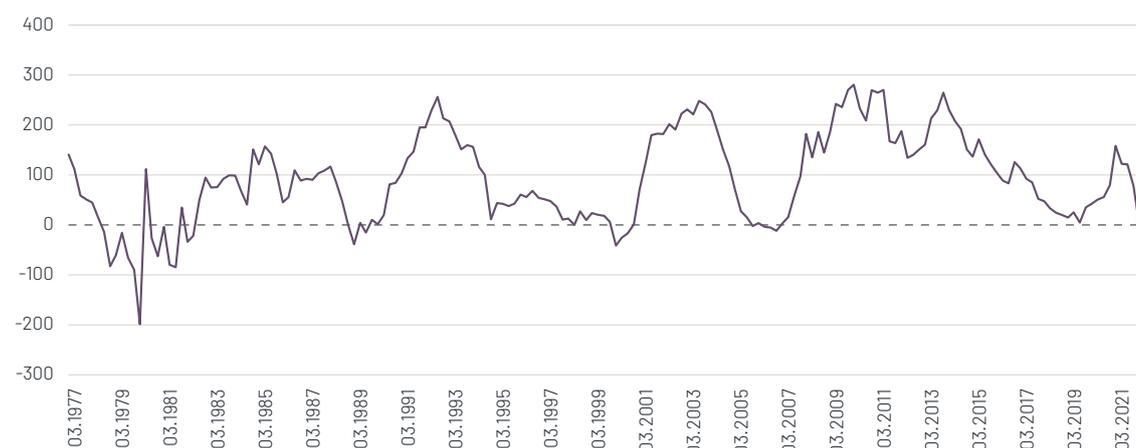
En ce qui concerne le segment HY européen, le *spread* actuel de 600 pb pour l'indice Xover implique un taux de défaut cumulé sur 5 ans proche de 40 %, ce qui est nettement supérieur aux niveaux historiques constatés.

Sur le marché des obligations d'entreprise hybrides, nous avons assisté à une hausse parabolique des *spreads* et une chute des prix, principalement causée par la situation des marchés immobiliers.

Après des années d'interventions millimétrées, les banquiers centraux recourent désormais à des

HAUSSES DE TAUX MASSIVES

GRAPHIQUE 3 : PENTE 2 ANS/10 ANS DE LA COURBE DES TAUX ET RÉCESSIONS AUX ÉTATS-UNIS



Sources : Bloomberg LP, Indosuez Wealth Management.

Sur une note plus positive, certains émetteurs ont géré efficacement leur passif en achetant de la dette fortement décotée, ce qui a envoyé un signal positif au marché.

FONDAMENTAUX

Le S&P a mené un test de résistance sur les entreprises européennes à haut rendement face à une récession dans quatre scénarios différents, bien que le scénario de base reste une absence de récession en Europe. Les entreprises notées B- et moins, qui seraient les plus vulnérables à une récession, ont en effet vu leur part progresser après la pandémie. En termes sectoriels, les services publics, les produits chimiques, l'hôtellerie, les jeux et les loisirs pourraient voir leur endettement s'accroître fortement dans un scénario de récession sévère. Certes, la vigueur de la reprise post-pandémie a dopé les bénéficiaires et les bilans des entreprises. Mais dans le scénario d'une grave récession – baisse de 20 % de l'EBITDA des entreprises –, environ 50 % des émetteurs européens HY afficheraient des flux de trésorerie d'exploitation négatifs. Néanmoins, l'ampleur et le rythme des dégradations dépendraient des prévisions des agences de notation concernant la persistance des déficits, car la plupart des émetteurs font face à des risques limités d'événements de liquidité à court terme, grâce à l'allongement de leur dette.

CRÉDIT ASIATIQUE

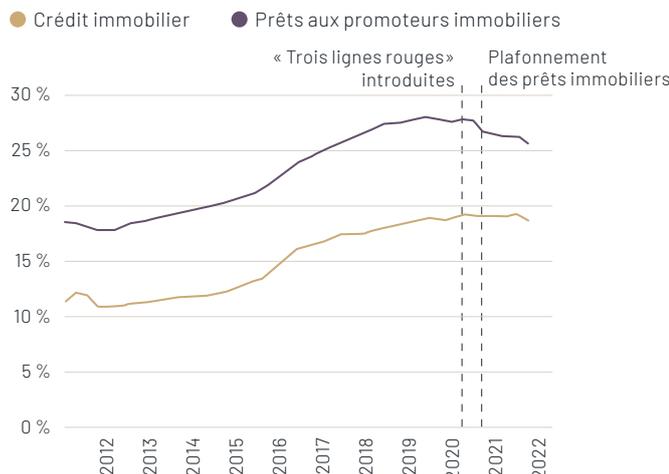
Le crédit asiatique est confronté à de nombreux défis, les segments *investment grade* et *high yield* étant soumis à des pressions sur plusieurs fronts. Et les sorties de fonds des marchés émergents – et donc du crédit asiatique – n'ont fait qu'aggraver la situation. Les difficultés locales jouent également un rôle non négligeable, notamment la politique chinoise « zéro COVID », qui se traduit par des mesures de confinement dans les grandes

villes. Malgré les mesures prises pour en atténuer l'impact et stimuler l'économie, les confinements ont entraîné un ralentissement important de l'activité dans de nombreux secteurs, plombant les ventes immobilières en avril et en mai. Les politiques demeurent néanmoins favorables, comme le montrent certains indicateurs préliminaires de reprise, même si les investisseurs font le choix de la prudence et restent attentistes.

En raison des tensions pesant sur le segment du haut rendement, l'univers du crédit asiatique a connu un changement structurel. Il y a encore un an, les obligations HY représentaient 18 % du crédit asiatique, près de la moitié du segment (45 %) étant liée au secteur immobilier chinois. Aujourd'hui, l'immobilier chinois ne représente plus que 15 % du crédit asiatique HY, de sorte que la part du segment HY dans l'univers du crédit asiatique est tombée à 11 %.

Cette situation est sans précédent dans l'histoire du crédit asiatique. Au moins 21 promoteurs représentant un total de 80 milliards de dollars d'obligations ont fait défaut depuis le mois de juillet de l'année dernière, tandis que 16 autres promoteurs représentant 6 milliards de dollars supplémentaires ont dû allonger les échéances de leurs obligations cette année. Or, le secteur immobilier chinois vient de subir un nouveau coup dur : les acheteurs d'au moins 230 projets répartis dans 80 villes ont boycotté les paiements liés aux prêts hypothécaires, le montant total des prêts bloqués étant estimé à environ 2 000 milliards de yuans (300 milliards de dollars). Les mesures annoncées récemment prévoient une suspension des paiements sans pénalité pour les projets bloqués, les autorités tentant de prévenir une éventuelle crise de confiance sur le marché du logement. Si nous restons positifs sur les actions chinoises et l'impact de la réouverture au second semestre, le marché chinois des prêts immobiliers (graphique 4) est donc un facteur de risque à ne pas négliger.

GRAPHIQUE 4 : PRÊTS IMMOBILIERS EN CHINE (% DU TOTAL DES PRÊTS)



Sources : Refinitiv Datastream/Fathom Consulting, Indosuez Wealth Management.



Nous privilégions
LA QUALITÉ
À UN PRIX
RAISONNABLE
(QARP)

Ces dernières semaines, la perception du risque par le marché a fortement évolué, le risque de récession l'emportant désormais sur les craintes d'inflation. Cette évolution s'est reflétée dans la récente baisse des rendements à long terme. Les prévisions de croissance des bénéfices sont solides, mais devront être confirmées durant la saison de publication des résultats. Dans ce contexte, les actions chinoises ainsi que les actions liées aux thèmes de la qualité et de l'environnement offrent quelques poches de résilience et de diversification.

BÉNÉFICES ET VALORISATIONS

La saison des résultats du deuxième trimestre 2022, déjà avancée aux États-Unis, débute en Europe. Les révisions de bénéfices demeurent résilientes (graphique 5), mais sont essentiellement concentrées sur le secteur des matières premières. Aux États-Unis, la tendance des bénéfices par action (BPA) commence à baisser, mais à un rythme modéré. Dans le contexte actuel de volatilité accrue, les investisseurs doivent être particulièrement attentifs aux indications prospectives des entreprises.

Du côté des valorisations, les rendements réels se sont stabilisés au cours des dernières semaines. Les niveaux absolus restent inférieurs à leurs moyennes de long terme, à l'exception du S&P 500 qui, malgré sa forte baisse, a simplement retrouvé sa moyenne historique.

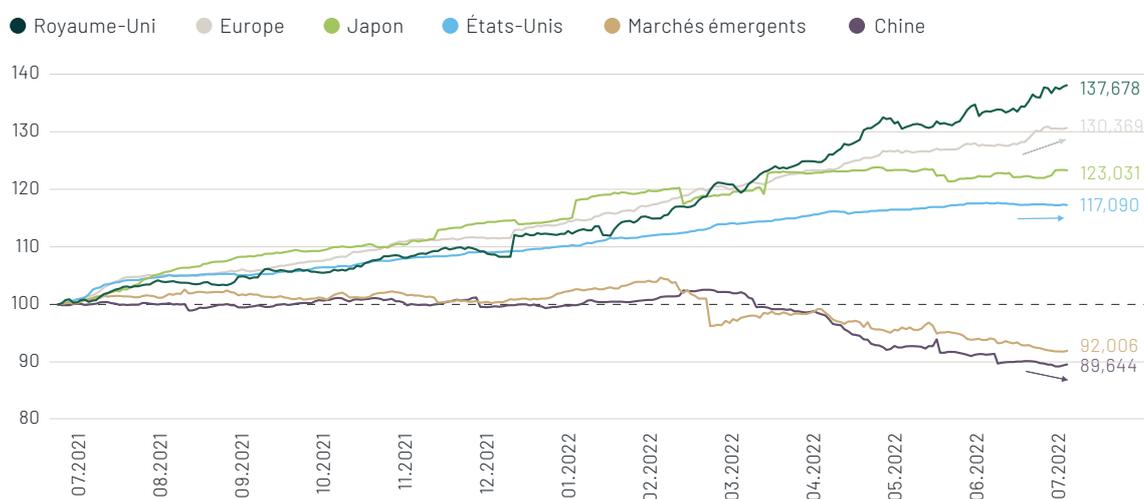
ÉTATS-UNIS

La prudence reste de mise, car les dernières publications macroéconomiques montrent que l'inflation n'a pas atteint son pic et commence à peser sur les dépenses de consommation

(principal moteur de la croissance américaine, en baisse de -0,4 % en juin en termes corrigés de l'inflation). Les investisseurs anticipent désormais une hausse des taux comprise entre 75 et 100 pb en juillet. Cependant les indices actions sont en phase de stabilisation depuis plusieurs semaines. Le rendement du 10 ans américain est resté dans une fourchette autour de 3 %, ce qui a permis une brève accalmie du marché, en particulier pour les valeurs de croissance.

Les marchés américains continuent, pour certains investisseurs, de jouer un rôle de valeur refuge en période d'incertitude géopolitique, comme en témoigne le récent renforcement du dollar. Dans un tel contexte, nous privilégions la qualité à un prix raisonnable (QARP) et restons prudents sur les valeurs Cycliques. Les déceptions et les révisions négatives liées à la saison des résultats du deuxième trimestre aux États-Unis affectent principalement les valeurs Cycliques (valeurs industrielles, bancaires et de consommation discrétionnaire), mais la technologie (surprise positive de 6 % pour la croissance des BPA) et la santé (7 %) résistent bien à ce stade, ce qui valide notre préférence pour la qualité.

GRAPHIQUE 5 : RÉVISION DES BÉNÉFICES PAR ZONE, BASE 100 EN JUILLET 2021



Remarque : les BPA à 12 mois sont toujours en hausse sur les principaux marchés développés. L'Europe et le Royaume-Uni accélèrent à la hausse, tandis que les États-Unis se stabilisent. Cependant, du côté des marchés émergents et de la Chine, la tendance reste baissière.

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

EUROPE

L'environnement macroéconomique reste difficile pour la zone euro, le conflit russo-ukrainien ayant un impact disproportionné en termes d'inflation et de coûts énergétiques. Les investisseurs ne sont plus préoccupés par le resserrement monétaire, mais par la récession. Malgré les prévisions rassurantes des dirigeants d'entreprise et une saison des résultats marquée par la révision à la hausse des anticipations, les investisseurs estiment que le manque de visibilité pour les trimestres à venir entraînera tôt ou tard des révisions négatives importantes. Les valorisations historiquement basses des marchés européens ne sont donc plus un catalyseur, ce qui nous incite à rester prudents dans l'attente d'une clarification ou d'un répit sur les fronts de l'inflation, des taux d'intérêt ou de la guerre en Ukraine. Dans l'intervalle, nous privilégions un positionnement défensif, sur une base relative, via les marchés britannique et suisse.

est de bon augure pour les valeurs technologiques de croissance et les valeurs de consommation au second semestre.

STYLES : FOCUS SUR LA QUALITÉ, COMPLÉTÉE PAR LE STYLE VALUE

La récente baisse des rendements à long terme a été un puissant catalyseur pour la surperformance des thèmes liés à la qualité (graphique 6). La saison des résultats devrait également soutenir les valeurs de ce segment, car les investisseurs seront tentés de récompenser les entreprises affichant une meilleure visibilité sur leurs prévisions et faisant preuve de résilience en matière de bénéfices. Dans un contexte de stagflation, nous privilégions les actions offrant des dividendes résilients, synonymes de protection contre l'inflation.

La baisse des rendements a privé le segment *Value* de l'un de ses principaux moteurs. En outre, ce segment a souffert de la récente correction des prix du pétrole et des matières premières. Compte tenu de la violence de la récente correction, nous préférons attendre un rebond technique du style pour réduire notre exposition.

La rotation en cours a bénéficié aux valeurs de croissance, la chute des rendements obligataires favorisant une réévaluation rapide des titres de durée longue. Il est trop tôt pour revenir résolument sur les valeurs de croissance, mais nous privilégions le thème de l'environnement (car la pénurie de gaz va renforcer les investissements dans les énergies alternatives – voir la section Focus, page 4) et le thème du vieillissement (pour ses aspects défensifs).

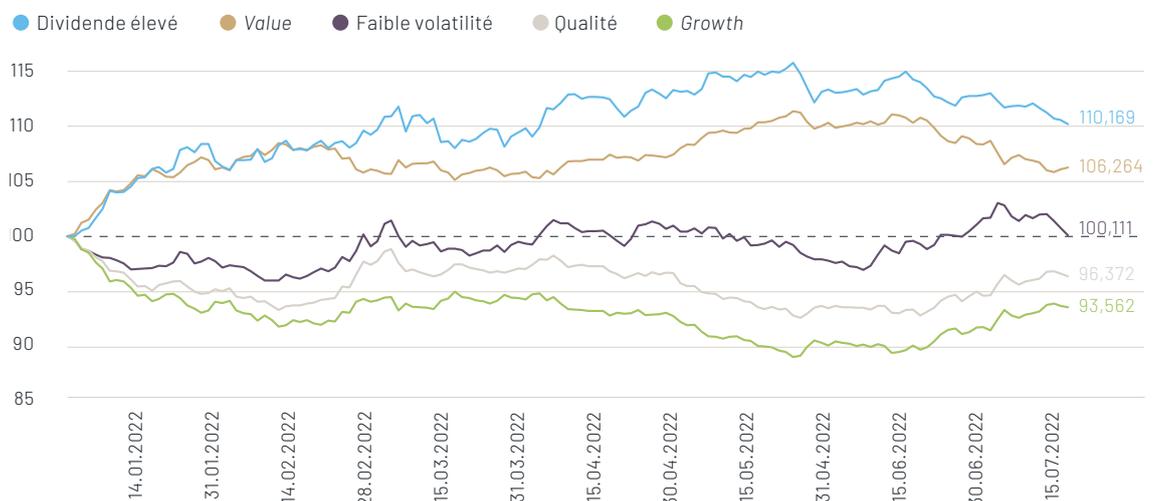


Opinion positive sur les **ACTIONS CHINOISES** pour le second semestre 2022

MARCHÉS ÉMERGENTS

Nous restons positifs sur les actions chinoises à partir du second semestre 2022. L'économie chinoise poursuit son redressement. Les exportations ont rassuré en juin, les données publiées ayant largement dépassé les attentes. En outre, le gouvernement chinois a constamment mis l'accent sur les efforts de relance dans sa communication des dernières semaines. Nous prévoyons donc une forte augmentation des dépenses d'infrastructure cette année. Tout en restant attentifs à d'éventuelles mesures ciblées de lutte contre la COVID-19, nous pensons que l'évolution du discours officiel sur l'économie et la réglementation

GRAPHIQUE 6 : PERFORMANCE RELATIVE DES FACTEURS AU SEIN DE L'INDICE MSCI EUROPE DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Remarque : les facteurs *Value* et *Dividende élevé* ont enregistré les meilleures performances depuis le début de l'année, mais leur dynamique faiblit car les rendements à long terme n'augmentent plus. À l'inverse, les facteurs *Faible volatilité* (défensif) et *Qualité* gagnent du terrain, tout comme le facteur *Growth*. Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

VOLATILITÉ ET INCERTITUDE EXTRÊMES SUR LE MARCHÉ DES CHANGES



Au cours de l'été 2022, de nombreux seuils à long terme ont été « cassés » sur le marché des changes, le dollar atteignant de nouveaux sommets dans un contexte d'aversion au risque généralisée, tandis que les banques centrales infléchissent leur politique monétaire, significativement et à un rythme rapide. Les perspectives de certaines devises, notamment en Europe, sont plus incertaines que jamais.



Le franc suisse est probablement la
**MEILLEURE
VALEUR
REFUGE**
à long terme

CHF

Le franc suisse est une valeur refuge fiable dans la tempête d'inflation qui dévaste les marchés. Il s'agit probablement de la seule autre devise du G10, avec le dollar, jouant le rôle de valeur refuge. Depuis décembre, la Banque nationale suisse (BNS) a apporté des changements très importants à sa politique monétaire, ce qui pourrait faire du franc suisse la devise la plus résistante à l'inflation :

- Au quatrième trimestre 2021, la banque centrale a autorisé la réappréciation du franc suisse afin d'atténuer les pressions inflationnistes internationales ;
- À la mi-juin 2022, elle a relevé ses taux directeurs de 0,5 % et signalé qu'elle interviendrait pour acheter le franc sur le marché des changes en cas de faiblesse excessive.

Compte tenu des énormes réserves de change de la banque centrale (plus de 900 milliards de francs suisses, soit environ 125 % du PIB annuel) et de la détermination de la BNS à lutter contre l'inflation, une dépréciation significative du franc suisse paraît peu probable. En outre, la faible dépendance de la Suisse à l'égard des combustibles fossiles signifie que l'excédent de sa balance courante, provenant d'exportations à forte valeur ajoutée, devrait rester confortable.

Si le dollar est la première devise susceptible de profiter d'un contexte d'aversion au risque significative, le franc suisse, en raison d'une faible inflation et de fondamentaux très solides, devrait être le meilleur refuge à long terme.

EUR

Bien que la BCE ait surpris les marchés en relevant ses taux de 50 pb, l'euro n'a pas réellement progressé en raison du manque de poids (ou plutôt de la trop grande conditionnalité) de l'Instrument de protection de la transmission, les marchés semblant douter de son efficacité. Malgré les hausses de taux et l'introduction d'un mécanisme anti-fragmentation, les perspectives de l'euro sont toujours assombries par les craintes liées à la guerre et à une éventuelle récession, de sorte que même un mécanisme plus robuste n'aurait guère permis de repasser au-dessus de 1,04. L'euro reste donc faible et il conviendra de surveiller étroitement les indicateurs de la zone euro pendant l'été.

GBP

La paire GBP/USD reste sous pression dans le sillage de données macroéconomiques positives pour l'économie américaine, qui ouvrent la voie à une action agressive de la Fed lors de la réunion du FOMC de juillet.

Si la démission de Boris Johnson n'a pas eu d'impact significatif sur la devise, l'économie britannique reste confrontée à de forts vents contraires, notamment l'envolée de l'inflation (9,4 % en glissement annuel), qui contraint la Banque d'Angleterre à relever ses taux au moment où l'économie britannique pourrait se contracter en juin sous la pression du recul des revenus réels.

En outre, la perspective d'un nouveau bras de fer avec l'Union européenne – si le protocole nord-irlandais est unilatéralement suspendu par le gouvernement britannique – renforce le sentiment baissier sur la livre sterling.

USD

Le dollar a atteint de nouveaux sommets (graphique 7), alors que les marchés restent très volatils et que les investisseurs sont confrontés à de multiples incertitudes macroéconomiques. La possibilité d'obtenir des rendements supérieurs à 3 % pour des dépôts à court terme dans la première monnaie de réserve mondiale est extrêmement séduisante pour des investisseurs dont la confiance a été ébranlée par les marchés baissiers et les risques de récession. Dans une perspective historique, le dollar affiche une vigueur extrême, si bien que l'acheter à ce niveau n'est pas chose facile, malgré son rôle de valeur refuge dans les tempêtes qui secouent les marchés.

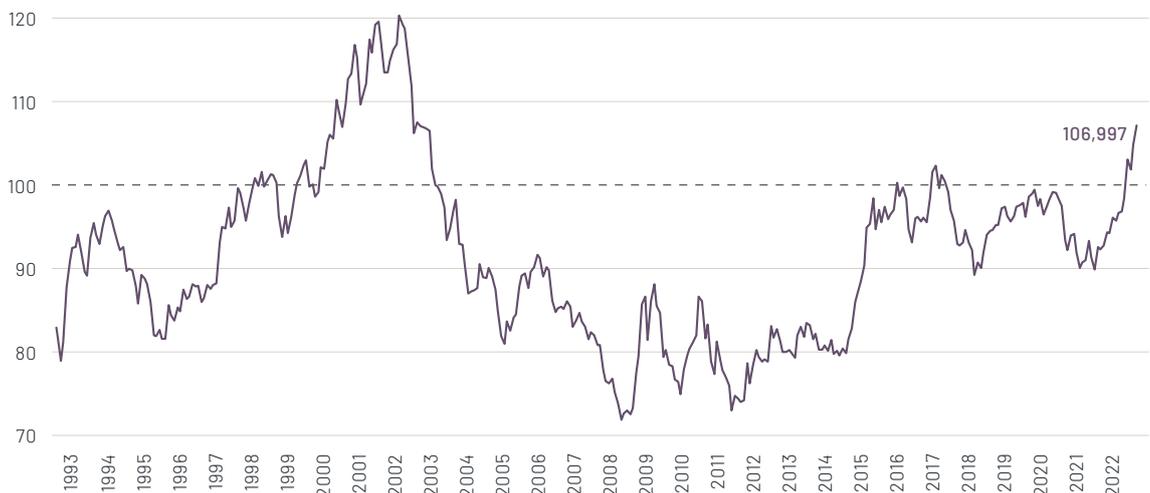
OR

Attaqué de toutes parts en juillet, l'or a finalement cédé pour enfoncer le support de 1 800 USD/once, sous la pression d'importants flux de vente dans les ETF aurifères et de positions short via les contrats à terme. D'un point de vue macroéconomique, la vigueur des taux d'intérêt américains et du dollar a joué le rôle le plus important. Si le prochain support, situé à 1 680 USD/once, s'est avéré solide, il faudra un nouveau catalyseur (éventuellement une détente des taux d'intérêt américains) pour susciter une véritable reprise.



L'or enfonce le support situé à
1 800 USD
L'ONCE

GRAPHIQUE 7 : INDICE DOLLAR SUR PLUSIEURS DÉCENNIES



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS



PROBABILITÉ
ACCROUE
d'entrée
en récession

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

- **Géopolitique et énergie** : le niveau d'incertitude restera probablement très élevé cet été, avec le risque que la politique italienne, le conflit en Ukraine et les tensions énergétiques continuent d'alimenter l'aversion au risque.
- **Croissance** : la probabilité d'entrer en récession a augmenté, les scénarios allant d'une contraction temporaire du PIB sur un ou deux trimestres à une récession plus grave. Le risque le plus important reste le contentieux autour du gaz russe, car une mise à l'arrêt des gazoducs pourrait affecter le PIB de la zone euro de plusieurs points de pourcentage. Les consommateurs paient l'essentiel de la facture liée à ce contexte de stagflation, comme en témoigne le niveau de la confiance, désormais synonyme de récession. Si les consommateurs américains commencent à réduire leurs anticipations d'inflation, ils sont les premiers impactés par la politique agressive de la Fed. Les perspectives s'améliorent progressivement en Chine, où le marché immobilier reste un facteur de risque à ne pas négliger.
- **Inflation** : l'inflation restera élevée (environ 8 % en 2022) en raison de la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, tandis que les tensions sociales qu'elle suscite favoriseront les hausses de salaire, alimentant ainsi la spirale inflationniste. En 2023, l'inflation pourrait intégrer des contributions plus faibles (voire négatives) de l'énergie en raison des effets de base, tandis que l'inflation sous-jacente devrait rester supérieure à 3 %, à moins qu'une récession n'affaiblisse considérablement le marché de l'emploi.
- **Banques centrales** : confirmation de l'accélération de la normalisation – la BCE sort des taux négatifs et adapte sa position à ce nouvel environnement, qui nécessite des taux plus élevés, mais aussi une plus grande action sur le bilan pour contrôler les spreads périphériques. La Fed maintient son engagement à lutter contre l'inflation, mais laisse planer un doute sur la fermeté de cette posture en cas de récession. La Fed mettra probablement fin à son cycle de hausses de taux au T1 2023, tandis que les craintes de récession alimentent des attentes de baisse des taux dès le second semestre 2023. Plusieurs banques centrales des marchés émergents sont déjà bien engagées dans ce processus de normalisation, tandis que la banque centrale chinoise devrait rester accommodante.
- **Rendements obligataires à long terme** : en conséquence, l'aplatissement des courbes de taux devrait se poursuivre, notamment dans la zone euro, reflétant à la fois l'accélération de la normalisation des taux courts et l'impact des craintes de récession et

de l'introduction du nouvel Instrument de protection de la transmission (IPT) de la BCE sur les rendements à long terme.

- **Bénéfices des entreprises** : nous continuons d'observer une forte divergence entre des données macroéconomiques déprimées et les prévisions optimistes des analystes traduisant l'optimisme des dirigeants d'entreprise, notamment quant à leur pouvoir de fixation des prix. Cependant, nous pensons que les bénéfices commenceront bientôt à refléter la détérioration de l'environnement – soit via une croissance plus faible des revenus, soit à travers la hausse des provisions / baisse des marges – surtout par rapport au niveau exceptionnel des bénéfices 2021. Cette évolution est anticipée par les marchés actions, dont la correction est de plus en plus motivée par la crainte d'une récession depuis le mois de juin.
- **Taux de défaut et conditions de liquidité** : dans un contexte de stagflation, les taux de défaut augmenteront sans aucun doute au-delà de ce que prévoient les agences de notation, mais sans atteindre le niveau implicite reflété par l'élargissement significatif des spreads de crédit. Le marché du crédit offre donc des primes de risque généreuses aux investisseurs, compensant non seulement la probabilité de défaut, mais aussi le risque de liquidité et la volatilité. À court terme, la liquidité limitée de la période estivale et les risques de récession devraient continuer à peser sur les prix de marché.
- **Régime de marché** : comme le marché se détourne des craintes liées à la normalisation monétaire pour se focaliser sur la montée des risques de récession, nous revenons (peut-être temporairement) à un régime de corrélation inversée entre les obligations et les actions. Néanmoins, si le risque de récession devait se concrétiser dans le sillage de la crise énergétique, la comparaison avec les régimes de marché des récessions passées serait probablement trompeuse. Par conséquent, les investisseurs doivent rester agiles face à ces corrélations instables, alors que l'absence de « Put » des banques centrales dope la volatilité des marchés d'actions et de crédit.

STRATÉGIE D'ALLOCATION

- **Actions** : nous maintenons une sous-pondération modérée en raison des révisions attendues des BPA et des risques de récession croissants, même si les valorisations semblent désormais plus attractives. Dans un environnement complexe, nous privilégions les actifs de qualité et les titres *Value* qui bénéficient de ce contexte de stagflation, en ciblant notamment les actions de dividende résilientes offrant une bonne protection contre

l'inflation. Si la volte-face des rendements obligataires est susceptible de soutenir les valeurs de croissance, les investisseurs devraient se concentrer sur les valeurs technologiques rentables. Nous continuons à sous-pondérer les valeurs cycliques, l'industrie et la consommation discrétionnaire. Au niveau géographique, nous maintenons une exposition modérée aux actions de la zone euro, avec une préférence pour le Royaume-Uni et la Suisse dans ce contexte, tout en restant neutres sur les États-Unis et en surpondérant la Chine.

- **Portage sur les obligations d'entreprise** : maintien d'une opinion positive sur les émetteurs de qualité offrant les *spreads* les plus attrayants depuis le pic de la pandémie ; prudence accrue sur le haut rendement à court terme, car les *spreads* peuvent continuer à s'élargir en cas de pénurie d'énergie et de montée des risques de récession, mais la patience sera récompensée pour les investisseurs à long terme sélectifs adoptant une approche d'achat et de conservation.
- **Devises** : nous avons indiqué à plusieurs reprises qu'il était prématuré de vendre le dollar contre l'euro, car cela revient à s'opposer à la normalisation de la Fed, mais aussi à ignorer les défis de la zone euro – bien plus importants que les déséquilibres de l'économie américaine. Nous pensons que le billet vert est probablement proche d'un sommet, mais les investisseurs pourraient attendre de voir la Fed adopter une position moins agressive avant d'acheter l'euro. Nous restons positifs à long terme sur le yuan, dont le potentiel à court terme est toutefois limité au vu de la divergence affichée par la Chine en matière de politique monétaire. Il serait peut-être judicieux de patienter avant de reprendre position sur d'autres devises émergentes.
- **Couvertures macro** : les obligations d'État ont finalement commencé à jouer un rôle positif dans les portefeuilles depuis la mi-juin. Ceci est conforme à nos attentes ; la rotation des inquiétudes des investisseurs – de la normalisation monétaire vers la récession – s'est en effet traduite par le renforcement des emprunts d'État. Mettant fin à plusieurs années de positionnement *short*, nous sommes désormais neutres sur la durée. Après la récente correction de l'or et compte tenu de la probabilité croissante de récession, les niveaux actuels semblent plus attrayants, mais dans une optique de couverture contre les risques macroéconomiques, car nous n'avons pas de conviction claire sur l'évolution du marché à court terme.
- **Positionnement en matière de risque** : nous privilégions une approche modérée, avec des réserves de liquidités dans les profils d'investissement les plus risqués et des couvertures macro plus importantes, permettant de réduire la volatilité et de saisir d'éventuelles opportunités.

CONVICTIONS CLÉS

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

Source : Indosuez Wealth Management.

08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 22 JUILLET 2022



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	2,75 %	-37,97	124,03
France 10 ans	1,62 %	-35,10	142,20
Allemagne 10 ans	1,03 %	-41,00	120,90
Espagne 10 ans	2,25 %	-29,70	168,40
Suisse 10 ans	0,72 %	-56,20	85,20
Japon 10 ans	0,21 %	-1,60	14,40

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	33,45	-2,38 %	-14,72 %
Emprunts d'État en EUR	205,45	1,62 %	-6,00 %
Entreprises haut rendement en EUR	190,86	1,65 %	-10,66 %
Entreprises haut rendement en USD	301,27	2,97 %	-9,37 %
Emprunts d'État américains	304,11	1,31 %	-5,05 %
Entreprises émergentes	42,66	-1,43 %	-16,35 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9832	-2,76 %	-5,23 %
GBP/USD	1,1999	-2,19 %	-11,33 %
USD/CHF	0,9629	0,48 %	5,48 %
EUR/USD	1,0213	-3,22 %	-10,18 %
USD/JPY	136,12	0,66 %	18,28 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	23,03	-4,20	5,81

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	3 961,63	1,28 %	-16,88 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 276,37	0,94 %	-1,46 %
STOXX Europe 600	425,71	3,09 %	-12,73 %
Topix	1 955,97	4,78 %	-1,82 %
MSCI World	2 650,82	1,20 %	-17,98 %
Shanghai SE Composite	4 238,23	-3,56 %	-14,21 %
MSCI Emerging Markets	990,37	-2,06 %	-19,61 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	1 987,81	-3,07 %	-6,67 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	198,87	1,91 %	-27,87 %
MSCI Asia Ex Japan	643,94	-2,32 %	-18,41 %
CAC 40 (France)	6 216,82	2,36 %	-13,09 %
DAX (Allemagne)	13 253,68	1,03 %	-16,56 %
MIB (Italie)	21 211,98	-4,10 %	-22,43 %
IBEX (Espagne)	8 051,60	-2,34 %	-7,60 %
SMI (Suisse)	11 096,12	2,52 %	-13,82 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 829,00	-10,97 %	-15,81 %
Or (USD/Oz)	1 727,64	-5,43 %	-5,55 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	94,70	-12,01 %	25,91 %
Argent (USD/Oz)	18,59	-12,02 %	-20,41 %
Cuivre (USD/Tonne)	7 452,50	-11,08 %	-23,33 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	8,30	33,42 %	122,49 %

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

AVRIL 2022	MAI 2022	JUIN 2022	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (22 JUILLET 2022)
0,38 %	6,46 %	8,79 %	4,78 %	-1,46 %
-1,20 %	1,87 %	-0,42 %	3,09 %	-1,82 %
-2,40 %	0,84 %	-1,38 %	1,91 %	-6,67 %
-3,79 %	0,69 %	-2,70 %	1,28 %	-12,73 %
-4,89 %	0,20 %	-6,46 %	1,20 %	-14,21 %
-5,23 %	0,14 %	-7,10 %	0,94 %	-16,88 %
-5,75 %	0,01 %	-7,20 %	-2,06 %	-17,98 %
-8,43 %	-0,16 %	-7,43 %	-2,32 %	-18,41 %
-8,80 %	-1,56 %	-8,07 %	-3,07 %	-19,61 %
-13,86 %	-4,29 %	-16,81 %	-3,56 %	-27,87 %

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 (pb) : 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 Prudential 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-007 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 22.07.2022.

