



MONTHLY HOUSE VIEW

Septembre 2022

Un rebond en trompe-l'œil

• Table des matières

01•	Éditorial UN REBOND EN TROMPE-L'ŒIL	P3
02•	Focus CHINE ET JAPON : À CONTRE-COURANT	P4
03•	Macroéconomie LE MONDE À L'ENVERS	P6
04•	Obligations HAUSSE DES TAUX STANDARD : DE 25 PB À 75 PB !	P8
05•	Actions RALLYE ESTIVAL	P10
06•	Devises LA FED ET LE DOLLAR AMÉRICAIN CONSERVENT UNE LONGUEUR D'AVANCE	P12
07•	Allocation d'actifs SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION	P14
08•	Market Monitor APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	P16
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



VINCENT
MANUEL
Chief Investment Officer

Chère lectrice, Cher lecteur,

L'été aura été finalement calme sur les marchés avec un rebond assez symétrique à la baisse des taux longs et à la hausse des surprises économiques aux États-Unis. Cette séquence d'accalmie estivale a pris fin quelques jours avant la réunion de banquiers centraux à Jackson Hole, où Jerome Powell a confirmé son programme de hausses de taux et la priorité accordée à l'inflation.

Il y avait d'ailleurs quelque chose de paradoxal et de fragile dans ce rebond estival. Les États-Unis ont bénéficié à la fois d'une inflation plus modérée qu'attendu (l'indice des prix de juillet ne progresse plus par rapport au mois précédent et le niveau d'inflation annuel se stabilise) et d'un marché de l'emploi plus vigoureux qu'anticipé. Mais si les données économiques sont meilleures, cela ne peut que mettre fin à la tendance à la baisse des taux longs engagée depuis mi-juin et ainsi relancer les craintes entourant l'action de la Fed. La nature même du rebond amenait à s'interroger sur sa pérennité mi-août. Des volumes faibles, pas ou peu de flux important venant des investisseurs traditionnels, et une hausse réalisée au final via des options à court terme.

Derrière ces bonnes surprises économiques en trompe-l'œil se camoufle aussi une réalité plus complexe et une tendance de moyen terme plus difficile. D'une part, la comparaison de la croissance entre États-Unis et Europe renvoie une vision trompeuse d'une réalité qui pourrait s'inverser : le PIB américain est en contraction depuis deux trimestres tandis que la croissance européenne reste ancrée en territoire positif. Ceci devrait s'inverser, avec une récession courte mais sans doute inévitable en zone euro, et à l'inverse un PIB américain qui devrait repartir à la hausse au troisième trimestre après une contraction expliquée en partie par des effets non récurrents sur les stocks. D'autre part, outre Atlantique, en dépit d'une vigueur rassurante, le marché de l'emploi américain finira par se retourner (la Fed l'a d'ailleurs annoncé et anticipé), et le cycle d'investissement des entreprises devrait commencer à être affecté par le durcissement des conditions financières.

Les Européens doivent aussi recevoir avec prudence les propos de la Commission européenne concernant la réalité du restockage du gaz. Même avec un restockage à 100 %, ce dernier ne couvrirait qu'un quart des besoins en gaz, l'essentiel restant encore fourni quotidiennement par le pipeline venant de Russie, et en dépit des efforts de diversification déjà engagés.

Les bonnes surprises venant des entreprises sont elles aussi à prendre avec précaution, tant le risque de myopie est important. La bonne saison de résultats du deuxième trimestre qui a nourri la hausse des marchés cet été est largement soutenue par le secteur de l'énergie, tandis que la faiblesse de l'euro et l'inflation dopent artificiellement le chiffre d'affaires des entreprises européennes. Enfin l'importance des rachats d'actions aux États-Unis est autant la confirmation de l'importance du thème du retour à l'actionnaire dans une phase stagflationniste, qu'une source d'interrogation sur la pérennité de cette tendance et sur la réalité sous-jacente des résultats sans la relation générée par les rachats d'actions. Le risque d'inversion du cycle des résultats est donc toujours présent même s'il semble devoir intervenir plus tard qu'attendu. Et d'ici là, tout risque de remontée des taux longs peut fragiliser le niveau de valorisation d'équilibre du marché actions.

L'espoir estival d'une économie pouvant échapper à la récession et d'une banque centrale qui pourrait adoucir dès maintenant son propos face à une inflation en voie de stabilisation est donc un peu prématuré, et la prudence nous semble donc de mise cet automne. D'autres facteurs de risque peuvent aussi capturer l'attention des investisseurs, entre le prochain congrès du Parti communiste chinois, les tensions autour de Taiwan, les élections législatives en Italie, le conflit en Ukraine et les élections de mi-mandat aux États-Unis.

Nous sommes donc ancrés dans un régime de volatilité structurellement plus élevé auquel les investisseurs doivent autant s'habituer que s'adapter, sans imaginer un retour rapide au régime des cycles pré-pandémie. L'heure est donc moins à chasser des rebonds des marchés à court terme qu'à identifier des sources pérennes de rendement réel.

Si le risque d'une « récession de bilan » en Chine évoque le Japon des années 1990, nous estimons que la reprise chinoise est entravée plus que stoppée, et que les responsables politiques disposent encore de nombreuses munitions pour relancer l'économie. Le Japon demeure un monde à part, où l'inflation est la bienvenue après des années de stagflation. Malgré le plongeon du yen, la persistance de déséquilibres économiques importants contraint la Banque du Japon (BoJ) à rester à contre-courant.

LES RISQUES SONT ORIENTÉS À LA BAISSÉ EN CHINE

En juillet, les ventes de détail chinoises ont progressé de 2,7 % en glissement annuel (l'enquête de Reuters anticipait 5 %) et la production industrielle a augmenté de 3,8 % (4,6 % anticipé). Bien que cette croissance reste enviable selon les normes européennes, elle reflète une deuxième réouverture de l'économie nettement moins impressionnante que celle de 2021. Les enquêtes PMI sont tombées en territoire de contraction en août (49,4), tandis que le PMI des services (52,6) a bénéficié du léger assouplissement de la politique « zéro COVID ».

Les autorités ont annoncé des mesures de relance budgétaire sous forme de nouvelles dépenses d'infrastructure (300 milliards RMB) et d'une extension des prêts aux collectivités locales (500 milliards RMB). Dans le contexte de la crise immobilière actuelle (graphique 1), une grande partie du produit de ces mesures risque toutefois d'être affectée à l'épargne et au remboursement de la dette. Cette crise immobilière fait planer la menace d'une « récession de bilan » similaire à celle subie par le Japon dans les années 1990, lorsque les agents économiques ont réduit leur dette en diminuant les dépenses et les investissements, ce qui n'a fait que freiner davantage l'activité économique.

En dix ans, la dette des ménages chinois est en effet passée de 28 % à 62 % du PIB, tandis que la dette des entreprises atteint 160 % du PIB. Alors que la confiance chute et que les rendements des investissements immobiliers reculent, les ménages s'efforcent aujourd'hui de rembourser leurs prêts hypothécaires de manière anticipée.

RESTAURER LA CONFIANCE EST ESSENTIEL

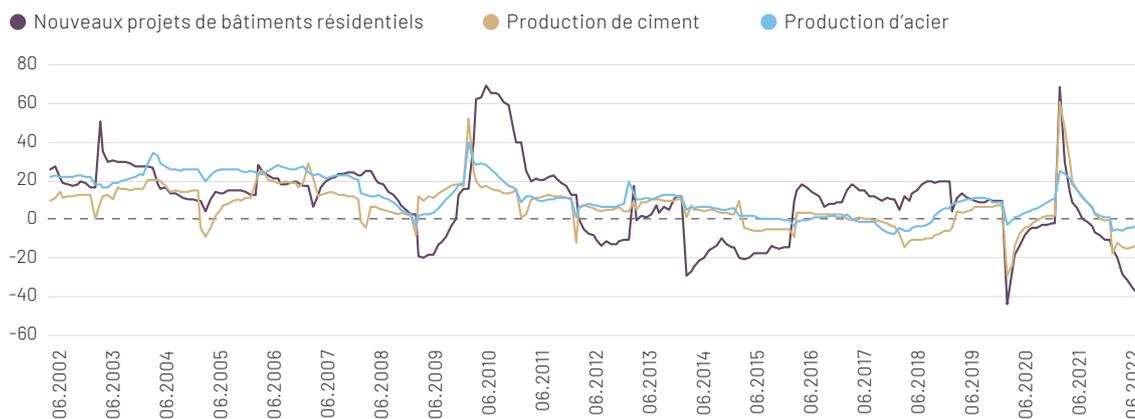
À l'approche du 20^e Congrès national du Parti communiste chinois, les autorités ne peuvent se permettre d'assouplir leur position à l'égard des prêts immobiliers inconsidérés, pas plus qu'elles ne peuvent infléchir significativement leur stratégie « zéro COVID ». Toutefois, de multiples mesures – incluant des prêts garantis par des entreprises publiques – ont été prises pour rétablir la confiance dans le secteur immobilier. L'assouplissement de la politique monétaire a été relativement modeste, même si la Banque populaire de Chine (PBoC) a abaissé ses taux par deux fois cette année en signe de soutien. Restaurer la confiance est essentiel. Bien que l'économie chinoise recèle une certaine demande refoulée induite par les confinements, nous pensons que le ralentissement de l'immobilier continuera de peser sur la croissance en 2023.



PBoC

a déjà abaissé
ses taux par deux
fois cette année

GRAPHIQUE 1 : RALENTISSEMENT DU MARCHÉ IMMOBILIER CHINOIS - CROISSANCE ANNUELLE DE LA PRODUCTION DE MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION, %



Sources : Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

Les prévisions de croissance du PIB chinois ont été ramenées de 3,2 % en 2022 et 5,5 % en 2023 à respectivement 2,9 % et 5,2 %. Les exportations seront entravées par le ralentissement mondial, mais devraient tirer parti de la faiblesse des prix à la production (au plus bas depuis 17 mois, l'indice des prix à la production a progressé de 4,2 % en juillet, un chiffre inférieur aux prévisions) et d'avantages concurrentiels sur certains segments clés, notamment les composants pour les énergies renouvelables. En ce qui concerne la dépendance énergétique de la Chine, sa production de charbon et sa capacité à s'appuyer sur les sources d'énergie russes ont préservé l'économie des turbulences énergétiques mondiales, même si les sécheresses actuelles dans le sud du pays entravent la production d'énergie.

Jusqu'à présent, les entreprises ont limité la répercussion de la hausse des coûts des matières premières sur leurs prix de vente. Cela a permis un rebond de la demande intérieure (les ventes de détail ont augmenté de 2,4 % en glissement annuel en juillet, alors que les anticipations visaient 1,5 %). Le chômage (2,5 % en juillet) reste sous sa moyenne historique, tandis que les salaires nominaux ont augmenté de 2,2 % en juin 2022 par rapport à l'année précédente, soit le rythme le plus rapide depuis quatre ans. Du côté de l'offre, l'industrie manufacturière japonaise souffre du recul de la demande en provenance de Chine et des États-Unis. L'indice PMI du secteur manufacturier japonais est tombé à 51 en août, la composante des nouvelles commandes ayant diminué pour la première fois en six mois, ce qui n'est pas de bon augure.

Les chiffres de l'inflation de juillet sont supérieurs aux prévisions de la Banque du Japon pour l'année en cours et dépassent son objectif de 2 %. L'extrême faiblesse du yen (chute de 17 % depuis le début de l'année par rapport au dollar) milite en faveur d'une hausse des taux. Cependant, c'est grâce à de faibles coûts de financement que les ménages et les entreprises ont été en mesure d'absorber l'envolée de leurs factures d'énergie. Les taux bas aident également le gouvernement à supporter l'énorme fardeau de la dette publique (270 % du PIB), qui devrait encore s'alourdir avec les effets du programme de soutien à la pandémie et l'augmentation des dépenses militaires en réponse à la montée des risques entourant Taïwan. La BoJ fait donc figure d'exception parmi les grandes banques centrales. Elle devra innover pour freiner la chute du yen, même si la devise pourrait bénéficier de son statut de valeur refuge en cas de récession plus sévère que prévu aux États-Unis en 2023.

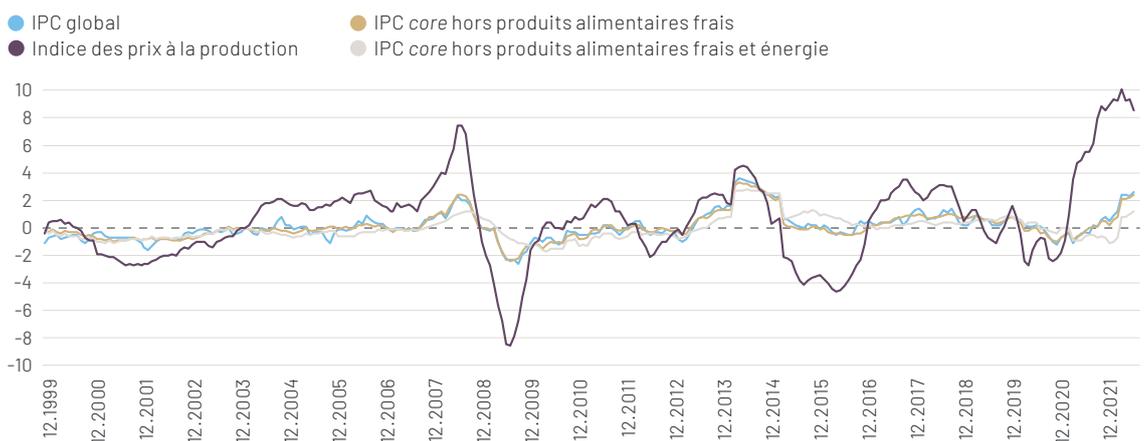


**LE YEN CHUTE
DE 17 %**
depuis le début
de l'année par
rapport au dollar

L'INFLATION EST-ELLE DE RETOUR AU JAPON ?

Il est probablement trop tôt pour l'affirmer. La hausse des prix à la consommation a dépassé les prévisions en juillet (2,4 % en glissement annuel hors produits frais, après 2,2 % en juin). Il s'agit du niveau le plus élevé depuis août 2008 – si l'on exclut la poussée inflationniste de 2014-2015, qui avait été artificiellement provoquée par une hausse de la TVA (graphique 2). L'inflation s'élargit progressivement, mais la pression provient essentiellement des produits importés, notamment les denrées alimentaires (en hausse de 4,4 %, contre 3,7 % en juin) et l'énergie (les frais de carburant, d'éclairage et d'eau ont augmenté de 14,7 %, contre 14,0 % en juin). L'inflation de base hors produits frais et énergie est restée contenue à 1,2 % en juillet (GA). Il est encourageant de constater que les prix à la production (hausse de 8,6 % en juillet, contre 9,4 % en juin) connaissent une accalmie due à la baisse des prix des matières premières.

GRAPHIQUE 2 : PRESSIONS SUR LES PRIX AU JAPON, GLISSEMENT ANNUEL, %



Les indicateurs macroéconomiques publiés cet été n'ont pas été si mauvais dans les économies avancées, notamment aux États-Unis. Cependant, les bonnes nouvelles se sont rapidement transformées en mauvais présages, en incitant les banques centrales à durcir leur politique monétaire. À cet égard, il ne faut pas perdre de vue que l'inflation pèse aujourd'hui davantage sur la croissance que la hausse des taux d'intérêt. La récession semble désormais inévitable en Europe, où les craintes de pénurie d'énergie s'aggravent.

ÉTATS-UNIS : PAS DE RETOUR EN ARRIÈRE POSSIBLE

Le ralentissement du PIB américain au deuxième trimestre a été révisé à la hausse à -0,6 % sur une base trimestrielle annualisée (contre une estimation initiale de -0,9 %), la consommation s'étant avérée plus résistante qu'anticipé. Les stocks ont contribué à hauteur de -2 points de pourcentage à ce ralentissement. Le chiffre global du PIB pour le troisième trimestre pourrait dès lors réserver une surprise positive, étant donné la nature très volatile des stocks dans la période post-COVID. Cela explique en partie pourquoi le BNRE¹ refuse de considérer que l'économie américaine est actuellement en récession. Dans l'ensemble, l'indice Citi des surprises économiques aux États-Unis a enregistré un fort rebond durant l'été. Bien que les prix à la consommation aient dépassé la hausse des salaires (8,5 % en glissement annuel, contre 6,7 %), la consommation s'est montrée relativement résistante (les ventes de détail hors prix de l'essence ont augmenté de 0,2 % en juillet). En outre, l'indice des prix des dépenses de consommation personnelle – la mesure privilégiée de l'inflation par la Fed – a baissé de 0,1 % en glissement mensuel en juillet, après avoir bondi de 1 % en juin.

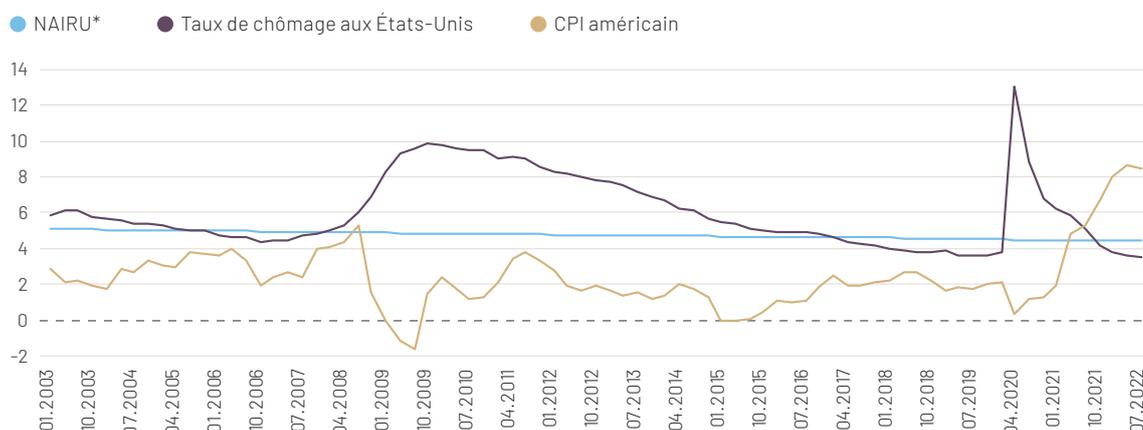
Les prix des denrées alimentaires ont augmenté de 1,3 % (m/m), mais les coûts de l'énergie ont diminué de 4,8 % en glissement mensuel.

Il est dès lors probable que l'inflation a atteint un pic en juillet. Les prix des voitures, qui faiblissent avec le ralentissement de la demande, pourraient offrir un répit, mais le coût du logement (environ 30 % du panier d'inflation) est plus rigide (historiquement, il est en retard d'environ 15 mois sur les prix immobiliers) et maintiendra la pression sur les prix. Le marché de l'emploi reste tendu (graphique 3), tandis que les anticipations d'inflation des consommateurs ont fléchi en juillet, mais restent supérieures à 6 % (niveau atteint en novembre 2021). Dans ce contexte, la Fed est fermement engagée dans la lutte contre l'inflation. L'effondrement de la demande de maisons (les mises en chantier ont chuté de 9,6 % en glissement mensuel en juillet) et la chute des indicateurs de confiance ne détourneront pas la Fed de sa mission. Nous ne prévoyons pas de baisse significative de l'inflation aux États-Unis avant le printemps 2023. Les indices PMI annoncent un ralentissement de l'activité, puisqu'ils plongent nettement sous le seuil des 50 pour les services (44,1 en août) et faiblissent dans le secteur manufacturier (51,3).



Les salaires aux États-Unis en hausse de **6,7 % (GA)**

GRAPHIQUE 3 : TAUX DE CHÔMAGE ET INFLATION, %



* NAIRU : taux de chômage n'accélération pas l'inflation (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment). Sources : Refinitiv, CBO, Indosuez Wealth Management.

1 - Bureau national de recherche économique.

Les marchés anticipent désormais une récession au second semestre 2023, lorsque les failles qui commencent à apparaître sur le marché de l'emploi (recul des offres de postes) se creuseront et que le durcissement des conditions de financement entravera la reprise de la demande intérieure.

EUROPE : RÉCESSION À L'HORIZON

En Europe, l'inflation et la croissance du PIB restent soumises aux pénuries d'énergie et au choc de confiance que ces dernières ont entraîné (tableau 1). Une inflation à deux chiffres est envisageable en fin d'année dans l'ensemble de la zone euro, notamment en Allemagne et en Espagne. Tant que les prix du gaz poursuivent leur course folle (hausse de 368 % en glissement annuel en août), l'inflation ne peut atteindre un pic et les risques pesant sur l'inflation européenne restent orientés à la hausse (notamment les composantes « énergie » et « biens industriels »). Néanmoins, et probablement parce que l'inflation en Europe est presque entièrement liée aux prix de l'énergie et des denrées alimentaires, les prévisions d'inflation restent ancrées à ce stade. Les chiffres du PIB du deuxième trimestre ont surpris à la hausse (+0,6 % en glissement trimestriel), l'activité étant soutenue par l'assouplissement des mesures liées à la COVID-19 et une saison estivale exceptionnelle pour le secteur du tourisme.

L'Espagne (1,1 %), l'Italie (1 %) et la France (0,5 %) ont progressé à un rythme soutenu, tandis que l'économie allemande a marqué le pas. Cependant, le PIB devrait désormais s'inscrire dans une tendance baissière, car le rebond lié à la réouverture des services s'atténue, tandis que la demande mondiale faiblit et que le pouvoir d'achat reste sous pression. En Allemagne, l'indice IFO du climat des affaires a chuté à 88,5 points en août (contre 99 en février), tandis que l'enquête GfK auprès des consommateurs traduit un net recul de la confiance depuis mars 2020. Bloomberg estime désormais à 55 % (contre 30 % en juin) la probabilité que la zone euro entre en récession. Dans l'hypothèse d'un rationnement du gaz russe plutôt que d'une coupure totale, nous tablons sur une légère récession allant du second semestre 2022 au printemps 2023. Le taux de chômage dans la région est stable depuis trois mois à 6,6 %, mais les disparités demeurent importantes (2,8 % de chômeurs en Allemagne, contre 12,6 % en Espagne). Les finances publiques se détériorent cependant dans tous les États membres. Le processus budgétaire européen, qui reprendra en octobre – peu de temps après les élections italiennes –, pourrait être une nouvelle source de tension.



L'INFLATION
en zone euro
N'A PAS
ENCORE
ATTEINT
UN PIC

TABLEAU 1: MISES À JOUR DES PRÉVISIONS D'INFLATION ET DE CROISSANCE DU PIB, %

	CROISSANCE DU PIB									
	États-Unis	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Espagne	Royaume-Uni	Chine	Japon	Brésil
2022	1,6 %	2,9 %	1,5 %	2,6 %	3,3 %	4,5 %	3,4 %	2,9 %	1,8 %	2,3 %
2023	1,0 %	0,3 %	0,1 %	0,4 %	0,4 %	1,1 %	-0,5 %	5,2 %	1,5 %	1,0 %

	INFLATION									
	États-Unis	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Espagne	Royaume-Uni	Chine	Japon	Brésil
2022	8,1 %	8,3 %	8,5 %	6,1 %	7,7 %	9,3 %	9,6 %	2,3 %	1,9 %	9,8 %
2023	4,0 %	5,7 %	6,0 %	4,7 %	5,3 %	4,9 %	8,7 %	2,4 %	0,3 %	5,6 %

Sources : Amundi, Indosuez Wealth Management.

Les économies et les marchés financiers traversent un cycle de resserrement monétaire d'une ampleur inédite depuis des décennies. On se souvient du « bon vieux temps », lorsque les banques centrales des marchés développés relevaient les taux de 25 points de base après un long et prudent exercice de communication. Aujourd'hui, l'orientation prospective appartient au passé et la plupart des banques centrales adoptent des hausses de 50 à 75 points de base, autrefois réservées aux marchés émergents.

Très animé, l'été a été le théâtre de redressements spectaculaires, tant sur les marchés de *spreads* que sur les marchés de taux. Cette évolution s'explique par une nette réduction des positions à la fin juin, une augmentation des réserves due aux dépenses du Trésor américain et un taux de reverse repo (RRP) relativement stable. Après le discours du président de la Fed, les marchés de taux anticipent désormais un resserrement monétaire plus agressif. Les bons du Trésor américain ont réagi de manière modérée au discours de Jackson Hole et les pressions en faveur d'un aplatissement de la courbe des taux, qui avaient dominé le premier semestre, dictent de nouveau leur loi à la courbe des taux américains. Pour la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre (BOE), la situation est grave. L'envolée des prix de l'électricité et du gaz affaiblit la position de ces deux zones monétaires, les banquiers centraux étant incités à maintenir une position très agressive alors même que la probabilité de traverser une récession profonde va croissant. La BCE se trouve dans une configuration particulièrement délicate compte tenu de la forte dépréciation de l'euro.

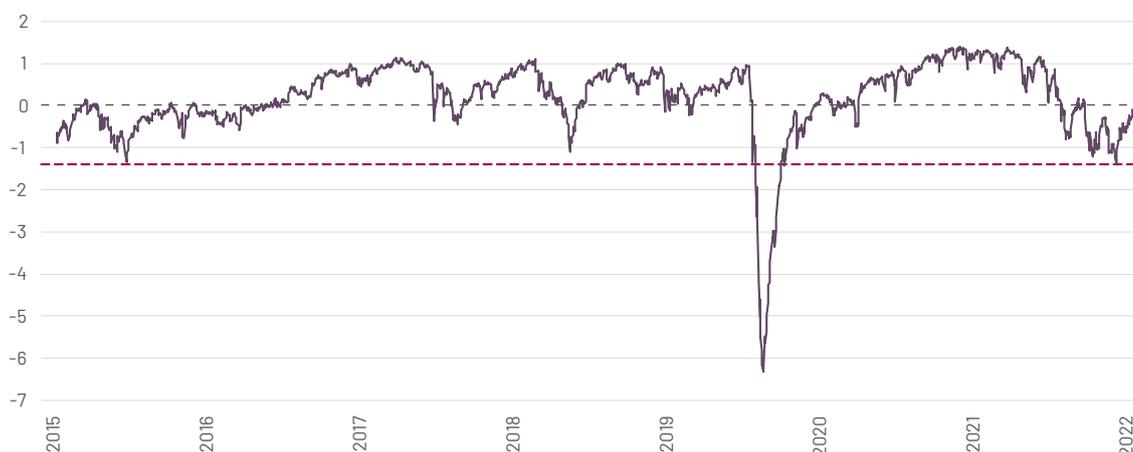
Même si l'élargissement des *spreads* périphériques était conforme à la normalisation des taux d'intérêt de la zone euro dans son ensemble, la BCE a réagi cet été en achetant des emprunts d'État italiens grâce aux réinvestissements du Programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (PEPP).

Au vu de l'assouplissement des conditions financières durant l'été (graphique 4) et de la vigueur du marché de l'emploi aux États-Unis, les banquiers centraux sont désormais susceptibles de continuer à resserrer rapidement leur politique et il est trop tôt pour prévoir une inflexion de la Fed. Compte tenu des délais de transmission de la politique monétaire, ce durcissement pèsera inévitablement sur une économie déjà en ralentissement. Cependant, la lutte contre l'inflation reste la priorité absolue des banquiers centraux, qui semblent convaincus qu'une récession à court terme vaut mieux qu'un environnement inflationniste prolongé. Dans ce contexte, le mouvement d'aplatissement de la courbe devrait se poursuivre, avec un possible changement de cap de la Fed d'ici la fin de l'année, susceptible de générer une certaine pression à la hausse sur les échéances courtes.



LA DÉPRÉCIATION
DE L'EURO
place la
BCE
dans une situation
délicate

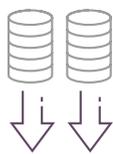
GRAPHIQUE 4 : LES CONDITIONS FINANCIÈRES AUX ÉTATS-UNIS QUASIMENT DE RETOUR À LA NORMALE, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

CRÉDIT

Sur les marchés de crédit, les *spreads* se sont nettement resserrés pour les titres *investment grade* et *high yield*, aussi bien sur les marchés américains qu'européens. Ce mouvement a ouvert la voie à des performances excédentaires significatives sur ces marchés en juillet, avant une consolidation au mois d'août. Alors que les fondamentaux résistent en Europe, ils se détériorent aux États-Unis, où les entreprises sont plus endettées et disposent de moins de liquidités au sein de leur bilan. Les taux de défaut réalisés sont inférieurs à 1 % en Europe et aux États-Unis, tandis que les agences de notation prévoient pour 2023 une hausse limitée due au ralentissement économique et des taux de défaut légèrement supérieurs aux moyennes de long terme (3,7 % aux États-Unis et 3 % en Europe, sur une base pondérée par les émetteurs). Cette évolution n'est pas encore pleinement prise en compte, les relèvements de notes demeurant plus nombreux que les dégradations à ce stade. Le secteur immobilier chinois, où 40 % des émetteurs sont sous surveillance négative, fait toutefois figure d'exception. En termes de flux, malgré une dynamique positive cet été, les investisseurs sont sortis des fonds ouverts, dont les performances depuis le début de l'année restent négatives dans un environnement de hausse des rendements. Cela étant dit, les stratégies d'achat et de conservation (*buy and hold*) attirent de plus en plus d'investisseurs. Conçus pour cristalliser un rendement au lancement de la stratégie, ces investissements offrent plus de visibilité que les fonds ouverts.



Pertes estimées à
130 MDS
sur la dette en USD
des promoteurs
immobiliers chinois

En Europe, l'élargissement continu des *spreads* de *swap* offre un portage supplémentaire aux investisseurs, ainsi qu'un coussin potentiel contre la hausse des rendements.

Sur le segment *high yield*, les valorisations semblent moins attrayantes et risquent de souffrir de la politique agressive de la BCE, du choc énergétique – qui pèse sur les marges des entreprises européennes – et du ralentissement macroéconomique général. Les ratios B/BB et BB/BBB, désormais inférieurs à leur moyenne sur 5 ans, indiquent des marchés chèrement valorisés.

Alors que les marchés primaires sont difficiles, les besoins de refinancement à court terme sont faibles. Les entreprises devront faire face à des coûts d'emprunt plus élevés sur les nouvelles dettes, mais cela sera atténué par une proportion plus importante de dettes à taux fixe jusqu'en 2023. Les segments B- et inférieurs seront les plus vulnérables. Le renforcement du dollar a entraîné une contraction de l'encours de dette en devises étrangères des entreprises américaines, tandis que certaines entreprises européennes bénéficient de leur exposition aux revenus en dollar.

Sur les marchés émergents, le renforcement du dollar a dégradé les performances en devise locale. La déroute de l'immobilier chinois a également pesé sur le sentiment des investisseurs mondiaux et l'absence de solutions immédiates a empêché toute prise de risque dans la région (graphique 5).

GRAPHIQUE 5 : LA HAUSSE DES RENDEMENTS SUR LA DETTE ÉMERGENTE PROVOQUÉ PAR LES DÉFAUTS DE PAIEMENT EN CHINE, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

L'indice S&P 500 a enregistré une progression à deux chiffres durant les huit semaines de l'été, notamment grâce aux 3 facteurs suivants : l'impression initiale que la Fed n'était pas si éloignée de son point d'inflexion ; une saison de publication des résultats meilleure qu'on ne le craignait ; le sentiment très baissier des investisseurs à l'approche de l'été, qui les a conduits à réduire le risque avant les vacances.

Le symposium de Jackson Hole a toutefois rappelé aux investisseurs à la dure réalité : l'inflation demeure la principale préoccupation des banquiers centraux.

SAISON DE PUBLICATION DES RÉSULTATS

Les résultats du deuxième trimestre ont été globalement favorables, dégageant une image très positive en Europe et plutôt rassurante aux États-Unis. Le consensus table encore sur une croissance des ventes de 12 % aux États-Unis et de 14 % en Europe, ce qui est nettement supérieur aux moyennes historiques. Cependant, les marges bénéficiaires commencent à montrer quelques signes de faiblesse, en particulier aux États-Unis si l'on exclut le secteur de l'énergie. En Europe, les marges ont jusqu'à présent résisté grâce à un euro plus faible et à des taux d'intérêt plus bas.

Ce contexte se traduit par des révisions de bénéfices toujours orientées à la hausse dans la région. Dans un avenir proche, ces dernières constitueront néanmoins l'un des principaux défis pour les marchés actions. De fait, la capacité des entreprises à maintenir des niveaux de marge élevés dans l'environnement actuel sera un élément clé de la performance des marchés boursiers en fin d'année.

ÉTATS-UNIS

Le rebond du marché (graphique 6) a été alimenté par le changement de ton de la Fed (moins agressive en juillet) : Jerome Powell a déclaré que le taux des Fed Funds avait atteint le niveau neutre, ce qui a soulagé les taux d'intérêt américains et propulsé les actions à la hausse.

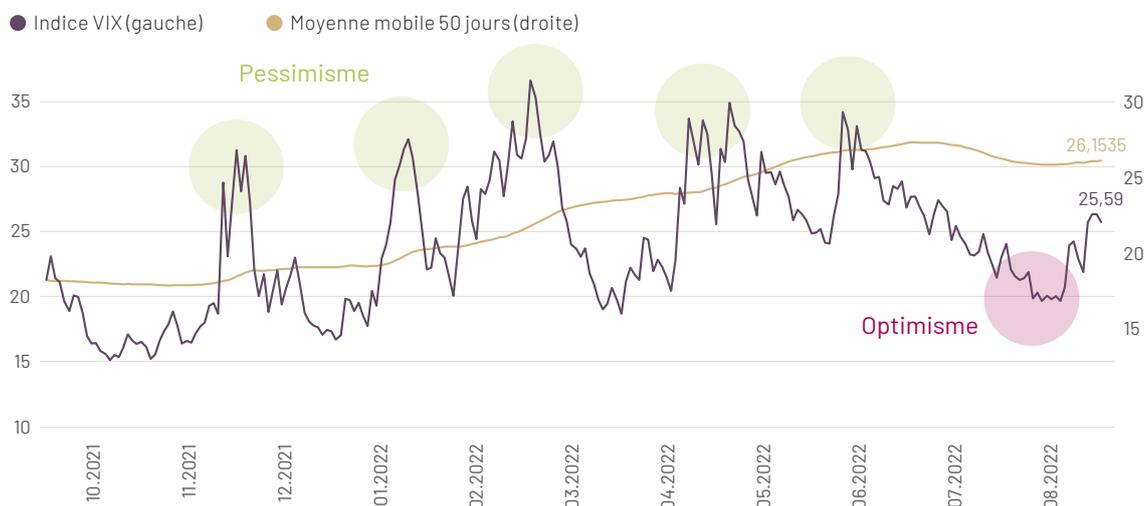
Cependant, le symposium de Jackson Hole a mis fin aux espoirs de voir la Fed adopter un positionnement plus accommodant à court terme. Comme l'a indiqué son président, la banque centrale américaine devrait continuer à relever ses taux directeurs pour les maintenir un certain temps à des niveaux élevés afin d'éradiquer l'inflation.

Nous restons donc dans un environnement macroéconomique complexe, associant tensions géopolitiques, inflation élevée, risque de récession et politique monétaire restrictive, alors que les élections de mi-mandat se profilent aux États-Unis. Ces divers éléments justifient notre message de prudence, même si nous considérons que le marché américain continue d'être le plus résilient, grâce à un meilleur pouvoir de fixation des prix et certaines des meilleures entreprises de grande qualité.



RÉVISIONS DE BÉNÉFICES :
RÉSILIENTES
à ce stade,
mais fin d'année
DIFFICILE
en vue

GRAPHIQUE 6 : INDICE VIX



Remarque : la dynamique baissière a atteint son apogée à la mi-juin, ce qui a contribué au rallye estival. Alors que les indicateurs de sentiment traduisent un optimisme relatif, les marchés pourraient désormais se montrer plus sensibles aux nouvelles négatives.

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

EUROPE

La situation reste globalement difficile en Europe, malgré le rallye de soulagement observé de la fin juillet à la mi-août.

Le risque de pénurie d'énergie pendant la période hivernale représente une véritable menace pour la région. Certains investisseurs craignent même que plusieurs industries cessent leurs activités, notamment en Allemagne ou en Italie. Si la faiblesse de l'euro avantage les exportateurs, les pressions inflationnistes croissantes sur l'énergie et les matières premières affecteront la rentabilité des secteurs à forte intensité énergétique. Sur une note plus positive, la saison de publication des résultats a été excellente pour les entreprises européennes, qui continuent d'annoncer des révisions de bénéfices à la hausse (graphique 7).

Au sein de la région, nous privilégions les marchés suisses, qui s'appuient sur une devise robuste et sont axés sur la qualité.



LE STYLE
QUALITÉ
demeure notre
PRINCIPALE
CONVICTION

MARCHÉS ÉMERGENTS

Au cours des derniers mois, les marchés boursiers asiatiques ont dû faire face à la montée des inquiétudes concernant l'économie chinoise (voir page 6), inquiétudes qui ont contraint les autorités à lancer un nouveau cycle d'assouplissement monétaire fin août, complété par des mesures de soutien ciblées pour le secteur immobilier. Nous prévoyons en outre une forte augmentation des dépenses d'infrastructure avant la fin de l'année.

Le regain de tensions avec les États-Unis (en particulier autour de Taïwan) et la politique « zéro COVID » stricte, toujours en vigueur en Chine, ont renforcé les préoccupations des investisseurs internationaux, tandis que les révisions de BPA restent orientées à la baisse. En revanche, nous observons depuis peu des signes encourageants de la part des principales entreprises chinoises du secteur des plateformes, avec des résultats globalement meilleurs qu'attendu et une amélioration notable des marges.

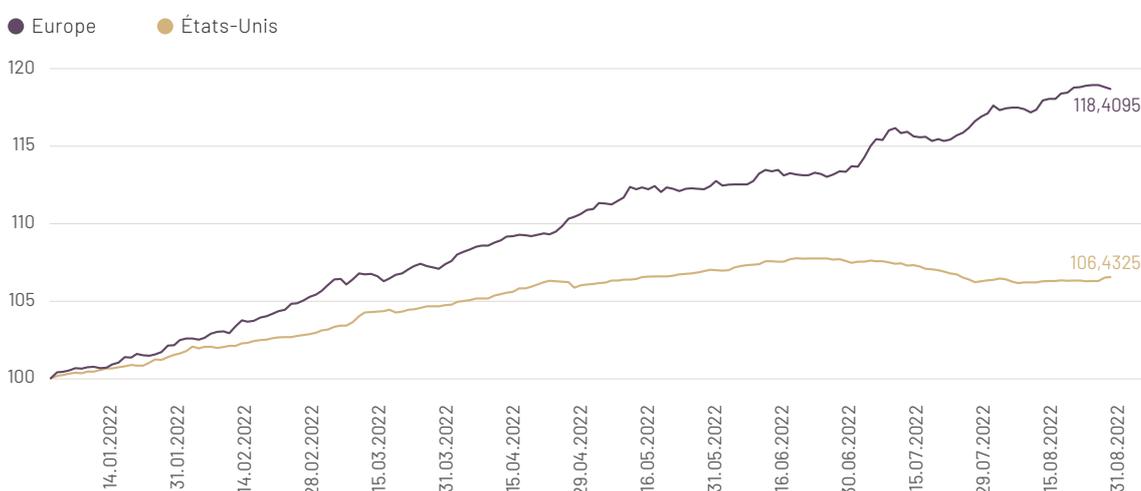
STYLES D'INVESTISSEMENT

Alors que les rendements à long terme se sont retournés au début de l'été, le rallye estival a essentiellement profité aux valeurs de croissance non rentables. Cependant, après un recul initial d'environ 100 pb aux États-Unis, les rendements obligataires se sont récemment redressés. En conséquence, nous pensons qu'il est trop tôt pour revenir en force sur les valeurs de Croissance (à l'exception des énergies renouvelables et des actions « vertes »).

À l'inverse, il peut s'avérer judicieux de renforcer l'aspect défensif des portefeuilles en augmentant la part du facteur Qualité et notamment le thème du « dividende croissant », qui se concentre sur les entreprises capables de maintenir ou d'accroître leur dividende dans le contexte actuel.

Parallèlement, nous profitons du rebond du facteur Value pour prendre quelques bénéfiques. Nous nous concentrons principalement sur la réduction de la partie cyclique du portefeuille Value susceptible d'être impactée par une nouvelle détérioration macroéconomique.

GRAPHIQUE 7 : RÉVISIONS DES BPA



Note : la saison de publication des résultats a été globalement rassurante pour les investisseurs, notamment grâce à une série de résultats solides en Europe. Les révisions des bénéfices s'accroissent à la hausse en Europe, tandis que la phase de stabilisation se poursuit aux États-Unis. Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

LA FED ET LE DOLLAR AMÉRICAIN CONSERVENT UNE LONGUEUR D'AVANCE



Le dollar reste la devise reine, les autorités chinoises laissent le yuan filer pour soutenir une économie en difficulté, tandis que le yen reste sous pression en raison des tentatives de relance de l'inflation. Le dollar australien offre une diversification intéressante, alors que l'argent est si faible que le marché préfère payer pour l'emprunter plutôt que l'acheter.

USD

Toujours solide

Le dollar américain a atteint de nouveaux sommets en août, la Fed ayant balayé les espoirs du marché en confirmant le maintien de sa politique monétaire ultra-agressive. Propulsé par la remontée des taux d'intérêt, le dollar a également été soutenu par l'environnement d'aversion au risque accompagnant cette hausse des taux, les investisseurs recherchant la sécurité de la monnaie de réserve mondiale – qui se trouve être la devise des marchés développés offrant le meilleur rendement. Nous restons positifs sur le dollar face aux incertitudes des troisième et quatrième trimestres, tout en observant que les gains des rallyes successifs sont de plus en plus faibles.

CNY

La PBoC à contre-courant de la tendance mondiale

En Chine, le scénario de ralentissement potentiel de la croissance a été jugé prioritaire par rapport à la lutte contre l'inflation des prix à la consommation, contenue à ce stade. La Banque centrale a donc continué d'assouplir les taux d'emprunt à court terme et les taux hypothécaires, afin d'amortir le ralentissement en cours et de soutenir le secteur immobilier. Ce soutien monétaire contraste avec la situation de la quasi-totalité des autres banques centrales, qui s'efforcent de regagner la crédibilité perdue en luttant contre une inflation galopante. La PBoC complète ses efforts de relance en laissant filer le yuan par rapport aux devises de ses principaux partenaires commerciaux, qui reculent également vis-à-vis du dollar. Nous ne pouvons donc exclure une nouvelle baisse du yuan vers 7,00 et au-delà, tandis que le FOMC continue de durcir sa politique monétaire et que les écarts de taux d'intérêt se creusent. Les politiques de relance mises en œuvre devraient toutefois limiter les sorties de devises.



LES INVESTISSEURS
RECHERCHENT
la SÉCURITÉ
de la monnaie de
réserve mondiale

AUD

Tentative de rebond en cours

Le dollar australien (qui bénéficie de la notation AAA) peine à résister à l'envolée du billet vert. En situation de plein emploi, le marché du travail reste extrêmement robuste, tandis que l'IPC dépasse largement le seuil de tolérance de la Banque centrale d'Australie (RBA). La RBA a procédé à des hausses de taux rapides et devrait poursuivre dans cette voie. Ce « retour » au statut de devise à haut rendement est associé à un excédent commercial record. Les exportations nettes de blé, de charbon, de minerai de fer et même de gaz naturel liquide continueront à soutenir la balance courante, freinant tout recul du dollar australien. La devise australienne possède cependant deux points faibles : les sanctions de son principal partenaire commercial – la Chine – et le secteur immobilier, fortement endetté et vulnérable à de nouvelles hausses des taux domestiques. Nous restons globalement positifs et profiterons de tout recul par rapport aux grandes devises internationales (graphique 8).

JPY

Toujours en position d'outsider

Malgré la reprise de l'inflation au Japon, le marché doute de la capacité de la Banque du Japon (BoJ) à modifier sa politique dans un avenir proche, ce qui se comprend aisément au vu des expériences passées.

Les précédentes tentatives de relance de l'inflation ont été si timides que les autorités monétaires attendront de voir une inflation bien ancrée avant d'envisager de mettre fin à leur politique ultra-accommodante. Les investisseurs devront surveiller de près l'attitude de la BoJ et du gouvernement japonais pour déceler les signes avant-coureurs de ce revirement, mais avec une inflation nettement inférieure à celle des autres marchés développés, ceux-ci ne seront pas visibles avant quelques mois.

ARGENT

Les supports cèdent

En raison de la vigueur du dollar, l'argent est repassé sous la barre des 20 USD/ononce. Le cours de l'argent a accompagné la baisse générale des métaux précieux, les prix de l'or, du platine et du palladium ayant également chuté en août. La vigueur du dollar repose sur la politique monétaire de la Fed, de plus en plus ferme dans sa lutte contre l'inflation, alors que les marchés envisagent désormais des taux d'intérêt proches de 4 % aux États-Unis à la fin de 2022. Les coûts d'emprunts de l'argent ont également augmenté, ce qui permet aux détenteurs du métal de générer jusqu'à 2 % par an sur leurs avoirs. Cela pourrait signifier que le marché anticipe une poursuite de la baisse, même si les besoins demeurent importants à court terme, car les participants préfèrent emprunter le métal à un coût élevé plutôt que de procéder directement à des achats.

GRAPHIQUE 8 : LE DOLLAR AUSTRALIEN PONDÉRÉ PAR LES ÉCHANGES RESTE SOUTENU



Sources : RBA, Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : nous maintenons, dans notre scénario central, une forte probabilité d'entrer en récession – notamment en Europe –, les scénarios allant d'une contraction temporaire du PIB sur un ou deux trimestres à une récession plus grave. Au-delà des risques de pénurie d'énergie pour l'industrie, la confiance des consommateurs européens reste faible, car ils paient l'essentiel du prix de ce contexte de stagflation. Aux États-Unis, la croissance du PIB devrait rebondir au troisième trimestre après deux trimestres consécutifs de contraction technique, avant de subir l'impact du cycle de hausse des taux de la Fed. Les indicateurs économiques chinois restent ternes, loin des objectifs de croissance du gouvernement.
- **L'inflation** restera élevée (autour de 8 %) en 2022 et s'étendra au-delà du secteur de l'énergie (où les prix ont entamé une correction), tandis que les tensions sociales causées par l'érosion du pouvoir d'achat alimenteront les hausses de salaire. 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 comprise entre 3 % et 4 %, une fourchette nettement supérieure à l'objectif des banques centrales.
- **Banques centrales** : notre scénario reste inchangé – politique monétaire agressive en Occident et assouplissement en Chine. La Fed a confirmé son engagement à lutter contre l'inflation, mais laisse planer un doute sur la fermeté de ce positionnement au cours du prochain trimestre. La banque centrale américaine annoncera probablement une inflexion en fin d'année et mettra fin à son cycle de hausses de taux au premier trimestre 2023. Les craintes de récession alimentent les attentes de baisses des taux au second semestre 2023, une hypothèse écartée par la Fed à ce stade. La BCE a également confirmé une normalisation accélérée. Après avoir abandonné les taux négatifs, elle pourrait imiter la Fed dans le calibrage des hausses de taux, tout en précisant les paramètres de son Instrument de protection de la transmission (IPT) visant à limiter l'élargissement des *spreads* périphériques dans un contexte de relance budgétaire. La banque centrale chinoise a confirmé et accentué sa politique accommodante (avec des taux réels désormais neutres, pour la première fois en cinq ans).

- **Rendements obligataires à long terme** : la combinaison actuelle de prévisions macroéconomiques sombres et de banques centrales agressives confirme notre anticipation de courbes de taux plates ou inversées aux États-Unis et dans la zone euro.
- **Bénéfices des entreprises** : nous continuons d'observer une forte divergence entre des données macroéconomiques déprimées et la confiance des dirigeants d'entreprise reflétée dans les prévisions optimistes des analystes. Toutefois, en dépit d'une saison de publication des résultats robuste au deuxième trimestre, stimulée par le secteur de l'énergie, les comptes de résultat devraient commencer à refléter – via un recul de la croissance ou des marges plus faibles – un environnement qui se dégrade.
- **Taux de défaut et conditions de liquidité** : dans un contexte de stagflation, les taux de défaut augmenteront sans aucun doute, mais sans atteindre le niveau implicite reflété par l'élargissement des *spreads* observé cette année. Les marchés de crédit ont reconstitué des primes de liquidité et de volatilité plus attrayantes au cours du printemps, avant de se redresser cet été. Alors que le mur du refinancement se matérialisera principalement en 2025/2026, le portage reste intéressant sur les obligations de Qualité de durée courte. Toutefois, le resserrement estival des *spreads* sur le segment du haut rendement devrait être de courte durée, car les risques macroéconomiques ne se sont pas évaporés dans la chaleur de l'été.
- **Régime de marché** : les corrélations entre les actions et les obligations sont redevenues positives dans le sillage de la normalisation monétaire, ce qui se traduit par une correction simultanée des obligations et des actions. Cela contribue à créer un régime de volatilité plus élevée, où les valeurs refuges sont des espèces menacées, à l'exception des liquidités en dollars.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

- **Actions** : nous restons sous-pondérés et avons profité du rallye estival pour réduire l'exposition recommandée. Comme prévu, les valeurs de croissance ont été les principales bénéficiaires du rebond lié aux taux. Notre vision prudente découle essentiellement du contexte de ralentissement économique et de normalisation monétaire, qui conduira à terme à des révisions négatives des bénéfices par action (BPA).



VENDRE LE
RALLYE
ESTIVAL
et PRIVILÉGIER
LA QUALITÉ
au sein
des portefeuilles

Nous privilégions dès lors les actifs de Qualité et les dividendes durables, tout en réduisant notre allocation aux titres *Value* en raison de la montée des risques macroéconomiques. Nous continuons à sous-pondérer l'Europe, tout en restant neutres sur les États-Unis. Les actions chinoises restent pénalisées par les vents contraires macroéconomiques et la politique « zéro COVID », mais pourraient bénéficier d'une politique monétaire plus favorable, d'une résolution du conflit sur les cotations américaines et de meilleurs résultats des géants de la technologie.

- **Obligations d'entreprise** : nous conservons une opinion positive sur les obligations d'entreprises de Qualité, qui offrent les *spreads* les plus attractifs depuis le pic de la pandémie. Nous sommes plus prudents sur le haut rendement à court terme, car les *spreads* peuvent continuer à se creuser, notamment en cas de pénurie d'énergie et de risques de récession accrus. La patience sera néanmoins récompensée pour les investisseurs à long terme adoptant une approche sélective d'achat et de conservation.
- **Devises** : nous avons répété ces derniers mois qu'il était prématuré de devenir négatif sur le dollar par rapport à l'euro, car cela revenait à s'opposer à la normalisation de la Fed ou à ignorer les défis de la zone euro. Bien que ce point de vue ait été validé par le franchissement de la parité entre le dollar et l'euro, nous pensons que le potentiel de hausse du dollar est désormais minime, tandis que le coût des couvertures de change et les défis de la zone euro limitent le risque de baisse. Nous ne sommes guère enthousiastes sur le yuan compte tenu de l'assouplissement monétaire en Chine et tenterons une diversification dans les devises liées aux matières premières, avant qu'une inflexion hivernale de la Fed ouvre la voie aux flux ciblant les devises émergentes.
- **Macro-couvertures** : nous étions devenus plus constructifs sur la durée lors du pic atteint par les rendements des emprunts d'État en juin, mais avons réduit notre conviction sur cette classe d'actifs début août. Nous sommes revenus à une stratégie de sous-pondération de la durée, en attendant une clarification du calendrier de la Fed.
- **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 macro-couvertures renforcées, permettant de réduire la volatilité et de saisir d'éventuelles opportunités.

CONVICTIONS CLÉS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉ- GIQUE (LT)
OBLIGATIONS		
EMPRUNTS D'ÉTAT		
Core 10 ans EUR (Bund)	=/-	=
Périphériques EUR	=	=/-
2 ans US	=/+	=/+
10 ans US	=	=
EUR points morts d'inflation	=	=
US points morts d'inflation	=/-	=
CRÉDIT		
Investment grade EUR	=	=/+
High yield EUR/BB- et >	=/-	=
High yield EUR/B+ et <	=/-	=/-
Oblig. financières EUR	=	=
Investment grade USD	=	=/+
High yield USD/BB- et >	=/-	=
High yield USD/B+ et <	=/-	=/-
DETTE ÉMERGENTE		
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	+	-/=
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 1 SEPTEMBRE 2022



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	3,25 %	56,50	174,32
France 10 ans	2,17 %	82,30	197,80
Allemagne 10 ans	1,56 %	75,80	174,00
Espagne 10 ans	2,76 %	86,40	219,60
Suisse 10 ans	0,88 %	45,60	101,80
Japon 10 ans	0,24 %	6,60	17,20

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	33,77	-1,76 %	-13,91 %
Emprunts d'État en EUR	200,34	-3,80 %	-8,33 %
Entreprises haut rendement en EUR	190,37	-2,45 %	-10,89 %
Entreprises haut rendement en USD	293,64	-4,59 %	-11,66 %
Emprunts d'État américains	298,72	-2,12 %	-6,73 %
Entreprises émergentes	43,06	-1,51 %	-15,57 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9764	-0,23 %	-5,90 %
GBP/USD	1,1545	-5,06 %	-14,68 %
USD/CHF	0,9818	2,76 %	7,55 %
EUR/USD	0,9946	-2,93 %	-12,52 %
USD/JPY	140,21	5,51 %	21,84 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	25,56	4,12	8,34

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	3 966,85	-4,46 %	-16,77 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 148,50	-4,02 %	-3,20 %
STOXX Europe 600	407,66	-7,15 %	-16,43 %
Topix	1 935,49	0,25 %	-2,85 %
MSCI World	2 610,26	-5,48 %	-19,23 %
Shanghai SE Composite	4 043,74	-1,41 %	-18,15 %
MSCI Emerging Markets	976,14	-1,86 %	-20,77 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 124,59	0,15 %	-0,25 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	194,28	-3,53 %	-29,53 %
MSCI Asia Ex Japan	628,92	-2,17 %	-20,32 %
CAC 40 (France)	6 034,31	-7,36 %	-15,64 %
DAX (Allemagne)	12 630,23	-7,56 %	-20,49 %
MIB (Italie)	21 302,16	-5,93 %	-22,10 %
IBEX (Espagne)	7 806,00	-4,35 %	-10,42 %
SMI (Suisse)	10 663,44	-4,81 %	-17,18 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 901,00	-3,94 %	-14,23 %
Or (USD/Oz)	1 697,52	-5,23 %	-7,20 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	86,61	-2,18 %	15,16 %
Argent (USD/Oz)	17,55	-12,78 %	-24,84 %
Cuivre (USD/Tonne)	7 597,00	-1,69 %	-21,85 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	9,26	14,04 %	148,31 %

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

JUIN 2022	JUILLET 2022	AOÛT 2022	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (1 SEPTEMBRE 2022)
8,79 %	9,11 %	1,18 %	0,25 %	-0,25 %
-0,42 %	7,86 %	0,03 %	0,15 %	-2,85 %
-1,38 %	7,64 %	-0,04 %	-1,41 %	-3,20 %
-2,70 %	4,22 %	-0,22 %	-1,86 %	-16,43 %
-6,46 %	3,71 %	-1,04 %	-2,17 %	-16,77 %
-7,10 %	3,54 %	-1,88 %	-3,53 %	-18,15 %
-7,20 %	3,18 %	-2,19 %	-4,02 %	-19,23 %
-7,43 %	-0,69 %	-4,24 %	-4,46 %	-20,32 %
-8,07 %	-1,66 %	-4,33 %	-5,48 %	-20,77 %
-16,81 %	-7,02 %	-5,29 %	-7,15 %	-29,53 %

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 Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers ;
- **au Luxembourg** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 415 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de Espana (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;

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

Achevé de rédiger le 02.09.2022.

