

# MONTHLY HOUSE VIEW

Avril 2022

Focus

Repenser l'approvisionnement en énergie

• Table des matières

01•	Éditorial SE POSITIONNER EN TERRITOIRE INCERTAIN	P3
02•	Focus REPENSER L'APPROVISIONNEMENT EN ÉNERGIE	P4
03•	Macroéconomie LA FIN D'UN CYCLE ?	P6
04•	Obligations DES FLUX SORTANTS IMPORTANTS SUR LE SEGMENT DU HIGH YIELD EN EUROS	P8
05•	Actions CHANGEMENT DE PARADIGME	P10
06•	Devises TOUT REMETTRE EN QUESTION	P12
07•	Allocation d'actifs SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS	P14
08•	Market Monitor APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	P16
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



VINCENT  
MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth  
Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Le conflit en Ukraine, dont il est impossible de prévoir la durée, les risques d'extension et les scénarios de sortie, constitue la toile de fond d'un changement de régime dans les marchés, dont l'expression «*stagflation*<sup>1</sup>» résume bien les ingrédients macroéconomiques. Une inflation plus importante et des risques de ralentissement plus élevés représentent les deux polarités, les deux faces d'une même pièce, et dont le conflit est l'accélérateur.

Au cours des dernières semaines, les marchés sont passés rapidement d'une classique aversion au risque, marquée par une chute brutale des actions et une forte performance des valeurs refuges -assez analogue à des corrections passées nourries par les craintes de récession- à des phases plus comparables à celles du début d'année, avec rotation actions, volatilité et remontée des taux longs.

Face à l'incertitude, la tentation est grande de se raccrocher aux branches du passé. Les comparaisons avec les chocs pétroliers de 1973, 1979 ou 1990 font flores, comme les nombreux arguments pour nous dire que le monde a changé depuis. Pour autant, plusieurs enseignements restent valides. Premièrement, l'idée que la hausse des prix de l'énergie conduit presque à chaque fois à un ralentissement de la croissance. Deuxièmement que les banques centrales sont prises dans un étau, en raison du dilemme entre risque de ralentissement et hausse de l'inflation.

Dans ce contexte volatil et changeant, le positionnement à adopter pour les investisseurs reste complexe, et implique probablement de porter son regard au-delà du conflit, pour appréhender les impacts en termes de croissance, d'inflation, de politique monétaire et d'évolution des résultats d'entreprises.

Sur ce plan nul doute sur le fait que ce choc économique affecte en premier lieu l'Europe, qui fait face à la fois à une baisse plus forte de la croissance qu'aux États-Unis, et qui est davantage exposée au risque de pénuries énergétiques. L'autre raison d'être plus prudent sur l'Europe, c'est que les salaires progressent moins vite que l'inflation, ce qui se traduirait logiquement par une baisse de la consommation.

C'est sans doute ce que reflète la correction des actions européennes, qui intègre *de facto* une baisse de la dynamique économique de la zone euro et une remise en cause de la croissance des profits.

Pour autant il serait illusoire de penser que l'économie américaine resterait à l'abri de ce choc si la hausse des prix de l'énergie devait perdurer au-delà des quelques mois passés. L'histoire montre qu'une hausse du pétrole a le plus souvent conduit à un ralentissement de l'économie américaine.

Là encore le juge de paix restera la Réserve fédérale (Fed), qui devra se montrer flexible si la consommation américaine venait aussi à faiblir. Quelques signaux sont déjà là, comme les indicateurs de confiance du consommateur, même si la vigueur de l'emploi, des salaires et de l'investissement permettent d'augurer le maintien de l'économie américaine en zone de croissance.

1- *Stagflation*: La *stagflation* désigne une situation dans laquelle une inflation élevée coexiste avec une stagnation de la production économique.

Le nouveau plan REPowerEU se doit absolument d'être ambitieux. Contrairement au cas du pétrole, trouver de nouveaux fournisseurs de gaz prendra du temps. La nécessité de réduire soudainement les importations de gaz impliquera probablement une réduction de la consommation énergétique individuelle, induite par l'impact de la hausse des prix.

### UNE DOUBLE CRISE ÉNERGÉTIQUE

Si l'Union européenne (UE) produit de l'énergie nucléaire et des énergies renouvelables sur son territoire, 60 % de ses besoins énergétiques sont importés, alors que les États-Unis sont exportateurs nets. Son principal fournisseur est la Russie pour le pétrole (environ 25 %), le gaz (graphique 1) et les combustibles fossiles solides (55 %).

Cette dépendance constitue aujourd'hui une menace majeure pour la stabilité des prix, dans un contexte de marchés extrêmement volatils. Les prix de l'énergie, qui constitue 10 % du panier de consommation servant au calcul de l'inflation en zone euro, ont augmenté de 31,7 % en février et continueront à progresser compte tenu de l'envolée des cours du gaz et du pétrole.

En ce qui concerne l'industrie européenne, la dépendance au gaz russe pourrait créer des pénuries et des perturbations en cas de fermetures partielles provoquées par l'escalade des sanctions. La Banque centrale européenne (BCE), qui a analysé la dépendance au gaz de chaque secteur, estime qu'une réduction de 10 % de l'approvisionnement en gaz russe pourrait éroder la croissance du PIB de la zone euro de 0,7 %.

La réduction de la dépendance aux combustibles fossiles était déjà au cœur du projet « Fit for 55 » de 2021. Présenté début mars par la Commission européenne, le nouveau plan REPowerEU affiche deux objectifs essentiels : réduire des deux tiers (soit 100 milliards de mètres cubes - MMC) la dépendance de l'Europe aux importations d'énergie russe et réduire l'impact de la hausse des prix de l'énergie sur les consommateurs.

### RÉDUIRE LA DÉPENDANCE

L'essentiel de la réduction des importations de gaz russe passera potentiellement par le recours à d'autres fournisseurs et l'augmentation de la production de biométhane (graphique 2). Les plans de l'UE de se tourner vers d'autres producteurs de gaz naturel liquéfié (GNL) au Qatar, en Égypte et en Afrique de l'Ouest, tout en diversifiant l'approvisionnement via des gazoducs en provenance d'Algérie ou de Norvège. Il prévoit également l'accélération des projets dans le solaire, l'éolien, l'hydrogène vert et l'accélération de l'utilisation des pompes à chaleur. Les autres mesures envisagées incluent la réduction de la demande d'énergie, via l'amélioration de l'efficacité énergétique et l'évolution du comportement des consommateurs.

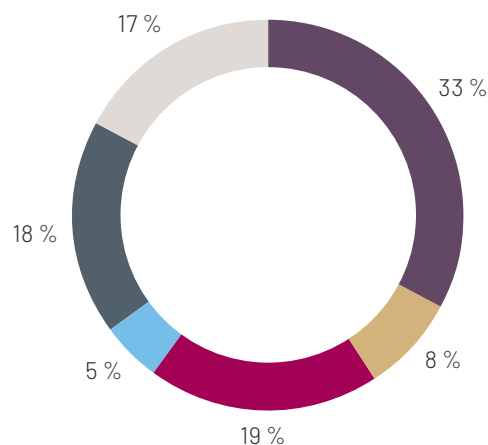


Une réduction de  
**10 %**  
de l'approvisionnement en gaz russe pourrait éroder la croissance du PIB de la zone euro de 0,7 %

GRAPHIQUE 1 : APPROVISIONNEMENT EN GAZ NATUREL DE L'EUROPE PAR PROVENANCE, % DU TOTAL, 2020

- Gazoducs russes, importations de GNL
- Afrique du Nord et autres gazoducs non-européens
- Gazoducs Norvégiens
- Gazoducs des Pays-Bas
- Autres gazoducs européens
- Autres importations de GNL

Sources : BP Statistical Review, Indosuez Wealth Management.



S'il reste à évaluer avec précision l'impact de ces mesures, nous identifions d'ores et déjà deux grandes tendances macroéconomiques :

- **Le plan nécessite d'importants investissements dans les infrastructures.** Contrairement aux barils de pétrole, le GNL nécessite des infrastructures pour liquéfier le gaz au départ et le regazéifier à l'arrivée. Les capacités européennes sont adaptées à la demande actuelle, mais pas à une demande supplémentaire de 50 MMC. En outre, les infrastructures d'acheminement de l'Espagne (où une bonne partie du GNL pourrait être livrée) vers l'Europe de l'Est seront très probablement insuffisantes. Enfin, l'accélération de la production d'énergie renouvelable implique de mobiliser rapidement des investissements massifs dans ce secteur.

Parallèlement, une hausse de 50 MMC de la demande européenne équivaut à une augmentation de 10 % de la demande mondiale qui, combinée au relèvement des objectifs de capacité de stockage en Europe, provoquera inévitablement un choc de demande sur le marché du GNL.

- **Certes nécessaire, ce plan s'avère inflationniste.** Outre les pressions sur les prix induites par la demande, l'Europe sera contrainte de régler une prime pour que le gaz naturel liquéfié soit transporté sur le vieux continent via l'Asie. De plus, la transition vers les énergies renouvelables est inflationniste à court terme, en raison de coûts de production plus élevés et d'un besoin de matières premières actuellement chères.

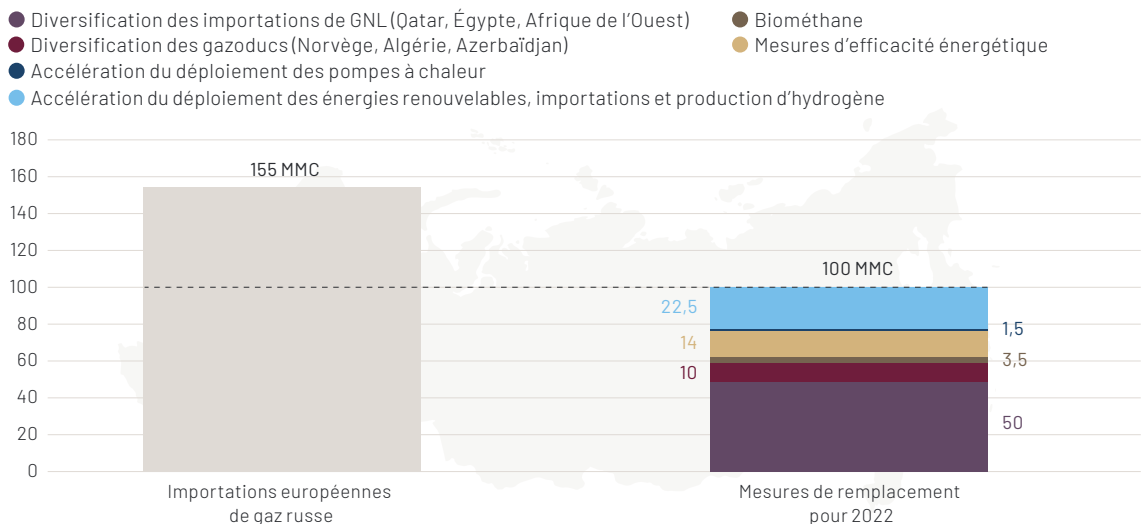
## SOULAGER LES CONSOMMATEURS

Le deuxième volet du plan REPowerEU vise à limiter l'impact de la crise sur les populations les plus vulnérables, en permettant aux États membres de prolonger l'existant et d'imposer un contrôle temporaire des prix ainsi que des mécanismes de transfert (y compris des mesures fiscales ciblant les bénéfices des parcs éoliens et l'utilisation des revenus tirés du trading de quotas d'émission). Ces mesures pourraient être financées par des prélèvements sur les entreprises ayant profité de la hausse des prix de l'énergie, ce qui exigera un dosage fin si ces mêmes entreprises sont censées supporter une partie des nouveaux besoins d'investissement. Ces prélèvements ne sont toutefois pas aussi pénalisants que les marchés financiers le craignaient, les mesures étant pour l'instant limitées à la fin juin 2022.

## TIRER PARTI DE LA CRISE

Volontairement très ambitieux, le plan constitue davantage une feuille de route qu'un objectif précis. Il comporte cependant des mesures d'urgence, puisqu'il exige des États membres le relèvement des stocks de gaz à 90 % des capacités (contre environ 30 % aujourd'hui). Face à l'ampleur des enjeux, l'Europe n'a pas vraiment le choix. Néanmoins, cette crise offre à la région l'opportunité de se diversifier avec de nouveaux producteurs, tout en donnant un vigoureux coup d'accélérateur à la transition vers les énergies renouvelables et l'indépendance énergétique. Elle contribue également à resserrer les liens entre les États membres, car les infrastructures de demain devront être financées par les émissions en euros d'aujourd'hui.

GRAPHIQUE 2 : RÉDUCTION DES DEUX TIERS DE LA DÉPENDANCE AUX IMPORTATIONS DE GAZ RUSSE POUR 2022, MMC



Sources : Commission européenne, Indosuez Wealth Management.

Le redressement post COVID-19 aura été de très courte durée. Les indicateurs de confiance des entreprises et des consommateurs subissent un double choc : à la montée de l'inflation s'ajoute l'incertitude liée à la guerre en Ukraine. Si certaines régions sont plus exposées que d'autres, le conflit aura un impact sur tous les continents.



Une menace évidente sur la  
**REPRISE**  
EUROPÉENNE

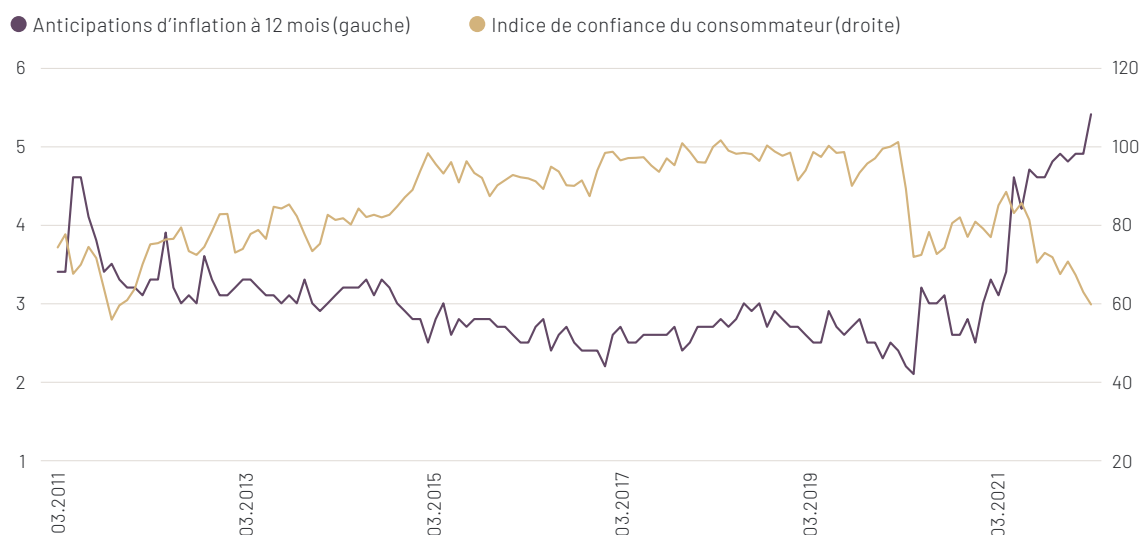
Le conflit ukrainien frappe durement le continent européen. Bien que les enquêtes sur l'industrie manufacturière soient encourageantes sur les deux premiers mois de 2022, ce qui est cohérent avec la hausse de la production industrielle au premier trimestre, l'indice ZEW du sentiment économique de la zone euro a plongé à son plus bas niveau depuis deux ans en mars, après quatre mois de reprise solide (-38,7 en mars, contre +48,6 en février). Cet indicateur du sentiment des investisseurs peut s'avérer très volatil, mais l'ampleur de l'inflexion reflète une menace évidente sur la reprise européenne. L'inflation en zone euro s'établit à 5,8 % en glissement annuel et toutes les composantes sont en hausse, en particulier les prix de l'énergie (+32 %) et des denrées alimentaires (+4,1 %). Les consommateurs européens peuvent toutefois compter sur un retour de la relance budgétaire et une politique monétaire encore relativement accommodante (en comparaison à celle des États-Unis).

### LA CONSOMMATION AUX ÉTATS-UNIS

Les consommateurs américains bénéficient de gains salariaux plus importants qu'en Europe, ainsi que des effets de richesse positifs du marché immobilier.

À ce stade, ce dernier ne montre aucun signe de ralentissement. Au mois de février, le coût du logement (+4,7 %) a encore contribué à la hausse de l'indice des prix à la consommation (+7,9 % sur un an), tout comme les prix de l'énergie (+26 %) et de l'alimentation (+7,9 %). Les prix à la production ont également progressé sur le mois (+10 %), les perturbations de la chaîne d'approvisionnement étant prolongées par la guerre en Ukraine. Conjointement aux contraintes de capacité et aux pénuries de main-d'œuvre, cette situation a entraîné une baisse de quatre points de l'indice ISM des services aux États-Unis le mois dernier. Le récent rapport sur l'emploi américain a toutefois donné un peu d'espoir aux entreprises, puisque le taux de participation au marché du travail – qui avait chuté durant la pandémie – n'est plus qu'à un point de pourcentage de son niveau pré-pandémie. Cette évolution pourrait être due à la diminution de l'épargne et aux préoccupations accrues que suscite le contexte actuel. En mars, la confiance des consommateurs américains (enquête de l'Université du Michigan) a atteint son niveau le plus bas depuis novembre 2011 (graphique 3), tandis que les anticipations d'inflation ont fortement progressé (à 5,4 %, soit leur niveau le plus élevé depuis 1981).

GRAPHIQUE 3 : INDICE DE CONFIANCE DE L'UNIVERSITÉ DU MICHIGAN, POINTS



Sources : Université du Michigan, Indosuez Wealth Management.

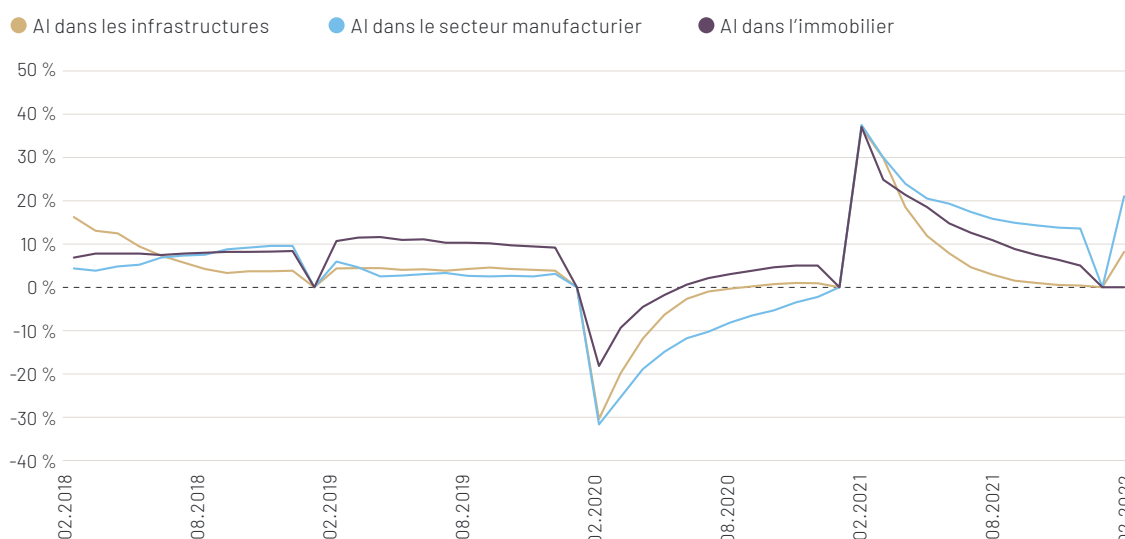
Cette envolée des prix, conjuguée à la perspective de nouvelles hausses des taux de la Fed dans un environnement dominé par les taux variables, suggère une moindre résilience du consommateur américain dans les mois à venir, notamment si la politique budgétaire devient moins favorable.

Même s'il est difficile de faire des prévisions dans ce contexte hautement incertain, nous avons dès lors abaissé nos prévisions de PIB pour 2022 à 2,5 % en zone euro, contre 2,7 % aux États-Unis. Cette révision reflète l'effet négatif structurellement plus important des hausses des prix de l'énergie sur la croissance de la zone euro, ainsi qu'un impact plus fort que prévu sur la consommation, les salaires augmentant bien plus lentement qu'aux États-Unis. La croissance de la zone euro pourrait ainsi décevoir, notamment si les incertitudes entraînent une diminution des dépenses d'investissement, tandis que la croissance et les investissements du secteur énergétique américain pourraient bénéficier de prix du pétrole durablement installés au-dessus de la barre des 100 USD et d'une hausse de la demande étrangère de pétrole et de gaz.

## LA CHINE N'EST PAS TOTALEMENT ÉPARGNÉE

Enfin, l'économie chinoise a été entraînée dans la crise ukrainienne sur le plan politique, mais aussi économique, puisque l'essence et le gaz représentent 17 % du total de ses importations. L'inflation étant nettement plus faible que dans les autres régions (0,9 % sur un an en février), la Banque populaire de Chine n'est pas contrainte d'arbitrer entre croissance et inflation. L'activité a certes ralenti au début de l'année 2022, mais à partir de niveaux élevés et beaucoup moins que les anticipations du consensus (production industrielle à +7,5 % sur un an contre +9,6 % en décembre, ventes de détail à +6,7 % contre +12,5 % et exportations à +16 % contre +21 %). La Chine peut toujours s'appuyer sur ses atouts traditionnels pour stimuler la croissance par le biais de l'offre, notamment via un vaste programme d'investissement dans les infrastructures (graphique 4). Le retour des mesures de confinement et le ralentissement attendu de la demande des principaux partenaires commerciaux entraveront toutefois sérieusement la capacité de la Chine à atteindre son objectif - certes enviable - de croissance de 5,5 % pour 2022. Les investisseurs étrangers redoutent de plus en plus le risque de sanctions américaines étendues à la Chine si Pékin devait apporter son soutien à Moscou. La forte correction survenue à la mi-mars a conduit les autorités à rassurer les marchés via un soutien massif, ce qui pourrait signaler la fin de la répression réglementaire initiée en 2021.

GRAPHIQUE 4 : ACQUISITION D'IMMOBILISATIONS (AI) EN CHINE, GA, %



Sources : Bureau national des statistiques chinois, Indosuez Wealth Management.

## DES FLUX SORTANTS IMPORTANTS SUR LE SEGMENT DU HIGH YIELD EN EUROS

L'élargissement des *spreads* de crédit a été brutal et les flux sortants massifs ont créé des distorsions de valorisation injustifiées. Les valorisations sont désormais bien plus attractives, notamment au vu des faibles taux de défaut.

### BANQUES CENTRALES

Lors de sa réunion de mars, la Banque centrale européenne (BCE) a confirmé son positionnement plus ferme, mettant l'accent sur son mandat de maîtrise de l'inflation. La banque centrale a surpris en accélérant la réduction de ses mesures de stimulation monétaire, se montrant plus préoccupée par une inflation record que par le risque d'une croissance plus faible. Évoquant la fin du programme d'achats d'actifs dès le troisième trimestre, ses responsables se sont engagés à ralentir leurs acquisitions d'obligations à partir de début mai. Ils ont cependant tempéré leur message en rendant moins automatique une hausse ultérieure des taux d'intérêt et en gardant davantage de flexibilité en fonction des perspectives macroéconomiques.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale (Fed) a comme attendu relevé les taux directeurs de 25 pb lors de sa réunion de la mi-mars. Malgré les récents événements géopolitiques et la relative faiblesse de la consommation, Jerome Powell a suggéré que la trajectoire de resserrement monétaire du FOMC restait intacte, précisant toutefois que le Comité « suivrait cette trajectoire avec prudence ». La Fed devrait commencer à réduire son bilan au cours de l'été. Alors que les projections de taux des membres du FOMC indiquent encore 6 hausses de taux de 25 pb en 2022, puis 3 à 4 hausses supplémentaires en 2023, son plan de lutte contre l'inflation est crédible mais pourrait accroître les risques de ralentissement, un paramètre que la Fed devra surveiller de près.

### EMPRUNTS D'ÉTAT

En Europe, l'inflexion de la politique monétaire a alimenté la hausse des rendements. Malgré la dégradation du contexte géopolitique européen, la perspective d'une accélération de l'inflation met la BCE sous pression. À court terme, la volatilité reste élevée et le marché est soumis à diverses forces contradictoires (fuite vers la qualité, hausse des anticipations d'inflation, fermeté des banques centrales, etc.). En conséquence, nous avons revu à la baisse notre appréciation des emprunts d'État en euros.

Alors que la Fed durcit le ton et s'oriente vers un resserrement quantitatif, les bons du Trésor américain voient leur statut de valeurs refuges mis à mal. La partie longue de la courbe s'est avérée plus sensible à l'aversion au risque et aux impacts négatifs sur la croissance. Bien que la courbe des taux américains se soit déjà fortement aplatie, les pressions inflationnistes croissantes pourraient continuer à pénaliser les rendements à court terme. La réduction du bilan de la Fed pourrait affecter les échéances moyennes et longues de la courbe, mais le mécanisme permanent de prise en pension pourrait limiter partiellement cet impact. À ce stade, nous anticipons un déplacement vers le haut de l'ensemble de la courbe des taux américains.

### OBLIGATIONS INDEXÉES SUR L'INFLATION

Les points morts d'inflation européens affichent une performance impressionnante depuis le début du conflit ukrainien. Dans le cas de l'Allemagne, le point mort à 5 ans a ainsi atteint 5 %. Les marchés européens continuent néanmoins de prévoir une inflation plus faible à long terme qu'à court terme. Toutefois, si la dynamique actuelle se confirme, les anticipations d'inflation à long terme risquent de commencer à augmenter de manière significative, renforçant la perception selon laquelle l'inflation est hors de contrôle.

Aux États-Unis, l'indice des prix à la consommation de février a montré une vigueur persistante des composantes de l'inflation cœur. Compte tenu de l'évolution vers des hausses de prix plus durables et de l'escalade du conflit en Ukraine, les économistes ont rehaussé leurs prévisions d'inflation pour 2022 et 2023. Cela explique pourquoi le point mort d'inflation à 2 ans aux États-Unis a culminé à 4,7 %, avec une surperformance des TIPS américains (Treasury Inflation Protected Securities) à court terme. En outre, le marché anticipe désormais un taux d'inflation structurel plus élevé, le point mort d'inflation à 10 ans s'établissant à 2,9 % au 9 mars.



Les projections  
de taux du FOMC  
indiquent

**6 HAUSSES  
DE TAUX**

supplémentaires  
de 25 pb en 2022



## CRÉDIT

Le segment du crédit a été fortement affectée par l'environnement d'aversion au risque suscité par l'évolution de la situation géopolitique. Dans ce contexte, les investisseurs tentent d'évaluer l'impact de la hausse des prix des matières premières et de l'exposition à la Russie sur les bénéfices et la solvabilité des entreprises. Les sociétés financières européennes les plus exposées (directement ou indirectement) à la Russie sont celles qui ont le plus souffert.

Dans le sillage d'une correction qui a entraîné un élargissement excessif des *spreads* de crédit *investment grade* (IG), le segment est redevenu attractif. À l'heure actuelle, la croissance économique, encore supérieure à la tendance de long terme, et l'amélioration nette des notations constituent une toile de fond favorable à ce segment. La hausse de l'aversion au risque a également eu un impact très négatif sur les dettes subordonnées, dont les valorisations ont violemment chuté.

Sur le segment *high yield* (HY) en euros, l'élargissement des *spreads* de crédit a été brutal (graphique 5) et les flux sortants de la part des investisseurs ont créé des distorsions de valorisation injustifiées. Les valorisations sont désormais bien plus attractives, notamment au vu des faibles taux de défaut.

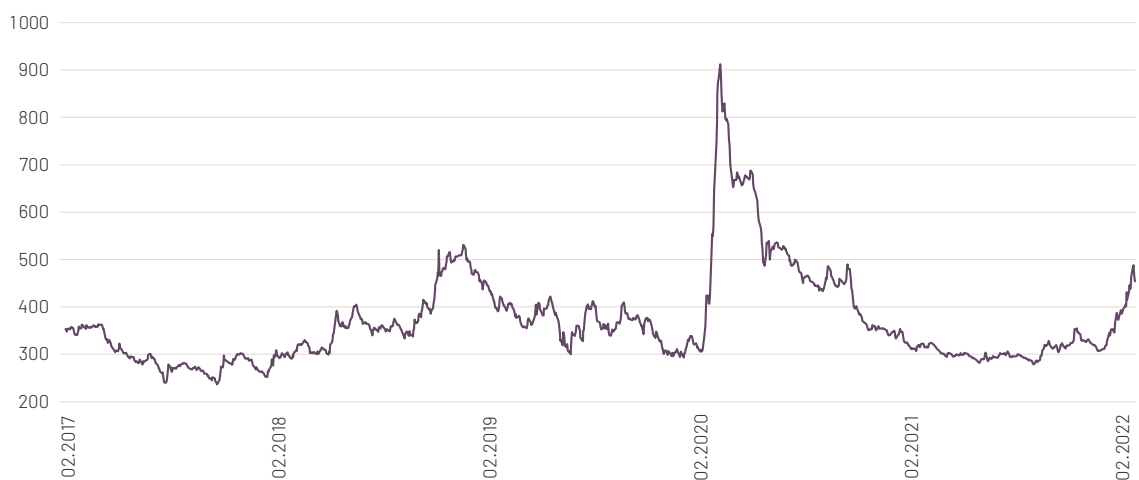
En revanche, les *spreads* des obligations américaines *high yield* ont relativement bien résisté (+35 pb le mois dernier). Ils restent relativement contenus par rapport aux niveaux historiques, sachant que les taux de défaut attendus sont très bas et que la proportion des entreprises en difficulté reste faible. Nous conservons un positionnement défensif sur ce segment, en privilégiant les titres BB de faible duration.

Nous avons décidé de relever notre opinion sur l'ensemble du marché du crédit, en privilégiant les segments suivants : crédit IG en euro, crédit IG en dollar, obligations financières subordonnées et crédit HY en euro.

## MARCHÉS ÉMERGENTS

Le crédit émergent a souffert de l'incertitude élevée liée aux défaillances des émetteurs russes, mais aussi des répercussions potentielles sur les autres entreprises des marchés émergents. La hausse des cours soutient la croissance et la position extérieure des exportateurs de matières premières, mais pourrait peser sur les exportateurs de produits manufacturés. Nous avons légèrement amélioré la note de l'Amérique latine en raison du poids important des entreprises brésiliennes.

GRAPHIQUE 5 : ÉVOLUTION DE L'INDICE HIGH YIELD PANEUROPEËN, PB



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

L'invasion russe a clairement changé la donne par rapport au précédent scénario de référence. Le marché se concentre désormais sur la guerre en Ukraine avec deux préoccupations principales : l'impact direct des sanctions contre la Russie sur les bénéfices des entreprises, et l'impact indirect de la forte hausse des prix de l'énergie et des matières premières – associée aux tensions des chaînes d'approvisionnement – sur l'inflation et la croissance.



## LES VALORISATIONS

ont retrouvé des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis longtemps

### BÉNÉFICES ET VALORISATIONS

En ce qui concerne les révisions bénéficiaires (graphique 6), l'ampleur des révisions à la baisse dépendra de l'évolution des prix des matières premières et de la durée de la dislocation de marché. Les goulets d'étranglement toujours présents sur les chaînes d'approvisionnement restent également un point d'attention important. Ces éléments ont déjà commencé à peser sur les prévisions de bénéfices. Certains indicateurs de révision deviennent ainsi négatifs pour la première fois depuis janvier 2021.

Sur une note plus positive, les valorisations ont retrouvé des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis longtemps, avec une décote par rapport aux moyennes historiques proche de 15 % pour l'indice STOXX 600.

### ÉTATS-UNIS

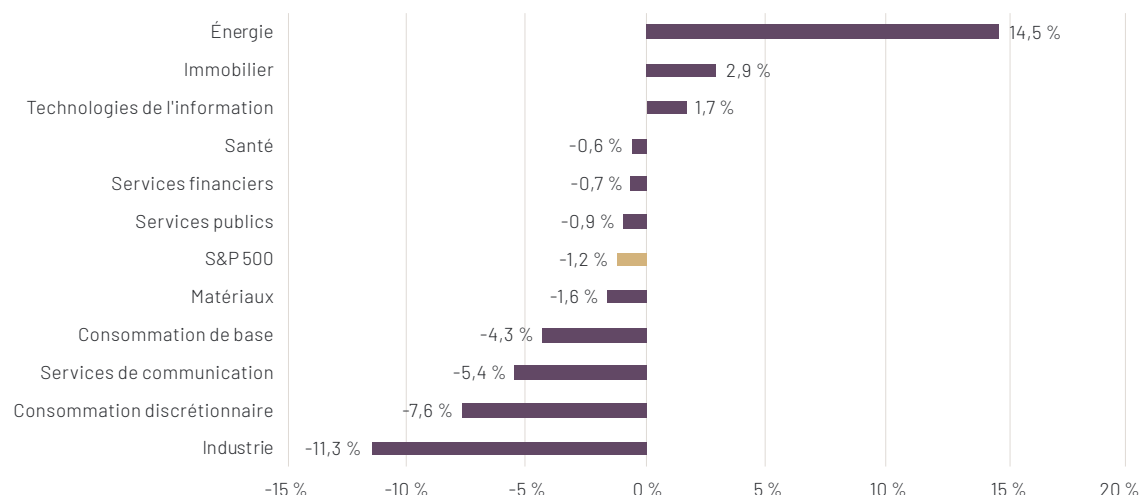
À partir de novembre 2021, la hausse des taux longs a lourdement pénalisé le marché américain. Cette hausse a essentiellement reposé sur la montée des craintes inflationnistes et la perspective d'une politique monétaire beaucoup moins accommodante.

Cependant, les marchés américains surperforment à nouveau depuis le début du conflit ukrainien, même s'ils affichent une performance assez proche de celle des marchés actions européens sur les premiers mois de l'année. De fait, les États-Unis sont éloignés de la zone de conflit, tandis que leur économie s'appuie avant tout sur le marché domestique et bénéficie d'une quasi-autonomie énergétique.

En outre, celle-ci semble moins menacée, car la plupart des grandes entreprises américaines affichent des bilans solides, des marges élevées et un fort pouvoir de fixation des prix. Toutefois, la valorisation de ce marché est particulièrement sensible aux taux à long terme et les mesures de la Fed continueront de jouer un rôle déterminant dans l'évolution des cours boursiers.

La principale vulnérabilité réside dans des valorisations élevées et sensibles à une nouvelle hausse des rendements obligataires, synonyme de prime de risque plus mince pour les actions.

GRAPHIQUE 6 : RÉVISIONS DE BÉNÉFICES DE L'INDICE S&P 500 AU T1 2022, %



Sources : FactSet 04.03.2022, Indosuez Wealth Management.



## EUROPE

Étant donné sa dépendance aux importations de gaz russe et l'impact des sanctions économiques (perturbations de la chaîne logistique et hausse des prix de l'énergie et des matières premières), l'Europe sera la région la plus touchée par la guerre en Ukraine. Tant que la géopolitique dominera les débats, nous préférons rester relativement prudents sur les marchés européens. Malgré un recul substantiel des cours et des valorisations bon marché, l'impact négatif sur les bénéfices est encore à venir, avec une visibilité limitée sur l'ampleur des prochaines révisions à la baisse. Cela étant dit, les investisseurs doivent garder à l'esprit que la récente correction intègre déjà une partie de ces révisions.

## MARCHÉS ÉMERGENTS

Le conflit actuel entre l'Ukraine et la Russie se traduit par une pression significative sur les marchés boursiers asiatiques, notamment chinois. À partir de la deuxième semaine du conflit, les actions chinoises ont subi une importante vague de ventes de panique qui s'est propagée à tous les secteurs, amplifiée par des confinements ciblés liés à la flambée actuelle des cas de COVID-19 en Chine. Nous n'anticipons toutefois pas, à ce stade, de confinement à l'échelle nationale. Le cadre politique est plus favorable, les autorités monétaires conservent une attitude accommodante, tandis que la répression réglementaire semble être mise en parenthèses. Nous prévoyons de nouvelles mesures de soutien budgétaire (réductions d'impôts) et monétaire, ainsi qu'un ajustement des politiques concernant le secteur de l'immobilier.

Malgré des conditions de marché difficiles, nous restons concentrés sur les fondamentaux des entreprises et conservons un positionnement positif pour 2022. Après les révisions à la baisse des bénéfices observées ces derniers mois, l'Asie devrait encore afficher une croissance à deux chiffres des BPA. Le rebond de 15 % enregistré par l'indice MSCI China le 16 mars révèle que le marché avait atteint des niveaux de pessimisme extrêmement élevés.

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

La fermeté de la Fed, combinée à un ralentissement de la croissance et à la faiblesse des facteurs techniques, justifie une attitude défensive dans ce nouveau régime de marché, caractérisé par une volatilité durablement élevée. L'attrait relatif des fondamentaux des valeurs de qualité, tels que la visibilité, la stabilité, la résilience et la faible volatilité, s'en trouve renforcé. Dans cet environnement, les valeurs de qualité constituent désormais notre style préféré.

La dispersion au sein du segment *Value* est important : on observe un recul rapide du secteur de l'automobile, des bancaires et d'autres secteurs cycliques tels que l'industrie, mais une dynamique positive dans l'énergie et les matériaux, grâce au solide rebond des prix des matières premières. C'est sur ces derniers secteurs que nous souhaitons nous concentrer. Le style *Value* restera volatil tant que la géopolitique dominera, mais il s'avère très attrayant lorsqu'il est associé à des actions de qualité dans le cadre d'une stratégie de polarisation.



La crise ukrainienne a amené le marché des changes à remettre en question certaines hypothèses, comme la corrélation entre les devises liées aux matières premières et l'appétit pour le risque, tout en brouillant les perspectives de l'euro, du dollar et d'autres monnaies de réserve. Son principal impact concerne la gestion des réserves de change : les sanctions sans précédent qui ont ciblé les réserves de change de la Russie auront des implications à long terme sur les choix des autorités monétaires des divers pays.

## EUR

**Une asymétrie des risques en faveur d'un rebond de l'euro.**

La chute de l'euro depuis le début du conflit ukrainien n'est guère surprenante, sachant que ce conflit se déroule aux portes de l'Europe. Cependant, l'euro a également souffert de la dégradation des perspectives de croissance et de la hausse des prix de l'énergie. La dynamique macroéconomique relative joue contre l'euro, car l'économie américaine est mieux positionnée pour résister à ce double choc, qui concerne la géopolitique et les matières premières. Cependant, avec une inflation qui continue de progresser et un euro très faible, il existe un risque croissant que la BCE privilégie la lutte contre l'inflation – mettant fin à l'assouplissement quantitatif et ramenant les taux d'intérêt en territoire positif –, ce qui pourrait doper la devise européenne. Il conviendra de surveiller l'écart de taux entre les deux régions, car la Fed est susceptible de relever ses taux directeurs beaucoup plus rapidement. Plusieurs obstacles de taille freineront une forte appréciation de l'euro, mais à court terme, nous pensons que les risques sont orientés à la hausse, sauf aggravation sensible du conflit.

## DEVISES LIÉES AUX MATIÈRES PREMIÈRES

**Résilientes tant que la situation ne s'aggrave pas.**

Les investisseurs ont noté la solidité des devises liées aux matières premières dans les pays du G10 (AUD, CAD, NOK, NZD) et dans les pays émergents (ZAR, BRL), malgré la forte aversion au risque. Ces devises sont-elles dès lors des valeurs refuges offrant une protection dans la crise ? Leur vigueur repose sur la hausse des prix des matières premières. Cependant, une hausse excessive (avec par exemple un baril de pétrole au-dessus de 160 USD) entraînerait une destruction de la demande et un coup d'arrêt à la croissance mondiale à même de les fragiliser. En outre, si ces devises sont susceptibles de rester soutenues (indépendamment de l'issue du conflit en cours), elles offrent plus des opportunités tactiques que des avantages de couverture, notamment en raison du rallye déjà enregistré.



Risque croissant  
que la  
**BCE**  
privilégie la lutte  
contre l'inflation

## USD

### **Le dollar ne progresse plus, malgré le ton agressif de la Fed.**

Bien que la Fed ait affiché une fermeté allant au-delà des anticipations du marché, la performance du dollar est restée limitée. Cette réaction souligne à quel point l'attention du marché des changes s'est détournée de la Fed et de la pandémie de COVID-19 pour se concentrer sur la géopolitique, alors que le soulagement du marché à la mi-mars a profité aux autres devises. Il convient toutefois de noter que la Fed promet des taux proches de 3 % à la fin 2023 et que la courbe des taux est plate, une perspective tentante si d'éventuels mouvements de correction venaient à orienter les investisseurs vers les liquidités.

## OR

### **Test du record historique et identification de nouveaux supports de long terme.**

Le record historique de l'or, situé juste au-dessus de 2 070 USD/ononce, a été testé après que le franchissement du seuil de 2 000 USD/ononce a mis le marché en ébullition (graphique 7). Une résistance technique en « double sommet » située à 2 070 USD/ononce et la hausse des taux américains pénalisent le métal jaune, qui pourrait perdre en attractivité en cas de résolution du conflit. En revanche, le prix d'équilibre à long terme de l'or a bénéficié

d'un soutien subtil, mais significatif : les lourdes sanctions imposées aux réserves de change de la Russie ont montré que l'or était l'unique devise de réserve véritablement liquide et exempte de tout impact politique – les autorités monétaires des différents pays pourraient donc accroître leurs réserves d'or ce qui soutiendrait l'or à plus long terme.

## CNY

### **Premiers pas, encore timides, en tant que monnaie de réserve mondiale.**

Le yuan chinois s'est retrouvé sous pression pour la première fois depuis des mois, de nouveaux confinements liés à la hausse des cas de COVID-19 ayant effrayé les investisseurs. La correction a toutefois été de courte durée, car les autorités chinoises se sont engagées à soutenir les marchés. De son côté, la devise chinoise s'est quelque peu rétablie. Au niveau de 6,35, l'appréciation du yuan semble s'essouffler, car l'assouplissement de la politique monétaire chinoise, conjuguée au resserrement monétaire observé aux États-Unis, commence à décourager les investisseurs qui s'étaient tournés vers le yuan pour obtenir un rendement réel. Il convient également de noter que le yuan a fait ses premiers pas en tant que monnaie de réserve mondiale grâce à la crise ukrainienne, même s'il reste beaucoup de chemin à parcourir.

GRAPHIQUE 7 : RELÈVEMENT DES SEUILS, PRIX DE L'OR EN USD/ONCE



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## 07 • Allocation d'actifs

# SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS



Le conflit  
déclenche un  
violent accès de  
VOLATILITÉ ET  
UNE CORRECTION  
DES MARCHÉS

### SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉ

- Le conflit en Ukraine a déclenché un violent regain de volatilité et une correction des marchés, avec de nombreuses implications à court et moyen terme.
- Les prix des matières premières ont fortement progressé – même si le pétrole a corrigé après ses récents sommets autour de 140 USD/baril (pour le Brent de la mer du Nord) – et devraient rester très volatils, ce qui pèse sur les anticipations macroéconomiques et les perspectives des marges.
- Notre scénario de croissance a été revu à la baisse, davantage en Europe qu'aux États-Unis. La croissance pour l'année 2022 devrait être ramenée de 4 % à environ 2,5 % en zone euro. La révision est moins sévère aux États-Unis (à partir d'une hypothèse initiale plus basse), où notre prévision passe de 3,5 % à 2,5-3 %.
- Une récession mondiale devrait être évitée en rythme annuel, mais la croissance du PIB en glissement trimestriel pourrait stagner ou devenir négative au second semestre, notamment en Europe. Ces chiffres restent très incertains et dépendent des divers scénarios, tandis que la résilience des dépenses des consommateurs et de l'investissement des entreprises sera cruciale.
- Les prévisions d'inflation pour l'année ont été révisées à la hausse et se situent entre 5 % et 6 % en Europe et aux États-Unis, sachant que les répercussions des prix de l'énergie sur l'inflation de base seront difficiles à quantifier en 2022.
- Par conséquent, les banques centrales devraient relever leurs taux directeurs. La Fed a procédé à une première hausse et en prépare d'autres, comme en témoignent les dernières projections du FOMC, qui voit la stabilité des prix comme une condition nécessaire à la croissance durable de l'économie américaine. Les marchés sont alignés sur les projections de taux du FOMC, selon laquelle les *Fed Funds* atteindront 2,8 % à la fin 2023, un niveau dépendant fortement de la capacité de l'économie américaine à résister aux vents contraires actuels et à des hausses de taux plus rapides.
- En effet, la dégradation des perspectives pourrait rétrécir la fenêtre disponible pour des hausses de taux en 2022, notamment si la croissance devait s'estomper en fin d'année. En Europe, la BCE a accéléré son resserrement monétaire afin de garder le maximum de flexibilité et d'optionnalité et d'ainsi pouvoir relever les taux plus tôt que prévu si l'inflation continue d'augmenter, à condition que la croissance reste positive.
- Les analystes devraient abaisser leurs prévisions de croissance des bénéfices pour 2022 – on considère généralement qu'une correction de 1 % du PIB européen entraîne un recul de 10 % des bénéfices. En termes sectoriels, cet impact sera asymétrique : les secteurs *Value* tels que l'énergie, les matériaux, les banques, la santé et la technologie devraient mieux résister que les secteurs de l'industrie et des biens de consommation, plus susceptibles d'être affectés par les pressions sur les marges.

- Le choc de volatilité a entraîné un élargissement sensible des *spreads* des obligations d'entreprise, sans que l'on anticipe une hausse des taux de défaut. Ce phénomène, déjà visible avant le conflit ukrainien, semble lié à une tendance à la normalisation des prix liée à la hausse des rendements obligataires et à la normalisation des politiques monétaires.

## STRATÉGIE D'ALLOCATION

- Le nouvel environnement, caractérisé par une incertitude plus élevée et des perspectives révisées, plaide en faveur d'une approche neutre, bien que l'essentiel des mauvaises nouvelles soit intégré et que les marchés semblent prêts à rebondir au moindre signe positif en provenance du conflit ukrainien ou de la politique chinoise (réglementaire, sanitaire, monétaire).
- Compte tenu du risque et des modifications apportées aux prévisions de croissance, nous avons réduit notre conviction sur les actions européennes ces dernières semaines, adoptant une position plus équilibrée entre l'Europe et les États-Unis, même si l'Europe est susceptible de rebondir plus rapidement à court terme. Dans le même temps, nous maintenons notre conviction sur la Chine, qui a souffert récemment mais bénéficie d'une croissance des bénéfices plus élevée et d'un meilleur soutien politique.
- Nous adoptons une vision à long terme sur le crédit : sévère, la correction n'a pas reflété une forte détérioration des fondamentaux, ce qui se traduit par des rendements absolus attrayants pour les nouveaux entrants ayant un horizon d'investissement long et une approche de portage. Tout dépendra des perspectives de croissance, car les récessions poussent généralement les *spreads* à la hausse.
- Ce contexte a entraîné une rotation des couvertures macroéconomiques au profit des points morts d'inflation, tandis que l'or et les devises jouant le rôle de valeurs refuges sont vulnérables à un éventuel apaisement du conflit. Utile pendant la phase de correction, les obligations d'État à durée longue pourrait désormais souffrir d'un changement rapide de régime de marché, d'une progression des anticipations d'inflation et des hausses de taux à venir. Au sein du club des valeurs refuges, l'or devrait toutefois rester soutenu par ce régime inflationniste si les banques centrales hésitent à relever leurs taux.

## CONVICTIONS CLÉS

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

Source : Indosuez Wealth Management.

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

DONNÉES AU 17 MARS 2022



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PBS)	VARIATION ANNUELLE (PBS)
Bons du Trésor américain 10A	2,17 %	20,91	66,05
France 10A	0,83 %	13,10	63,80
Allemagne 10A	0,38 %	15,30	56,40
Espagne 10A	1,33 %	11,20	76,30
Suisse 10A	0,40 %	12,80	53,20
Japon 10A	0,20 %	-1,90	13,60

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	36,92	-7,91 %	-5,86 %
Emprunts d'État en EUR	212,90	-0,44 %	-2,59 %
Entreprises haut rendement en EUR	202,98	-2,20 %	-4,99 %
Entreprises haut rendement en USD	316,10	-0,60 %	-4,91 %
Emprunts d'État américains	309,75	-1,15 %	-3,29 %
Entreprises émergentes	46,07	-6,16 %	-9,67 %

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	1,0393	-0,61 %	0,17 %
GBP/USD	1,3149	-3,43 %	-2,83 %
USD/CHF	0,9371	1,81 %	2,65 %
EUR/USD	1,1091	-2,38 %	-2,45 %
USD/JPY	118,60	3,18 %	3,06 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	25,67	-2,44	8,45

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4 411,67	0,72 %	-7,44 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 385,34	-2,02 %	0,01 %
Stoxx Europe 600	450,49	-3,03 %	-7,65 %
Topix	1 899,01	-1,67 %	-4,68 %
MSCI World	2 981,31	-0,92 %	-7,75 %
Shanghai SE Composite	4 237,70	-8,46 %	-14,22 %
MSCI Emerging Markets	1 120,93	-9,81 %	-9,02 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 441,51	2,67 %	14,63 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	230,70	-20,63 %	-16,32 %
MSCI Asia Ex Japan	717,52	-8,92 %	-9,09 %
CAC 40 (France)	6 612,52	-4,81 %	-7,56 %
DAX (Allemagne)	14 388,06	-5,76 %	-9,42 %
MIB (Italie)	24 123,58	-9,55 %	-11,79 %
IBEX (Espagne)	8 412,00	-2,99 %	-3,46 %
SMI (Suisse)	12 061,87	-0,11 %	-6,32 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	4 920,00	2,84 %	8,18 %
Or (USD/Oz)	1 942,89	2,34 %	6,22 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	102,98	12,23 %	36,92 %
Argent (USD/Oz)	25,58	7,16 %	9,56 %
Cuivre (USD/Tonne)	10 243,00	3,16 %	5,38 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	4,99	11,23 %	33,78 %

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

DÉCEMBRE 2021	JANVIER 2022	FÉVRIER 2022	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (17 MARS 2022)
-0,83 %	7,29 %	4,73 %	2,67 %	14,63 %
-1,56 %	2,43 %	0,39 %	0,72 %	0,01 %
-2,30 %	1,08 %	-0,08 %	-0,92 %	-4,68 %
-2,46 %	-1,93 %	-0,47 %	-1,67 %	-7,44 %
-2,64 %	-3,12 %	-2,40 %	-2,02 %	-7,65 %
-3,40 %	-3,88 %	-2,65 %	-3,03 %	-7,75 %
-3,64 %	-4,84 %	-3,06 %	-8,46 %	-9,02 %
-3,92 %	-5,26 %	-3,14 %	-8,92 %	-9,09 %
-4,14 %	-5,34 %	-3,36 %	-9,81 %	-14,22 %
-7,05 %	-7,62 %	-10,33 %	-20,63 %	-16,32 %

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

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE







**AIE** : Agence internationale de l'énergie.

**BCE** : La Banque centrale européenne, qui régit l'euro et la politique monétaire des États membres de la zone euro.

**Blockchain** : Technologie de stockage et de transmission d'informations, prenant la forme d'une base de données qui a la particularité d'être partagée simultanément avec tous ses utilisateurs et qui ne dépend généralement d'aucun organe central.

**BLS** : Bureau américain des statistiques de l'emploi (Bureau of Labor Statistics).

**BNEF** : Bloomberg New Energy Finance.

**BPA** : Bénéfice par action.

**Brent** : Un type de pétrole brut doux, souvent utilisé comme référence du cours du pétrole brut en Europe.

**Cycliques** : Les (valeurs) Cycliques désignent des entreprises soumises aux fluctuations de l'économie. Ces entreprises enregistrent des bénéfices plus élevés lorsque l'économie est en expansion.

**Défensives** : Les (valeurs) Défensives désignent des entreprises relativement à l'abri des fluctuations du contexte économique.

**Déflation** : La déflation est l'opposé de l'inflation. À l'inverse de cette dernière, elle se caractérise en effet par une baisse durable et auto-entretenu du niveau général des prix.

**Duration** : Elle évalue la sensibilité d'une obligation ou d'un fonds obligataire aux variations des taux d'intérêt. Cette valeur est exprimée en années. Plus la durée d'une obligation est longue, plus son cours est sensible aux variations des taux d'intérêt.

**EBIT (Earnings Before Interests and Taxes)** : Terme anglo-saxon désignant les bénéfices générés avant la prise en compte des intérêts financiers et des impôts. Ce ratio, qui correspond à la notion de résultat d'exploitation, est calculé en soustrayant les dépenses hors exploitation aux bénéfices.

**EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation)** : Ce ratio est calculé en rajoutant les intérêts financiers, les impôts, la dépréciation et les charges d'amortissement aux bénéfices. Il est utilisé pour mesurer la rentabilité du cycle d'exploitation de l'entreprise avant les dépenses hors exploitation et les charges hors caisse.

**Économie d'échelle** : Baisse du coût unitaire d'un produit qu'obtient une entreprise en accroissant la quantité de sa production.

**ESG** : Système de notation extra-financière des entreprises sur les piliers Environnement, Social et Gouvernance qui permet d'évaluer la soutenabilité et l'impact éthique d'un investissement dans une société.

**Fed** : Réserve fédérale américaine, c.-à-d. la banque centrale des États-Unis. FMI : le Fonds monétaire international.

**FOMC (Federal Open Market Committee)** : Il est l'organe de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine.

**Futures** : Mot anglais désignant des contrats à terme permettant de négocier le prix futur d'un actif sous-jacent.

**GIEC** : Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat.

**Gig economy** : Système basé sur des emplois flexibles, temporaires ou indépendants.

**Growth** : Le style *Growth* désigne des entreprises dont le chiffre d'affaires et les bénéfices devraient croître à un rythme plus rapide que la moyenne du marché. Les actions *Growth* se caractérisent généralement par des valorisations supérieures à celle du marché dans son ensemble.

**IDA** : Indice des directeurs d'achat, PMI (Purchasing Manager Index) en anglais.

**Indice de surprises économiques** : Mesure le niveau de variation des données macroéconomiques publiées par rapport aux anticipations des prévisionnistes.

**IPC (indice des prix à la consommation)** : Cet indice estime le niveau général des prix auquel est confronté un ménage type sur la base d'un panier de consommation moyen de biens et de services. Il est l'instrument de mesure de l'inflation le plus couramment utilisé.

**IRENA** : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

**ISM** : Institute for Supply Management, Institut pour la gestion de l'approvisionnement en français.

**ISR** : Investissement socialement responsable.

**Japanification de l'économie** : Fait référence à la stagnation à laquelle l'économie japonaise a été confrontée au cours des trois dernières décennies, et est généralement appliquée en référence à la crainte des économistes de voir d'autres pays développés suivre la même voie.

**Métavers** : Un métavers (de l'anglais *metaverse*, contraction de *meta universe*, c'est-à-dire *méta-univers*) est un monde virtuel fictif. Le terme est régulièrement utilisé pour décrire une future version d'Internet où des espaces virtuels, persistants et partagés sont accessibles via interaction 3D.

**OCDE** : Organisation de coopération et de développement économiques.

**Oligopole** : Une situation d'oligopole se rencontre lorsqu'il y a, sur un marché, un nombre faible d'offres (vendeurs) disposant d'un certain pouvoir de marché et un nombre important de demandeurs (clients).

**OPEP** : Organisation des pays producteurs de pétrole composée de 14 membres.

**OPEP+** : Organisation constituée des pays de l'OPEP et de 10 autres pays producteurs, dont la Russie, le Mexique et le Kazakhstan.

**OMC** : Organisation mondiale du commerce.

**PIB (produit intérieur brut)** : Mesure le niveau de production de biens et de services d'un pays au cours d'une année par les agents résidant à l'intérieur du territoire national.

**Point de base (pbs)** : 1 point de base = 0,01%.

**Point mort d'inflation (ou « *inflation breakeven* » en anglais)** : Niveau d'inflation qui équilibre les rendements des obligations nominales et des obligations indexées sur l'inflation (de maturité et de qualité identiques). En d'autres termes, c'est le niveau d'inflation pour lequel un investisseur est indifférent entre la détention d'une obligation nominale ou d'une obligation indexée sur l'inflation. Il représente ainsi les anticipations d'inflation sur une zone géographique pour une certaine maturité.

**Policy-mix** : Stratégie économique qu'un État adopte en fonction de la conjoncture et de ses objectifs, consistant principalement à combiner politique monétaire et politique budgétaire.

**Pricing power** : Expression anglo-saxonne désignant la capacité d'une entreprise ou d'une marque à augmenter ses prix, sans que cela n'affecte la demande pour ses produits.

**Qualité** : Le style *Qualité* désignent des entreprises affichant des bénéfices plus élevés et plus réguliers associés à un faible endettement, ainsi que d'autres indicateurs de stabilité des bénéfices et de bonne gouvernance. Les actions de *Qualité* se caractérisent par un rendement élevé des capitaux propres, un ratio dette/capitaux propres raisonnable et une moindre variabilité des bénéfices.

**Quantitative easing QE (Assouplissement quantitatif)** : Instrument de politique monétaire par l'intermédiaire duquel la banque centrale acquiert des actifs, par exemple des obligations, afin d'injecter des liquidités dans l'économie.

**SEC (Securities and Exchange Commission)** : Organisme fédéral américain indépendant en charge du bon fonctionnement des marchés financiers.

**Spread (pour Spread de crédit)** : Correspond à l'écart entre deux actifs, généralement entre les taux d'intérêt, par exemple entre le taux d'une obligation d'entreprise et celui d'une obligation d'État.

**Stagflation** : La *stagflation* désigne une situation dans laquelle une inflation élevée coexiste avec une stagnation de la production économique.

**Stagnation séculaire** : La stagnation séculaire fait référence à une période prolongée de faible croissance ou de non-croissance économique.

**Taux swap d'inflation 5 ans dans 5 ans** : Mesure du marché de ce que seront les anticipations d'inflation à cinq ans dans cinq ans. Il donne une fenêtre sur la façon dont les anticipations d'inflation peuvent changer à l'avenir.

**Uberisation** : Ce terme est inspiré du nom de l'entreprise américaine Uber qui développe et exploite des plateformes numériques de mise en relation des chauffeurs avec les usagers. Il désigne un nouveau modèle de commerce qui tire parti des nouvelles technologies numériques et qui s'inscrit dans le cadre de l'économie collaborative en mettant en relation directe des clients et des prestataires, avec un coût de revient réduit et des prix plus faibles.

**Value** : Le style *Value* désigne des entreprises qui se négocient avec une décote par rapport à leurs fondamentaux. Les actions *Value* se caractérisent par un rendement du dividende élevé et de faibles ratios cours/valeur comptable et cours/bénéfices.

**VIX** : Indice de volatilité implicite de l'indice S&P 500. Il mesure les anticipations des opérateurs sur la volatilité à 30 jours sur la base des options contractées sur l'indice.

**WTI (West Texas Intermediate)** : À l'image du Brent, le WTI constitue une référence du pétrole brut. Le WTI est produit en Amérique et est un mélange de plusieurs pétroles bruts doux.

## AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Veillez 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](http://www.bde.es)) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, [www.cnmv.es](http://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<sup>er</sup> - 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, 29<sup>th</sup> floor Pacific Place, 88 Queensway. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571)(SFO). La Brochure est susceptible d'être distribuée exclusivement à des Investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme) (Cap. 571D) ;
- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No.FAA-G07 des Autorités monétaires de Singapour, ou Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour, chapitre 289. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **à Dubaï** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower - Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- **à Abu Dhabi** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- **autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette publication. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

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

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

Crédits photos: iStock.

Achevé de rédiger le 22.03.2022.



