



MONTHLY HOUSE VIEW

Janvier 2023

Ce qui a changé en 2022

• Table des matières

01• Éditorial	P3
CE QUI A CHANGÉ EN 2022	
02• Focus	P4
RÉOUVERTURE DE LA CHINE : QUELLES CONSÉQUENCES POUR LES MATIÈRES PREMIÈRES ?	
03• Macroéconomie	P6
DU RISQUE INFLATIONNISTE AU RISQUE DE RÉCESSION	
04• Obligations	P8
LA PIRE ANNÉE EN MATIÈRE DE PERFORMANCE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES SE TERMINE EN FANFARE !	
05• Actions	P10
EN ATTENDANT LE PIVOT...	
06• Devises	P12
RÉVEIL DES BANQUES CENTRALES	
07• Allocation d'actifs	P14
SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION	
08• Market Monitor	P16
APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	
09• Glossaire	P17
Avertissement	P18



Vincent MANUEL
Chief Investment Officer

« Il faut gagner la liberté avant d'aménager la liberté »

Jean Cavallès

Chère lectrice, Cher lecteur,

Après une année hors normes à tous points de vue, la tentation est forte de se tourner vers 2023 portés par l'espoir de perspectives plus favorables. Il est cependant des enseignements à tirer de 2022 qui peuvent se montrer féconds pour la suite, notamment ce qui a changé structurellement.

Premièrement, cette année fut celle du retour violent de l'histoire. 2022 nous a conduit à abandonner définitivement l'idée selon laquelle la paix et la stabilité étaient une donnée permanente en Europe. La rupture historique que constitue l'invasion de l'Ukraine marque un tournant durable pour l'Europe : dans la conception de ses priorités, dans sa définition de la puissance et de ses conditions (autonomie stratégique, politique de défense), et dans son rapport aux frontières. Il nous ramène enfin à une conception plus classique de la guerre comme « continuation de la politique par d'autres moyens » (Clausewitz). Il nous rappelle ensuite qu'avant d'échafauder des plans de paix et d'organiser l'après conflit, c'est bien le rapport de forces militaire sur le terrain qui commande la réalité. C'est enfin un avertissement concernant l'avenir de Taïwan. Le risque pays restera donc central en 2023.

Deuxièmement, l'année 2022 a constitué aussi celle du retour de la politique que ce soit en Chine ou en Europe. Les orientations prises par Xi Jinping depuis deux ans remettent clairement en cause la vision de la Chine comme moteur de la croissance mondiale et modèle de pragmatisme réformiste initié par Deng Xiaoping. Le choc de 2021/2022 pour les investisseurs, c'est la prise de conscience de l'obsolescence croissante de leur cadre d'analyse quand l'idéologie commence à supplanter la rationalité, et où l'accumulation de dette depuis dix ans et la restructuration de l'immobilier augurent mal de la croissance des années à venir. En Europe, le retour de la politique se retrouve dans une évolution des idées dominantes, où les politiques de concurrence semblent laisser la place à l'autonomie stratégique.

Troisièmement, 2022 a marqué le retour de la rareté : déficit de main d'œuvre, chaînes de valeur sous contrainte, rationnement énergétique. Cette nouvelle équation est au cœur des tensions inflationnistes que nous connaissons, et constitue un

changement de perspective par contraste avec un modèle de production abondante et de disponibilité immédiate qui prédominait jusqu'alors. Cette prévalence des contraintes d'offre signe la revanche des économistes dits « classiques » par opposition aux économistes d'obédience keynésienne ayant inspiré un *policy-mix* très expansionniste sur le plan monétaire et budgétaire après la crise de la COVID-19.

Quatrièmement, 2022 a symbolisé incontestablement l'accélération du changement climatique. C'est l'année où les changements sont devenus les plus visibles et les plus violents : entre canicule record, incendies de forêts, chute des glaciers, assèchement des fleuves et ouragans dévastateurs.

Qu'est-ce que l'histoire économique et politique peut nous enseigner en se tournant vers 2023 ? Quelles sont les étapes suivantes quasi inévitables d'une telle crise ? Les phases d'inflation se traduisent généralement par une multiplication des tensions sociales, qui devraient ponctuer les mois à venir ; en Europe nous sommes déjà entrés dans la phase politique et sociale de l'inflation, dans lesquelles les pressions à la réindexation annihilent les projets de réformes antérieurs. Un autre enseignement des dernières décennies réside dans le retour probable du risque souverain ; après une pandémie qui a fait progresser la dette publique de 10 à 15 points de PIB dans le monde occidental, la crise énergétique conduit également à creuser les déficits en Europe. Mais avec une politique monétaire moins accommodante, la marge de manœuvre budgétaire se réduit et la soutenabilité de la dette n'est plus assurée.

C'est du côté des entreprises que le regard des investisseurs continuera de se tourner pour identifier les principales opportunités d'investissement. Après une année 2022 étonnante de résilience des marges malgré cet environnement de stagflation, 2023 devrait marquer un tassement des profits, sans toutefois remettre en cause l'attractivité des actions et des obligations d'entreprises comme principales sources de performance à long terme.

Bonne lecture et très bonne année 2023 à tous !

RÉOUVERTURE DE LA CHINE : QUELLES CONSÉQUENCES POUR LES MATIÈRES PREMIÈRES ?

Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Officer

Adrien ROURE
Investment Strategy
Analyst

Outre le rythme du resserrement monétaire de la Réserve Fédérale (Fed) et la fin de la guerre en Ukraine, la réouverture de la Chine sera l'un des principaux thèmes de 2023. Toutefois, la réouverture de la deuxième économie mondiale ne ressemblera pas aux reprises observées par le passé, tirées par les infrastructures et le secteur manufacturier, et n'aura pas le même impact sur les matières premières.



Part des villes placées sous confinement :
de **20 %**
à **2 %**
du PIB en 15 jours

UN PARCOURS DIFFICILE, MAIS RAPIDE

Alors que la vaccination des personnes âgées en Chine reste un problème majeur (60 % des plus de 80 ans ne sont pas vaccinés) et que le système de santé semble voué à souffrir cet hiver, la réouverture de la Chine est enclenchée, la part des villes confinées étant tombée à 2 % du PIB (contre 20 % fin novembre).

La réouverture sera chaotique dans les premiers mois et il faudra du temps avant que le contexte macroéconomique s'améliore : en variation mensuelle (VM), les ventes de détail ont encore chuté de -0,6 % et la production industrielle de -0,3 % en novembre. Le retour de la confiance des consommateurs sera un élément clé pour déterminer le degré de libération de la demande refoulée, même si le processus de désendettement devrait continuer, à moyen terme, à peser sur la consommation chinoise. Nous identifions cependant un potentiel positif à court terme, grâce à la levée prochaine des restrictions de voyage et aux mesures de relance budgétaire promises par le gouvernement.

MÉTAUX : AVANTAGES AUX MÉTAUX INDISPENSABLES À LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

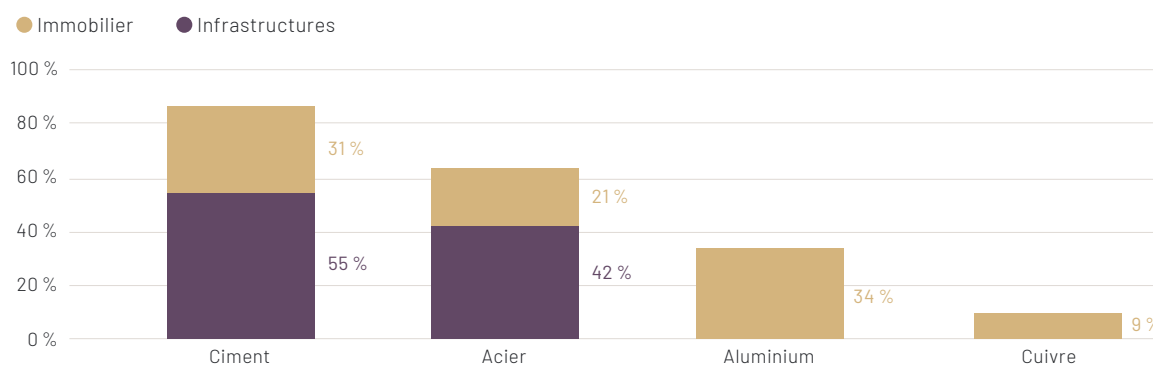
Les changements structurels de l'économie chinoise, qui s'éloigne de sa dépendance historique vis-à-vis de l'immobilier pour se tourner vers des secteurs plus productifs, auront un impact sur

les perspectives des métaux dès 2023. La crise du secteur immobilier touche principalement le ciment et l'acier, tandis que le cuivre et l'aluminium sont nettement moins exposés (graphique 1). Les prix de ces deux métaux ont grimpé en flèche jusqu'au printemps dernier, mais les craintes de récession dans les pays développés ont provoqué une chute brutale depuis lors, même si l'assouplissement de la politique « zéro COVID » en Chine a permis un rebond ces dernières semaines. Le cuivre et l'aluminium restent de solides couvertures dans l'optique d'une réouverture de l'Empire du Milieu en 2023. En outre, le cuivre devrait bénéficier de l'essor des véhicules électriques (VE) : en Chine, la demande de VE pourrait progresser de 80 % entre 2022 et 2030. Enfin, les prix du cuivre et de l'aluminium bénéficieront de niveaux de stocks historiquement bas.

MARCHÉS PÉTROLIERS : IMPOSSIBLE DE NÉGLIGER LA CHINE

Le risque géopolitique a propulsé les prix du pétrole à un pic de 128 USD/baril le 3 mars 2022, mais les craintes de récession et les confinements en Chine ont ensuite pesé sur les cours, désormais pratiquement inchangés par rapport au début de l'année (graphique 2, page 5). Nous anticipons néanmoins, après une brève période de pressions négatives sur la demande, une reprise des marchés pétroliers en 2023.

GRAPHIQUE 1 : EXPOSITION À LA DEMANDE DU SECTEUR DES INFRASTRUCTURES ET DE L'IMMOBILIER POUR CHAQUE MATIÈRE PREMIÈRE, % DU VOLUME



Sources : GS, Indosuez Wealth Management.

On observe en effet, notamment du côté de la demande, un certain nombre de facteurs de soutien.

Il faut tout d'abord mentionner le rétablissement de la consommation dans le secteur du transport aérien. Selon l'Association internationale du transport aérien (IATA), les recettes totales des compagnies aériennes devraient progresser pour atteindre 93 % du niveau pré-pandémie en 2023 (contre 87 % en 2022), grâce au rétablissement du trafic de passagers et à la normalisation de l'activité de fret. À cet égard, l'impact de la Chine sur les prix du pétrole se fera surtout sentir à travers la reprise du transport aérien, le redressement de l'Asie ayant pris beaucoup de retard par rapport aux autres régions. Toujours dans le registre de la demande, les États-Unis ont utilisé leurs réserves stratégiques (plus de 185 millions de barils (Mbbbl) jusqu'à présent) pour tenter de limiter la hausse des cours, mais l'administration Biden a récemment déclaré qu'elle souhaitait reconstituer ces réserves si le baril passait sous la barre des 70 dollars, ce qui pourrait limiter la baisse des cours.

Du côté de l'offre, les tensions ne montrent aucun signe d'amélioration. L'OPEP conservera une position restrictive après avoir déjà annoncé une réduction de la production de 2 Mbbbl en octobre, tandis que l'Arabie saoudite – l'un des seuls pays disposant de capacités inutilisées – a réaffirmé sa volonté de maintenir les réductions de production jusqu'à la fin 2023. L'embargo de l'UE sur le pétrole russe jouera également, car la stratégie de diversification de la Russie vers les pays asiatiques ne devrait pas compenser les volumes précédemment livrés aux pays européens. Le sous-investissement structurel dans les capacités pétrolières empêchera également toute forte hausse de la production.

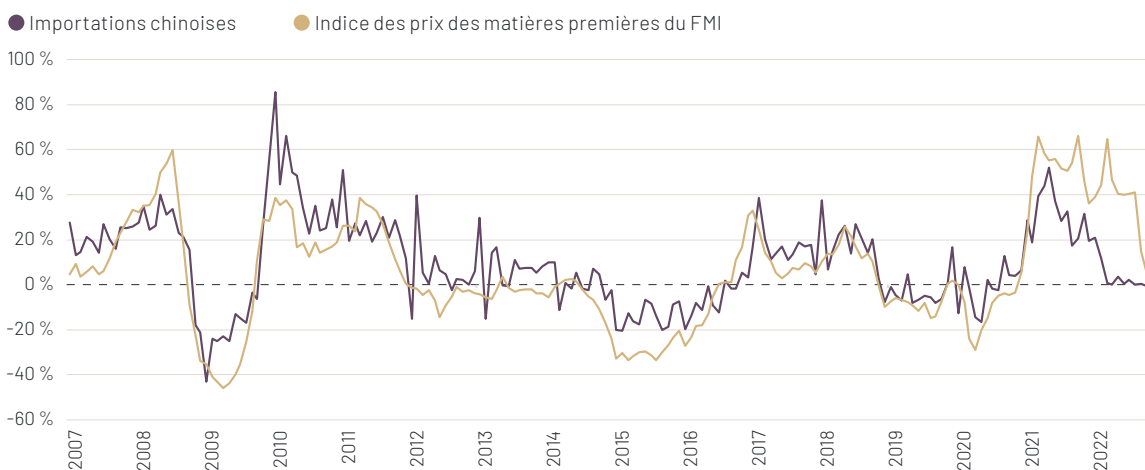
Après une période difficile en début d'année, où la demande restera inférieure à l'offre, les prix du pétrole devraient donc se redresser pour atteindre le haut de la fourchette 90-100 USD/baril en 2023.

IMPACT DES MATIÈRES PREMIÈRES SUR L'INFLATION EN 2023

Sur le plan macroéconomique, les matières premières auront surtout un impact modérateur sur l'inflation. Bien que notre fourchette de prix du pétrole reste élevée par rapport aux normes historiques, elle créera aux deuxième et troisième trimestre 2023 d'importants effets de base négatifs (en glissement annuel) sur les prix de l'énergie et l'inflation par rapport à 2022. Cela étant, la moindre vigueur du dollar contribuera à renforcer l'inflation importée en dehors des États-Unis en 2023 (voir la section Devises, page 12). Sur le segment des métaux industriels, malgré une augmentation des dépenses d'infrastructure, les matériaux liés à la construction (tels que le minerai de fer, l'acier et le ciment) continueront d'être affectés par le ralentissement du secteur du logement, tant dans les pays développés qu'en Chine, où la crise du secteur immobilier est loin d'être résorbée. En revanche, le lithium et (plus tard) le cuivre pourraient bénéficier d'une augmentation de la demande à moyen terme en raison de leur rôle dans la transition écologique.

Si les perspectives des matières premières restent mitigées en raison du ralentissement économique en cours (voir la section Macroéconomie, page 6), la récente correction des prix de l'énergie et de certains métaux industriels offre une opportunité pour se positionner sur la réouverture de la Chine.

GRAPHIQUE 2 : L'IMPACT VISIBLE DES IMPORTATIONS CHINOISES SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES, % EN GLISSEMENT ANNUEL



Sources : Refinitiv, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Officer

La possibilité que l'économie américaine évite la récession incite la Fed à poursuivre son resserrement monétaire, à un rythme toutefois plus lent qu'en 2022. En Europe, la conversion de l'inflation en dette – afin de protéger les consommateurs – suscite moins l'adhésion. En 2023 et 2024, la croissance mondiale sera tirée par les économies émergentes et pourrait bénéficier d'une réouverture franche de la Chine.

ÉTATS-UNIS : À CE STADE, LA RÉCESSION EST ÉVITÉE

En novembre 2022, l'inflation aux États-Unis a été négative (VM) pour la première fois en deux ans. Les prix des marchandises et de l'énergie ont notamment affiché un net ralentissement. C'est une bonne nouvelle et ces deux composantes devraient continuer à faire reculer l'inflation en 2022, au grand soulagement des consommateurs américains (les ventes de détail de novembre ont baissé de -0,6 % en glissement mensuel, malgré les remises du *Black Friday* et du *Cyber Monday*). Sur une note plus négative, la Fed estime que la lutte contre l'inflation n'est pas terminée – et nous partageons cette analyse. Le risque est que l'inflation résiste dans le secteur des services (qui représente actuellement 55 % de l'inflation globale aux États-Unis) et que les salaires continuent d'augmenter. Le marché de l'emploi reste en effet très déséquilibré (pour chaque chômeur, il y a actuellement 2,2 offres d'emploi, et même 4 dans le secteur de l'éducation), en raison de l'impact persistant de la pandémie sur certains secteurs et de problèmes démographiques structurels. L'inertie de l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) pourrait se prolonger plus longtemps que prévu. Globalement, les consommateurs devraient bénéficier d'un certain répit grâce à la modération de l'inflation en 2023 (de 7,1 % en début d'année à 3-4 % en fin d'année).

Toutefois, la consommation sera sévèrement touchée en 2023 et ne devrait pas se redresser avant 2024 alors même que le taux d'épargne continue de diminuer (2,3 % en octobre, un plancher depuis 2008). Dans le même temps, malgré l'accalmie récente sur le front des taux hypothécaires à 30 ans (passés de 7,1 % à 6,3 % en un mois), ces derniers restent historiquement élevés et freineront la consommation et la croissance en 2023.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE EUROPÉENNE : LE HÉROS SE TRANSFORME EN MÉCHANT

Bien que l'Europe semble avoir évité le pire (sur le front de l'énergie) en 2022, l'économie européenne fait toujours du surplace et aucune solution durable n'a été apportée à la crise énergétique. La production industrielle a chuté de 2 % en octobre, laissant présager une contraction de cette dernière au quatrième trimestre 2022. Les prix à la production toujours élevés et les craintes de récession assombrissent les perspectives, mais d'importants carnets de commandes subsistent, notamment en Allemagne où les enquêtes auprès des consommateurs, des producteurs et des analystes indiquent que le ralentissement a atteint un plancher grâce à un hiver plutôt clément et à la confiance suscitée par le plan gouvernemental de plafonnement des prix de l'énergie (200 milliards d'euros), qui doit être mis en œuvre à partir de janvier 2023. La réouverture de la Chine constitue un autre facteur positif.



-0,1 %
premier recul (VM)
de l'inflation
américaine
DEPUIS
NOVEMBRE
2020

De son côté, la France a récemment été pointée du doigt par le Fonds monétaire international (FMI) pour sa politique budgétaire pas suffisamment ciblée (ne limitant pas les mesures de soutien aux plus vulnérables). Le déficit public français devrait en effet rester supérieur à 5 % du PIB en 2022 et jusqu'en 2024, ce qui permettra au pays d'éviter la récession et empêchera l'inflation de dépasser 6 % en 2023. Sur le front de l'inflation, les États membres de la zone euro affichent des divergences extrêmes. En termes sectoriels, l'envolée des prix de l'énergie se propage dans le secteur des marchandises et, dans une moindre mesure, dans celui des services. Compte tenu du niveau encore extrêmement élevé des prix à la production, qui sera en partie répercuté sur les consommateurs, nous prévoyons que l'inflation à la consommation restera nettement supérieure à celle observée aux États-Unis en 2023 (tableau 1).

LE JAPON LUTTE À SON TOUR CONTRE L'INFLATION

Frappée par une nouvelle vague de COVID-19 au mois d'août, l'économie japonaise doit également faire face à une inflation importée et au ralentissement de la croissance chez ses principaux partenaires commerciaux. Si la réouverture de la Chine fait peser un risque haussier sur notre prévision de croissance modeste pour 2023, nous restons sceptiques sur les perspectives de croissance à moyen terme.

L'inflation s'est récemment établie au niveau enviable de 3,8 % en glissement annuel, atteignant un sommet de 25 ans et dépassant l'objectif de la banque centrale pour le septième mois consécutif. La Banque du Japon, qui a rendu sa politique monétaire plus restrictive en permettant au rendement des obligations à 10 ans d'atteindre 0,5 % (contre 0,25 % auparavant), a clairement indiqué que certains changements étaient en préparation, alors que le pays lutte désormais lui aussi contre l'inflation.

MARCHÉS ÉMERGENTS : LES MOTEURS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

Fortement axée sur le marché intérieur, l'économie indienne fait preuve de résilience, les enquêtes d'activité indiquant une reprise de la croissance dans les services (PMI à 56,4) et le secteur manufacturier (PMI à 55,7), tandis que l'activité du secteur manufacturier brésilien s'est dégradée en novembre (PMI à 44,3, sous le seuil de 50 séparant l'expansion de la récession). La mauvaise performance du Brésil s'explique essentiellement par l'incertitude politique. Soutenues par la réouverture de la Chine et l'apaisement des tensions sur l'offre, les économies asiatiques feront mieux que la plupart des économies d'Amérique latine en 2023 en termes d'activité économique. Globalement, les marchés émergents seront les principaux contributeurs à la croissance mondiale en 2023.

TABLEAU 1 : PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES 2022-2024, %

	CROISSANCE DU PIB			INFLATION		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Monde	3,4 %	2,1 %	2,7 %	8,3 %	6,3 %	4,0 %
États-Unis	1,9 %	0,8 %	0,6 %	8,1 %	4,1 %	2,3 %
Zone euro	3,2 %	-0,7 %	1,1 %	8,7 %	7,5 %	3,2 %
Japon	1,6 %	0,5 %	1,2 %	2,4 %	0,5 %	0,4 %
Chine	3,2 %	4,5 %	4,3 %	2,0 %	2,2 %	2,1 %
Brésil	3,1 %	0,8 %	1,7 %	9,4 %	4,6 %	4,3 %
Inde	7,3 %	5,6 %	6,0 %	6,8 %	6,0 %	6,0 %

Sources : Amundi (prévisions de décembre), Indosuez Wealth Management.

LA PIRE ANNÉE EN MATIÈRE DE PERFORMANCE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES SE TERMINE EN FANFARE !

Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

Avec la contribution
de l'équipe Obligations



Les banques centrales ont clôturé l'année par une frénésie de resserrements monétaires. À l'approche de 2023, le marché obligataire est en bonne position, avec des rendements en hausse et des opportunités de portage inédites depuis de nombreuses années. Néanmoins, le scénario d'une croissance plus élevée que prévu, alimentant les revenus réels, les bénéfices des entreprises et – finalement – l'inflation, serait défavorable.

OBJECTIF PRINCIPAL : MAINTENIR DES LIQUIDITÉS ABONDANTES DANS L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE, ÉVITER LA PÉNURIE

Les marchés intégrant désormais une première baisse des taux de la Fed au troisième trimestre 2023, le resserrement quantitatif (QT) pourrait prendre fin dès l'été prochain, car la Fed ne voudra pas communiquer sur la fourniture et le retrait de liquidités (selon deux canaux différents) au même moment. Les prises en pension devraient atteindre 3 000 milliards de dollars d'ici la fin 2023, tandis que les réserves pourraient s'élever à 4 000 milliards de dollars, bien au-delà du « régime de réserves abondantes » estimé dans une fourchette de 8 à 10 % du PIB (contre 12,5 % selon les données disponibles à la mi-décembre).

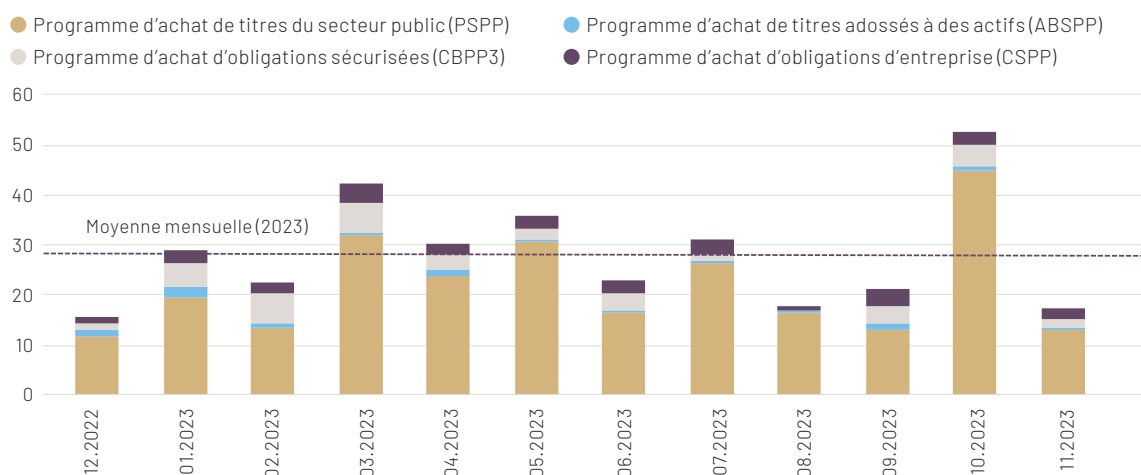
La Banque centrale européenne (BCE) a relevé ses taux de 50 pb comme attendu, tout en adoptant un ton très agressif en raison de la « révision à la hausse substantielle » des prévisions d'inflation, notant que les taux d'intérêt devaient continuer d'augmenter « sensiblement à un rythme régulier » pour atteindre des niveaux suffisamment restrictifs. Cependant, la BCE se montre moins ferme sur les perspectives du resserrement quantitatif, qui débutera en mars 2023 avec des plafonds sur les réinvestissements du Programme d'achat d'actifs (PAA) (graphique 3) résultant en un rythme mensuel de

15 milliards d'euros au départ, à réviser au 3^e trimestre (de plus amples détails devraient être communiqués en février).

CONSÉQUENCES SUR LES MARCHÉS DE TAUX EUROPÉENS

Nous anticipons une baisse des émissions nettes en 2023, mais une augmentation inédite du flottement de la dette¹. Cela pourrait imposer aux cadres de politique macroéconomique et budgétaire une plus grande discipline de marché, comme l'a expliqué Isabelle Schnabel dans son discours du 24 novembre. L'absorption de l'offre devrait être soutenue par les liquidités résultant du désendettement, la rotation de la demande vers des émetteurs de qualité et des valorisations offrant des rendements réels attrayants. Alors que la France et l'Italie voient leurs besoins de financement augmenter, la détention de dette italienne par des investisseurs étrangers reste faible, tandis que les obligations françaises pourraient bénéficier de la demande de titres de haute qualité. Les risques de dérapage budgétaire ne sont toutefois pas à négliger, compte tenu du paysage politique et de la nature de l'inflation. La mini-crise budgétaire du Royaume-Uni a démontré la nécessité pour les gouvernements de prendre leur part dans la lutte contre l'inflation.

GRAPHIQUE 3 : LES INVESTISSEMENTS DU PAA INFÉRIEURS À 30 MILLIARDS D'EUROS PAR MOIS EN 2023, MILLIARDS D'EUROS



Sources : ECB, HSBC Global Research, Indosuez Wealth Management.

¹ - Le flottement de la dette est la part des titres de la dette publique en circulation détenue par des investisseurs sensibles aux prix, autrement dit l'ensemble de la dette publique à l'exclusion des avoirs de la banque centrale nationale (QE), des banques centrales étrangères (réserves de change), des fonds de pension et des compagnies d'assurance.

ÉTATS-UNIS :
LE RESSERREMENT
QUANTITATIF
pourrait prendre
fin durant l'été

TAUX RÉELS POSITIFS ET DEMANDE DE BONS DU TRÉSOR

L'objectif de la politique monétaire de la Fed consiste à atteindre « des taux réels significativement positifs » (conférence de presse de son président, Jerome Powell, le 21 septembre 2022). La forte demande domestique (due à des rendements réels positifs) et les perspectives cycliques ont entraîné une baisse de la demande étrangère de bons du Trésor, également liée à des facteurs tels que la vigueur du dollar, le coût élevé des couvertures de change et les interventions sur le marché des devises.

Les pics de volatilité sont peut-être derrière nous, mais nous ne reviendrons pas à un régime de faible volatilité, car l'incertitude macroéconomique demeure élevée. La volatilité accrue et le resserrement quantitatif ont durablement affecté la liquidité des bons du Trésor. Le Trésor américain s'efforcera de résoudre ces problèmes de liquidité en rachetant cette année des obligations anciennement émises, gérant ainsi activement sa courbe des taux.

PERSPECTIVES DES MARCHÉS DE CRÉDIT EN 2023

Le positionnement à adopter en 2023 semble faire consensus : une durée courte à moyenne, avec une préférence pour le segment *investment grade* (IG) par rapport au segment du haut rendement (HY), et pour les obligations financières par rapport aux obligations d'entreprise. Rien ne justifie une approche à contre-courant à ce stade du cycle. L'offre devrait augmenter modérément en 2023 (+10 % de nouvelles émissions IG). La BCE se retirera progressivement du marché. Les entreprises se tourneront très probablement davantage vers le financement bancaire, tandis que le financement de marché ralentira sous l'effet du resserrement quantitatif (graphique 4).

Hormis le risque d'extension (surévalué) sur la dette hybride du secteur immobilier, les émetteurs qui devaient remplacer leurs obligations l'ont déjà fait (à l'instar d'EDF, Orsted ou Telefonica). Certains ont décidé de « sortir », c'est-à-dire d'exercer leur

call sans réémettre (Naturgy, Bertelsmann). L'offre de 2023 devrait dès lors s'avérer limitée, ce qui soutiendra la classe d'actifs.

Dans l'ensemble, les *spreads* de crédit ont étonnamment bien résisté cette année, avec une dynamique de fin d'année positive après la publication des chiffres de l'inflation américaine, plus faibles que prévu. Cependant, le ralentissement de l'économie, le resserrement des conditions financières et l'augmentation des coûts d'emprunt mettront sous pression la capacité de service de la dette des entreprises les plus faibles (notations B- et inférieures) et entraveront leur accès au financement. Le risque de refinancement augmente lentement, alors que les refinancements liés à la période de la pandémie atténuent les pressions sur les taux.

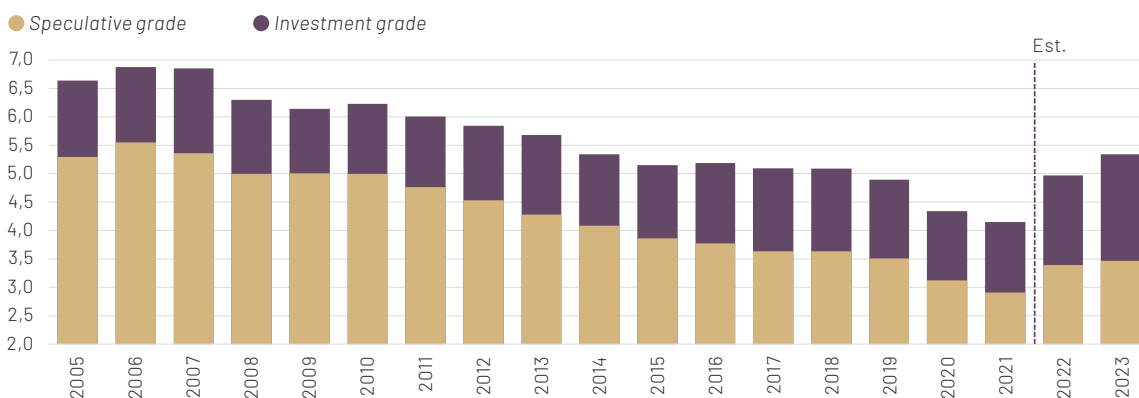
En 2023, l'offre devrait se normaliser et augmenter sensiblement (avec environ 50 milliards de nouvelles émissions d'obligations et 30 milliards de nouveaux prêts, soit une hausse de 40 % par rapport à 2022). Par conséquent, nous anticipons des pressions sur les courbes du marché secondaire.

Dans ce contexte, les structures de capital exagérément endettées seront mises à l'épreuve. Celles disposant de liquidités limitées et recourant exclusivement à des prêts seront vulnérables lorsque le cycle du crédit se retournera. L'endettement des émetteurs notés B est supérieur à 6x en novembre 2022, ce qui se rapproche des sommets historiques atteints en 2020.

En revanche, les taux de défaut sont encore extrêmement faibles : seulement 0,4 % en Europe ! Pour la suite, les prévisions vont de 3 % à 5 % (par rapport au taux « pessimiste » de 9 % de Moody's). L'accès aux financements pourrait donc s'avérer moins « facile » qu'en 2020.

En ce qui concerne les taux de défaut des marchés émergents, nous avons observé plusieurs tendances en novembre : une légère décélération en Asie (27 % pondérés des émissions, contre 29 % en octobre), une certaine stabilité dans la région EMOA, y compris en Russie/Ukraine/Biélorussie (18 %), et la persistance de faibles taux de défaut en Amérique latine (2 %).

GRAPHIQUE 4 : PROGRAMMES DE LA BCE : L'ÈRE DES EMPRUNTS BON MARCHÉ EST TERMINÉE, %*



* Émetteurs non financiers notés.

Sources : S&P Capital IQ, S&P Global Ratings, Indosuez Wealth Management.

Laura CORRIERAS
Equity Portfolio
Manager

Avec la contribution
de l'équipe Actions



-13 % :
BAISSE MOYENNE
DES BPA
dans les marchés
baissiers en
période de forte
inflation

Quels sont les grands enjeux de 2023 pour les marchés ? Le timing du « pivot » de la Fed, qui pourrait signaler un tournant pour les marchés actions, en fait assurément partie. Dans cette attente, les investisseurs resteront prudents, ce qui limite le potentiel de hausse aux niveaux actuels.

SAISON DE PUBLICATION DES RÉSULTATS

Au cours des neuf marchés baissiers américains intervenus en période d'inflation depuis les années 1960, l'indice S&P 500 a baissé de 33 % et les bénéfices par action (BPA) ont diminué de 19 %. Dans les marchés baissiers caractérisés par une forte inflation (supérieure à 5 %) – seulement cinq occurrences entre 1969 et 1990 –, la baisse des BPA a atteint 13 % en moyenne.

Dans la phase actuelle, les BPA ont été revus à la baisse de 4,5 % à ce stade. Selon les normes historiques, cela suggère une possible baisse supplémentaire des BPA d'environ 9 % au cours des prochains mois, ce qui pourrait soumettre le marché à une pression considérable.

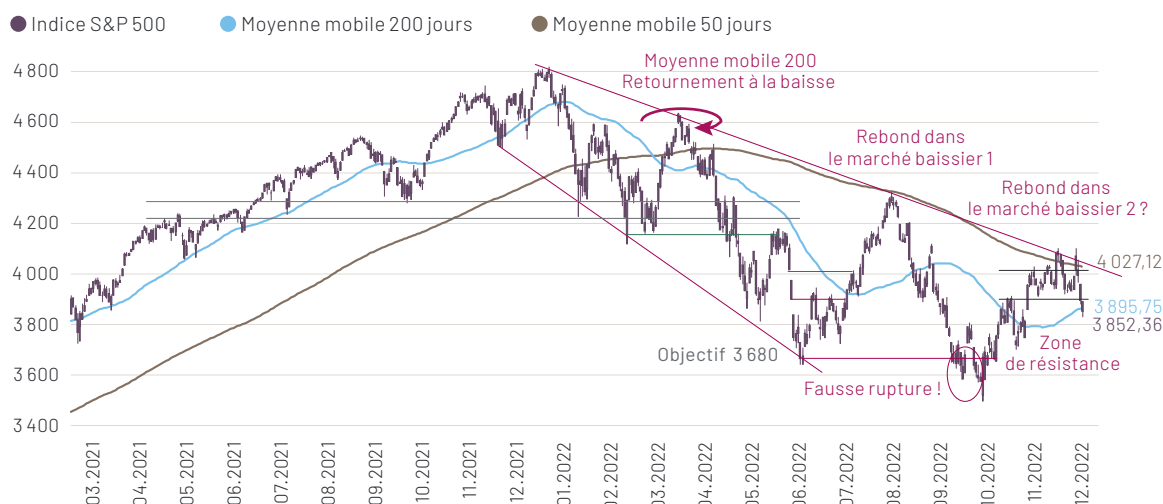
ÉTATS-UNIS

Alors que les craintes inflationnistes s'estompent, les marchés redoutent de plus en plus un ralentissement, voire une récession.

Les inquiétudes macroéconomiques sont confirmées au niveau microéconomique : les analystes ont commencé à réviser à la baisse les prévisions de bénéfices et cette tendance devrait se poursuivre. Depuis que le S&P 500 a entamé sa baisse en 2022, nous avons observé deux rebonds dans le marché baissier. Le premier a eu lieu de la mi-juin à la mi-août, période durant laquelle le marché a repris 17 %. Plus récemment, un second rallye allant de la mi-octobre à début décembre a permis un rebond de 18 %.

La configuration de marché baissier subsiste (graphique 5), même si le S&P 500 a brièvement franchi sa moyenne mobile à 200 jours tandis que l'indice de volatilité (VIX) évolue encore sur de faibles niveaux. Dans ces deux phases de rebond, le marché n'a pas été en mesure de maintenir ces niveaux symboliques et les actions ont rapidement replongé, invalidant pour l'instant tout scénario de retournement à la hausse.

GRAPHIQUE 5 : LE REBOND DU MARCHÉ EST-IL TERMINÉ ?



Sources : S&P 500 Index, Indosuez Wealth Management.



EUROPE

Les perspectives semblent plus positives en Europe. En effet, un certain nombre de facteurs favorables ont émergé au cours des dernières semaines : les prix du gaz ont fortement baissé, la Russie a effectué un repli militaire de certaines villes d'Ukraine et les craintes de contagion concernant les fonds de pension britanniques se sont atténuées. Et malgré le fort rebond du marché, la valorisation relative des actions européennes par rapport aux autres régions – notamment le marché américain – reste très attrayante. Mais de nombreux vents contraires persistent, aussi bien sur le plan géopolitique que sur le plan macroéconomique, avec une inflation élevée et une politique monétaire agressive de la BCE. En outre, la croissance des BPA reste sur une tendance baissière et de nouvelles révisions à la baisse pourraient peser sur le sentiment après le vigoureux rallye initié en octobre. Par conséquent, nous restons prudents sur les actions européennes et privilégions les titres de qualité/défensifs.

MARCHÉS ÉMERGENTS

Les marchés boursiers chinois sont restés particulièrement volatils au cours des dernières semaines. Cela n'a pas empêché l'indice MSCI China (regroupant principalement des entreprises chinoises cotées à Hong Kong) de bondir de 32 % depuis son point bas de 2022, atteint le 31 octobre². Cette forte reprise est principalement due au « pivot Xi Jinping » – 30 mesures d'assouplissement de la politique « zéro COVID » et mesures de soutien ciblant le secteur immobilier.

Le gouvernement encourage désormais vivement la population âgée à se faire vacciner, tout en insistant sur la nature moins létale de la variante actuelle de COVID-19. Cela représente un changement majeur dans la ligne du Parti, susceptible d'annoncer la reprise d'une consommation toujours atone, grâce à la libération d'une demande refoulée massive et malgré le long processus de désendettement à venir. En outre, les investisseurs internationaux sous-pondèrent toujours les marchés émergents et les actions chinoises. La volatilité pourrait rester élevée jusqu'à la fin de l'année, car le processus de réouverture s'annonce chaotique.

STYLES D'INVESTISSEMENT

Comme dans les années 1970, le scénario de l'après-pivot de la Fed devrait favoriser les valeurs cycliques, notamment celles qui contribuent à résoudre l'inflation. En ce qui concerne les *spreads* de valorisation, les valeurs cycliques et les valeurs de rendement devraient surperformer les valeurs défensives et de croissance en 2023, notamment après le pivot. Néanmoins, le récent rebond des valeurs cycliques semble prématuré, car des révisions à la baisse des bénéfices interviendront au premier semestre 2023, offrant potentiellement de meilleurs points d'entrée. De même, le pivot devrait être un catalyseur positif pour les valeurs de croissance, mais une partie de ce rebond a déjà eu lieu via le récent rallye et nous pensons qu'il est trop tôt pour prendre position. Nous continuons à privilégier les thèmes Qualité/Rendement pour l'actionnaire (marges stables, pouvoir de fixation des prix), qui devraient bénéficier du contexte macro/inflationniste et afficher des révisions de bénéfices plus résilientes.

2 - Source : Bloomberg (au 20 décembre 2022, en USD).

Davis HALL
Head of Capital Markets,
Asia

Sophie ICHE
Active Advisor

Stéphane
HOBLAINGRE
Active Advisor



Le taux final
de la BCE devrait
atteindre un pic de

3 %
EN 2023

La Fed n'est plus seule : les autres grandes banques centrales sont désormais dans son sillage. La dynamique du portage sera le catalyseur essentiel en 2023. Le dollar restera vigoureux, car une grande partie de la baisse anticipée a déjà eu lieu le mois dernier. 2023 devrait être une année moins directionnelle, moins volatile et clairement axée sur le portage.

EUR

Une BCE agressive

Lors de sa dernière réunion, la BCE a relevé ses taux de 50 pb et porté le taux de rémunération des dépôts à 2 %, tout en renforçant sensiblement ses projections d'inflation sous-jacente pour 2023 et 2024. Le taux final devrait désormais culminer à 3 % en 2023. Si cette hausse des taux n'a guère surpris les marchés, le ton de la déclaration et de la conférence de presse était plutôt agressif. Christine Lagarde a indiqué aux marchés qu'ils devaient s'attendre à de nouvelles hausses de taux par tranches de 50 pb, ce qui constitue un écart important par rapport aux orientations précédentes (25 pb). En outre, la BCE s'est montrée préoccupée par les possibles effets de second tour de son resserrement monétaire et a précisé les modalités de la réduction de son bilan. En conséquence, la paire EUR/USD a poursuivi sa progression jusqu'à 1,0735. Nous restons toutefois prudents, car de nombreux vents contraires peuvent faire leur retour, dans un contexte où les prix de l'énergie en Europe resteront déterminants. Nous anticipons une hausse en dents de scie dans les prochaines semaines, avec un objectif à 1,0800.

USD

Vulnérabilité historique en novembre

Le billet vert a durement souffert le mois dernier, lorsqu'il est apparu clairement que l'indice des prix à la consommation avait peut-être atteint un pic aux États-Unis. Cette perception d'une Fed moins agressive dans un contexte de ralentissement jusqu'à la mi-2023 a vu le dollar, victime de prises de bénéfices, plonger de 10 % par rapport à son récent sommet. De fait, la dynamique de vigueur excessive du dollar semble aujourd'hui derrière nous. Et si des hausses de taux supplémentaires se profilent, la courbe des taux à terme anticipe déjà une pause, potentiellement suivie de baisses de taux dans le courant de l'année 2023. En conséquence, le statut du dollar sera désormais plus mitigé et la consolidation devrait dominer jusqu'à ce que la Fed impose effectivement une inflexion.

GRAPHIQUE 6 : INDICE DE VOLATILITÉ DES DEVICES, CVIX



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

CHF

Troisième hausse de taux de la BNS

En Suisse, la BNS a relevé son taux de rémunération des dépôts de 50 pb pour le porter à 1 %. Cette troisième hausse des taux consécutive – alors que la hausse de septembre a mis fin à sept ans de taux négatifs – était largement attendue et les marchés n'ont pas enregistré de mouvements significatifs. Thomas Jordan a réitéré sa position ferme, bien que l'inflation suisse ait probablement atteint un pic en août, parallèlement à la chute des prix du pétrole. L'inflation a reculé à 3 % en novembre, contre 10 % dans la zone euro. Cependant, la banque centrale gardera un œil sur l'inflation sous-jacente, car elle craint que les pressions sur les prix ne deviennent plus ancrées dans certains secteurs de l'économie, et a alerté sur la persistance des incertitudes macroéconomiques cette année. Les marchés tablent sur une nouvelle hausse des taux de 25 à 50 pb, ce qui porterait le taux final à 1,5 %. Les devises jouant le rôle de valeur refuge devraient continuer à bien se comporter au premier trimestre 2023, de sorte que nous conservons une opinion positive sur le franc suisse. La paire EUR/CHF pourrait se maintenir dans une fourchette comprise entre 0,97 et 0,99, tandis que la paire USD/CHF devrait reculer légèrement vers 0,9100 en raison de la faiblesse du dollar.

CNY

Le pire est probablement derrière nous

Après la réélection de Xi Jinping pour un troisième mandat en octobre, des initiatives politiques ont rapidement été annoncées, incluant notamment la révision de la politique « zéro COVID ». Cette évolution a entraîné une amélioration sensible de la confiance, tandis que les mesures de relance ont été étendues et couplées à un assouplissement monétaire. Si ce début de reprise de l'appétit pour le risque part de niveaux très bas, nous restons prudemment optimistes sur un rebond potentiel de la Chine, qui concernera également sa devise. À l'instar du dollar de Hong Kong, qui s'est rapidement éloigné de la limite inférieure de son corridor d'intervention à 7,85 USD, le yuan a formé une figure de « tête et épaules » par rapport au billet vert.

Alors que le dollar atteint également un sommet par rapport aux partenaires commerciaux européens de la Chine, la Banque populaire de Chine favorisera une stabilisation de sa devise en 2023.

JPY

La Banque du Japon ajuste son contrôle de la courbe des taux

La Banque du Japon a surpris les marchés en ajustant son programme de contrôle de la courbe des taux, via le doublement de la limite supérieure du 10 ans à 0,50 %. Cela pourrait changer radicalement les perspectives du yen – jusqu'ici très faible – pour 2023.

Dans un contexte de resserrement monétaire et de ralentissement au niveau mondial, les courbes de taux du G10 vont de plus en plus intégrer de futures baisses de taux, ce qui entraînera une compression des rendements du G10 coïncidant avec la reprise japonaise et le changement de politique de la Banque du Japon. La paire USD/JPY est dès lors soumise à des risques baissiers vers les supports de 131,50 et 130,00.

OR

Forte demande des banques centrales

De manière incontestable, seul l'or a résisté à la flambée du dollar depuis le début de l'année. Malgré les hausses incessantes de taux d'intérêt dans le monde entier en 2022, l'or (qui offre un rendement nul) est parvenu à maintenir une performance stable. La demande de lingots physiques de la part des banques centrales est en passe d'atteindre son niveau le plus élevé depuis 1967, car les allocateurs de réserves mondiales continuent de profiter des accélérations haussières du dollar pour diversifier leur exposition. Au-delà de l'optimisme du FOMC, l'or devrait trouver un soutien solide en cas de baisse, compte tenu de la persistance des tensions géopolitiques. Toutefois, le triple support technique de 1 610 USD/once devra contenir tout repli éventuel pour que notre scénario optimiste soit confirmé. Notons enfin que le métal jaune sera en concurrence avec des actifs offrant désormais un rendement.

07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : pas de récession aux États-Unis, mais un risque baissier concernant la consommation, alors que les ménages américains ont déjà puisé dans leur excédent d'épargne. L'Europe devrait connaître une légère récession au premier semestre 2023. L'inflation ralentit, mais reste supérieure aux objectifs des banques centrales, ce qui justifie la poursuite du resserrement monétaire. Dans l'ensemble, la croissance mondiale sera tirée par les marchés émergents cette année, les risques pour 2023 étant équilibrés entre risques haussiers liés à une réouverture franche de la Chine et à une paix potentielle en Ukraine, et risques baissiers liés à un resserrement excessif de la Fed et de la BCE.
- **Inflation** : même si les matières premières restent chères, leur contribution à l'inflation sera plus faible qu'en 2022. La chute des prix de l'énergie freinera l'inflation globale, tandis que les prix *core* resteront plus fermes en raison de l'évolution des services et des salaires aux États-Unis, la chute des prix du logement ne se reflétant pas dans l'IPC avant le second semestre 2023. Globalement, l'inflation restera supérieure aux objectifs des banques centrales jusqu'au quatrième trimestre 2023.
- **Politique budgétaire** : favorable en Europe, plus neutre aux États-Unis avec un gouvernement divisé (président et Sénat démocrates, Chambre des représentants républicaine). Risques croissants sur la viabilité de la dette publique si les taux d'intérêt restent à des niveaux élevés tandis que la croissance du PIB nominal s'estompe.
- **Banques centrales** : toujours concentrées sur la lutte contre l'inflation, et peu sensibles aux risques de récession jusqu'à présent (tant la BCE que la Fed). Le pivot de la Fed demeure improbable dans les mois à venir ; des hausses de taux plus modestes se profilent, mais les taux terminaux sont réajustés à la hausse, avec un risque sur la durée du plateau.
- **Bénéfices** : les révisions négatives devraient s'intensifier avec le ralentissement macroéconomique mondial. Les marges sont menacées au quatrième trimestre 2022, car il sera de plus en plus difficile pour les entreprises de continuer à augmenter les prix alors que la demande des consommateurs faiblit. Par conséquent, nous pourrions assister à une contraction de la rentabilité sur les marchés développés. En Chine, les

BPA commencent à se redresser avec la réouverture du pays, ce qui contribuera à soutenir le rebond du marché.

- **Environnement de risque** : le régime de volatilité se stabilisera à des niveaux plus élevés que les années précédentes, tandis qu'à court terme les marchés affichent une certaine complaisance, ce qui les rend plus vulnérables aux corrections techniques et justifie une approche multi-actifs prudente.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

ACTIONS

- Nous conservons une position prudente sur les actions, car il est trop tôt pour parier sur la poursuite du rebond en anticipant un pivot de la Fed, alors que plusieurs indicateurs techniques révèlent une certaine vulnérabilité des actions des marchés développés à court terme.
- L'année 2023 sera probablement divisée en deux parties : conviction maintenue sur les stratégies à dividendes élevés et les valeurs défensives ou de qualité au premier semestre, avant un retour progressif du risque au sein des portefeuilles via les valeurs de croissance et cycliques dès que la visibilité s'améliorera, tant sur le plan de la politique monétaire que sur le front économique.
- D'un point de vue géographique, nous conservons nos positions sur les actions américaines (malgré des valorisations élevées) en ciblant la qualité et restons moins exposés à l'Europe après le récent rebond, même si nous notons que la zone euro offre des niveaux de valorisation attrayants.
- Dynamique toujours positive pour les actions chinoises, les fondamentaux ayant commencé à se retourner avec le début de réouverture, ce qui justifie le maintien de l'exposition existante au sein des portefeuilles. Prudence à long terme en raison du processus de désendettement en cours, mais aussi d'un *policy-mix* et d'une réglementation moins favorables.

OBLIGATIONS

- Nous avons récemment procédé à une réduction tactique de la duration, car le rallye des obligations d'État américaines début décembre semblait exagéré. Approche en deux volets, avec une exposition aux échéances courtes (qui offrent un



CROISSANCE
MONDIALE
tirée par les pays
émergents en
2023

portage élevé et une bonne visibilité) et à l'extrémité longue de la courbe (pour une couverture macro en cas de récession). Nous attendons d'identifier un meilleur niveau d'entrée sur les taux pour renforcer la duration.

- Les taux en euro sont sensibles au discours agressif de la BCE, tandis que l'offre nette pourrait être une source d'inquiétude en 2023 – en particulier pour certains pays où les émissions devraient être importantes –, alors que la BCE commencera son resserrement quantitatif en mars 2023.
- Nous maintenons notre opinion positive sur la dette d'entreprise de qualité, qui offre une rémunération du risque satisfaisante. Les fondamentaux resteront solides, avec des risques limités en l'absence de mur de refinancement à court terme. La prudence est de mise sur le segment du haut rendement, au profil de rendement/risque moins attrayant.
- Progressivement plus positifs sur la dette émergente en devises locales, qui constitue une bonne source de diversification pour 2023 et pourrait bénéficier de la faiblesse du dollar et de la position plus accommodante de certaines banques centrales émergentes cette année, tout en offrant un rendement attrayant.

MARCHÉ DES CHANGES

- Il semble prématuré d'acheter un dollar déprécié avant le pivot de la Fed. Nous attendons un retracement de l'euro après la récente accélération haussière pour réduire progressivement nos positions en dollars, car le prochain rétrécissement du *spread* transatlantique pourrait peser sur le billet vert dans les trimestres à venir.
- L'or a largement bénéficié de l'affaiblissement récent du dollar, mais pourrait s'avérer vulnérable à court terme dans un monde où les investisseurs continuent de privilégier les actifs générateurs de rendement.
- Dans l'intervalle, nous continuons à considérer les devises liées aux matières premières comme de bons instruments de diversification pour les investisseurs en dollars, et le franc suisse comme la meilleure couverture hors dollar, notamment pour les investisseurs en euros. Le yen, qui a constitué une couverture efficace dans les portefeuilles au cours de la période récente, est en passe de retrouver son attractivité après la décision surprenante de la Banque du Japon.

CONVCTIONS CLÉS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
OBLIGATIONS		
EMPRUNTS D'ÉTAT		
Core 10 ans EUR (Bund)	=/-	=
Périphériques EUR	-	=/-
2 ans US	=/+	=/+
10 ans US	=/-	=
30 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-Chine	=/+	=/+
Chine	=	=/-
STYLES		
Growth	=/-	+
Value	=/-	=/+
Qualité	+	=
Rendement	+	=/+
Cycliques	-	=/+
Défensives	+	=/-
DEVICES		
États-Unis (USD)	=	=/-
Zone euro (EUR)	=/-	=
Royaume-Uni (GBP)	=/-	=
Suisse (CHF)	=/+	=
Japon (JPY)	=	=/-
Brésil (BRL)	=	=
Chine (CNY)	=	=
Or (XAU)	=/-	=
Devises de matières premières (NOK, NZD, CAD)	=/+	=/+

Source : Indosuez Wealth Management.

08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 22 DÉCEMBRE 2022



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	3,68 %	-1,41	216,85
France 10 ans	2,89 %	60,50	269,90
Allemagne 10 ans	2,36 %	51,00	253,90
Espagne 10 ans	3,42 %	63,40	286,10
Suisse 10 ans	1,50 %	53,50	163,80
Japon 10 ans	0,39 %	14,70	32,60

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	34,65	1,23 %	-11,65 %
Emprunts d'État en EUR	194,11	-2,33 %	-11,18 %
Entreprises haut rendement en EUR	193,40	-0,56 %	-9,47 %
Entreprises haut rendement en USD	300,34	0,20 %	-9,65 %
Emprunts d'État américains	296,83	0,69 %	-7,32 %
Entreprises émergentes	42,83	1,69 %	-16,02 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9867	0,45 %	-4,90 %
GBP/USD	1,2038	-0,62 %	-11,04 %
USD/CHF	0,9311	-1,28 %	1,99 %
EUR/USD	1,0596	1,79 %	-6,81 %
USD/JPY	132,35	-4,47 %	15,01 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	21,97	1,55	4,75

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	3 822,39	-5,09 %	-19,80 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 469,28	0,04 %	1,15 %
STOXX Europe 600	427,26	-3,08 %	-12,41 %
Topix	1 908,17	-5,48 %	-4,22 %
MSCI World	2 595,25	-4,09 %	-19,69 %
Shanghai SE Composite	3 836,03	2,11 %	-22,35 %
MSCI Emerging Markets	964,06	1,96 %	-21,75 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 145,28	-3,01 %	0,72 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	190,45	-3,41 %	-30,92 %
MSCI Asia Ex Japan	624,56	3,86 %	-20,87 %
CAC 40 (France)	6 517,97	-2,82 %	-8,88 %
DAX (Allemagne)	13 914,07	-4,30 %	-12,41 %
MIB (Italie)	23 813,30	-3,71 %	-12,92 %
IBEX (Espagne)	8 272,10	-1,38 %	-5,07 %
SMI (Suisse)	10 774,64	-3,43 %	-16,32 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 984,00	6,87 %	-12,40 %
Or (USD/Oz)	1 792,52	2,12 %	-2,01 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	77,49	-0,58 %	3,03 %
Argent (USD/Oz)	23,48	9,87 %	0,53 %
Cuivre (USD/Tonne)	8 310,50	3,35 %	-14,51 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	5,00	-31,60 %	34,02 %

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

SEPTEMBRE 2022	OCTOBRE 2022	NOVEMBRE 2022	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (22 DÉCEMBRE 2022)
-3,37 %	9,59 %	18,69 %	3,86 %	1,15 %
-5,36 %	7,99 %	14,64 %	2,11 %	0,72 %
-6,48 %	7,11 %	9,81 %	1,96 %	-4,22 %
-6,57 %	6,28 %	6,80 %	0,04 %	-12,41 %
-6,72 %	5,09 %	6,75 %	-3,01 %	-19,69 %
-8,19 %	4,17 %	6,74 %	-3,08 %	-19,80 %
-9,34 %	2,91 %	5,38 %	-3,41 %	-20,87 %
-9,46 %	-3,15 %	4,55 %	-4,09 %	-21,75 %
-11,90 %	-6,13 %	2,91 %	-5,09 %	-22,35 %
-12,94 %	-7,78 %	-0,82 %	-5,48 %	-30,92 %

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.

IPT (Instrument de protection de la transmission) : Cet instrument complétant la boîte à outils de l'Eurosystème peut être activé par la BCE pour contrer les évolutions injustifiées et désordonnées du marché si celles-ci constituent une menace sérieuse pour la transmission harmonieuse de la politique monétaire au sein de la zone euro. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé cet instrument le 21 juillet 2022.

IRENA : Agence internationale pour les énergies renouvelables.

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

ISR : Investissement socialement responsable.

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

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

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

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

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

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

OMC : Organisation mondiale du commerce.

PIB (produit intérieur brut) : Mesure le niveau de production de biens et 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* désigne 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 d'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 en 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 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 l'« 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 Brochure 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 España (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) ;
- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), succursale d'Italie basée à Piazza Cavour 2, 20121 Milan, Italie, inscrite au Registre des Banques n° 8097, code fiscal et numéro d'enregistrement au Registre du Commerce de Milan, Monza Brianza et Lodi n. 97902220157 ;
- **au sein de l'Union européenne** : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341, 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. Pelli 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, Suite 2918, Two Pacific Place - 88 Queensway - Hong Kong. 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) ;
- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, 068912 Singapour. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour 2001. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **au DIFC** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) SA, DIFC Branch, Al Fattan Currency House, Tower 2 – Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai – UAE, une société réglementée par la Dubai Financial Services Authority (« DFSA »). La présente Brochure est uniquement destinée aux clients professionnels et/ou contreparties de marché. Aucune autre personne ne doit agir sur la base de celle-ci. Les produits ou services financiers dont il est question dans la présente Brochure seront uniquement mis à disposition des clients satisfaisant les critères de la DFSA relatifs aux clients professionnels et/ou aux contreparties de marché. La présente Brochure est fournie exclusivement à titre d'information. Elle ne doit pas être interprétée comme une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier ou de participation à une stratégie de négociation en particulier dans toute juridiction ;
- **aux EAU** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed – The 1st Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 5th Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Emirats arabes unis (EAU) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des EAU Conformément aux règles et réglementations applicables aux EAU, 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 EAU ou par une autre autorité réglementaire des EAU ;
- **autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette Brochure. 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, Adobe Stock.

Achévé de rédiger le 23.12.2022.

