



# MONTHLY HOUSE VIEW

Novembre 2022

Le poison de la remontée des taux : retour de l'effet domino ?

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	LE POISON DE LA REMONTÉE DES TAUX : RETOUR DE L'EFFET DOMINO ?	
02•	Focus	P4
	LE BRÉSIL ÉCHAPPERA-T-IL AU RALENTISSEMENT MACROÉCONOMIQUE MONDIAL ?	
03•	Macroéconomie	P6
	RÉVISION DU PIB À LA BAISSÉ ET DE L'INFLATION À LA HAUSSE	
04•	Obligations	P8
	CRISE DES FONDS DE PENSION BRITANNIQUES : UN NOUVEAU TEST POUR LA CRÉDIBILITÉ DES BANQUES CENTRALES	
05•	Actions	P10
	LA SAISON DE PUBLICATION DES RÉSULTATS SOUS LE FEU DES PROJECTEURS	
06•	Devises	P12
	TURBULENCES SUR LE MARCHÉ DES CHANGES	
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

## LE POISON DE LA REMONTÉE DES TAUX : RETOUR DE L'EFFET DOMINO ?

« Les hommes n'acceptent le changement que dans la nécessité et ils ne voient la nécessité que dans la crise », Jean Monnet, Mémoires (1976).



Vincent MANUEL  
Chief Investment Officer

Chère lectrice, Cher lecteur,

Une crise économique peut cacher une crise financière. Alors que tous les yeux étaient rivés sur la trajectoire d'inflation et le risque de récession, la remontée des taux semble jouer le rôle d'un poison lent et silencieux qui continue de se diffuser dans le bilan des acteurs financiers. Jusqu'au jour où les craquements trop bruyants ramènent les banquiers centraux à leur rôle de réassureurs du système.

Les fonds de pension britanniques ont dû être soulagés en voyant le taux à 30 ans rebaisser après le changement de ministre des finances et l'abandon du projet fiscal non soutenable du gouvernement, mais il s'en est probablement fallu de peu pour qu'on vive un choc d'ampleur.

Ce scénario aurait pu en effet marquer le retour de l'effet domino : face à des appels de marge massifs continuant de creuser, les fonds de pensions se retrouvaient en situation d'illiquidité les conduisant à vendre en catastrophe une grande variété de titres –c'est en partie ce qui s'est produit–, transformant un choc de taux en panique financière, et transmettant ce risque à leurs contreparties de marché. Ajoutons à cela la situation des fonds immobiliers anglais qui ne sont donc pas en capacité de faire face aux demandes de rachat, et suspendent leur cotation. Ceci constituait le cocktail d'une crise financière qui nous remet en mémoire la crise des fonds monétaires dynamiques de l'été 2007.

Que peut-on retirer de cette séquence récente en forme d'avertissement? D'abord le fait que chaque changement de régime révèle les faiblesses du régime précédent. Ce dernier était caractérisé par la recherche de rendement « quoi qu'il en coûte » et la difficulté à accepter un ajustement à la baisse des espérances de rendement, face aux taux bas et à l'inflation nulle. La remontée brutale des taux piège tous les acteurs ayant accumulé un levier important ou ayant renoncé à la liquidité de manière inconsidérée.

Ensuite que chaque régime de marché s'accompagne aussi d'un système de pensée et de croyance. Une des croyances ancrées dans le régime précédent était le soutien sans faille des banques centrales auprès des acteurs privés et

gouvernementaux. Une autre de ces croyances résidait dans l'idée que les banques centrales rendaient les dettes soutenables, dettes dont les investisseurs institutionnels demeureraient des acteurs forcés. Or, les banquiers centraux demeurent focalisés sur la lutte contre l'inflation et leur crédibilité (et celle de la monnaie) implique de ne pas céder facilement face à des gouvernements tentés de manier le levier fiscal avec l'aide de la politique monétaire. Mais les risques macro-financiers peuvent vite remettre cela en cause et ramener les banques centrales dans leur rôle de pompier général.

Par conséquent, à chaque amorce de crise financière renait l'espoir que les autorités monétaires viendront payer l'addition et panser les plaies des acteurs blessés, et que les institutions internationales viendront au chevet des plus fragiles. C'est l'espoir caché du marché : que la crise devienne si grave qu'elle conduise la Réserve Fédérale (Fed) à pivoter. C'est faire peu de cas de la posture d'une banque centrale dont la crédibilité a été mise en jeu, et qui est d'autant plus résolue que le plein emploi et l'inflation ne faiblissent pas.

Chaque crise est en général une phase de capitulation offrant des opportunités d'investissement exceptionnelles, quand le pessimisme extrême conduit à des valorisations irrationnellement basses. Ce point n'est peut-être pas encore là mais probablement devant nous. Un enseignement des crises précédentes sur ce point ; elles ressemblent parfois à des chocs sismiques, avec des chocs répétés et secousses successives. 1992 avant 1993. Le Mexique avant l'Asie. Bear Stearns avant Lehman. Et les sorties de crise sans purge ou refonte du système sont parfois de courte durée.

Une manière de suggérer qu'il vaut peut-être mieux vendre le rebond du soulagement que de croire trop vite à un rebond de fin d'année qui n'est pas encore gagné, malgré des opportunités criantes. Il faut décidément faire preuve de beaucoup de résilience et de patience dans cette année si difficile, mais qui cèdera peut-être la place à une année très positive sur les actifs de rendement.

Bonne lecture et bel automne à tous.

## LE BRÉSIL ÉCHAPPERA-T-IL AU RALENTISSEMENT MACROÉCONOMIQUE MONDIAL ?

Adrien ROURE  
Investment Strategy  
Analyst

Alors que le FMI abaisse ses prévisions de croissance dans le monde entier, les projections concernant le Brésil pour 2022 ont été relevées, au cours des six derniers mois, de 2 points de pourcentage à 2,8 %. Cependant, il ne fait aucun doute que l'économie brésilienne décélérera l'année prochaine. Si ce contexte et la prochaine élection présidentielle affaiblissent la visibilité à court terme, les actifs brésiliens offrent toujours des opportunités d'investissement, notamment dans l'univers obligataire.

### L'ÉCONOMIE BRÉSILIENNE A ENREGISTRÉ DE BONNES PERFORMANCES...

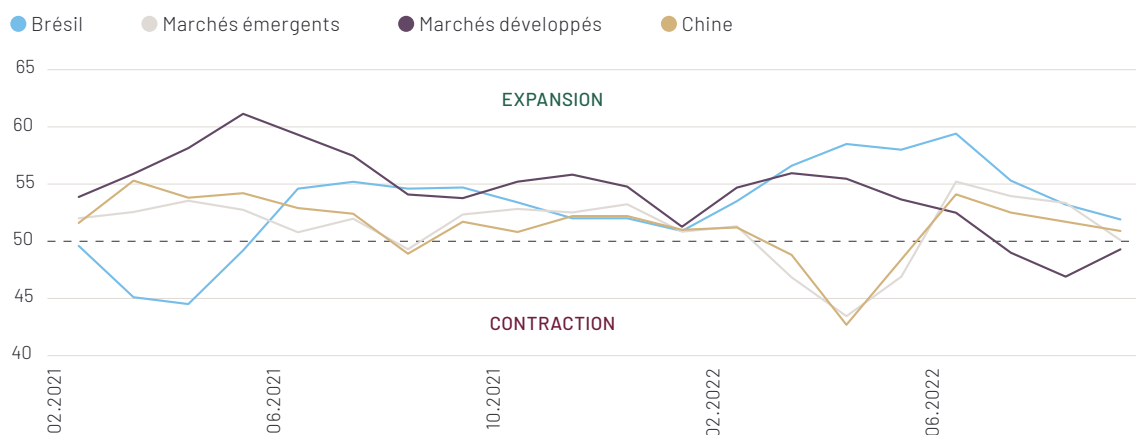
Plusieurs facteurs sont susceptibles d'expliquer la bonne tenue de l'économie brésilienne au premier semestre 2022. Le Brésil est relativement isolé de la crise géopolitique en Europe occidentale. Étant l'un des principaux exportateurs de matières premières, le Brésil a même bénéficié de la hausse des prix de l'énergie – notamment du pétrole – et des produits agricoles. Combinée à des termes de l'échange favorables, cette situation s'est traduite par une nette amélioration de la balance commerciale et de l'excédent budgétaire primaire<sup>1</sup> (proche de 2 % du PIB en août), grâce à l'augmentation des rentrées fiscales et des redevances pétrolières. Soutenue par les efforts de relance croissants du plan *Auxilio Brasil* et les réductions d'impôts qui ont protégé les consommateurs contre une forte inflation, la consommation des ménages, qui représente plus de 60 % du PIB, a également bien résisté.

Enfin, la résilience du marché du travail a été un facteur de soutien : la création d'emplois dans les services et la construction a permis au chômage de passer sous la barre des 10 % (soit son plus bas niveau depuis janvier 2016).

### ... MAIS NE DEVRAIT PAS ÉCHAPPER AU RALENTISSEMENT MONDIAL

Malgré ce tableau idyllique, les indicateurs économiques avancés annoncent un ralentissement à venir de l'activité économique. L'indice composite des directeurs des achats reste en territoire d'expansion (graphique 1), mais a ralenti de 59 points en juin à 52 en septembre. S'il est difficile d'envisager un arrêt total du soutien budgétaire dans le sillage de l'élection présidentielle, la demande devrait ralentir. Bientôt affectés simultanément par l'érosion de leur épargne de précaution et par la hausse des taux d'intérêt, les ménages seront contraints de réduire leur endettement, qui a atteint un pic historique – 53 % du PIB – au mois de juillet.

GRAPHIQUE 1 : APRÈS UN PREMIER SEMESTRE 2022 ÉPOUSTOUFLANT, LES INDICATEURS ÉCONOMIQUES AVANÇÉS MONTRENT UN TASSEMENT, POINTS



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

1 - Solde budgétaire hors paiement des intérêts de la dette publique.

En outre, la contribution des exportations à la croissance est vouée à diminuer. Bien que la part des exportations dans le PIB du Brésil (20 %) soit inférieure à la moyenne mondiale (43 %), l'économie brésilienne reste sensible à l'évolution du commerce mondial et en particulier à l'activité économique en Chine, pays qui représente à lui seul un tiers des exportations brésiliennes. La stratégie « zéro COVID » et le ralentissement du secteur immobilier chinois représentent un risque baissier pour le Brésil car ils réduisent la demande de métaux industriels et de pétrole. Il existe toutefois certains facteurs favorables, comme la volonté de l'OPEP+ de fixer un plancher implicite aux prix du pétrole, tandis que le Brésil pourrait être considéré comme une alternative à l'Ukraine pour la production de matières premières agricoles et permettre à la Chine de réduire sa dépendance vis-à-vis des États-Unis. Au vu de ces facteurs, nous estimons que la croissance du PIB atteindra 1,4 % l'année prochaine.



## LA COURBE DES TAUX brésiliens offre un PORTAGE AVANTAGEUX

### BCB : UN MODÈLE DANS LA LUTTE CONTRE L'INFLATION ?

L'inflation globale au Brésil a dépassé son pic et se situe maintenant à 7,2 % en glissement annuel (après avoir culminé à 12 % en avril), tandis que l'inflation de base a également commencé à baisser, passant de 9,7 % il y a trois mois à 8,6 % en septembre. Si ces chiffres, artificiellement déflatés par les réductions d'impôts et les subventions, restent loin de la cible des autorités monétaires, ils ont permis à la Banco Central do Brazil (BCB) de mettre fin au cycle de hausse des taux le plus précoce et le plus sévère parmi les grandes économies.

La banque centrale devrait maintenant rester sur une position attentiste pendant un certain temps, mais le marché anticipe déjà des baisses de taux l'an prochain et le rendement du 2 ans est passé de 14 % à 12,2 % au cours du dernier trimestre. Jusqu'à présent, le Brésil a été un modèle en matière de *policy mix* et de gestion de l'inflation. Une baisse des taux directeurs (Selic) en 2023 serait opportune dans le contexte d'un ralentissement de l'économie et d'une diminution du soutien budgétaire.

### QUELLES SONT LES PRINCIPALES CONCLUSIONS POUR LES INVESTISSEURS ?

En ce qui concerne les prochaines élections, si le candidat de gauche Lula da Silva – considéré comme le plus susceptible de faire dérailler la politique budgétaire – arrivait en tête, les élections législatives ont renforcé le poids des partis libéraux et centristes au Parlement, ce qui réduit le risque de dérapage en imposant des compromis.

Si le risque de dérapage fiscal a ainsi diminué, il n'a pas pour autant disparu, indépendamment du résultat des élections. En effet, les deux candidats plaident en faveur d'une modification ou d'une suppression du plafond qui limite la croissance des dépenses publiques à l'inflation de l'année précédente. Il n'est donc pas impossible que le ratio dette/PIB (90 % au pic de la pandémie, contre 77 % aujourd'hui) augmente à nouveau.

Avec ces risques en tête, la courbe des taux brésiliens demeure néanmoins relativement attrayante : des taux réels positifs, un portage avantageux et de probables baisses de taux à venir, ce qui fait du Brésil l'un des seuls pays où avoir de la durée l'un des seuls pays où avoir de la durée s'avère intéressant. Pour les investisseurs en dollars, accroître les positions en dette locale permet également de diversifier son exposition en devises et de parier sur un « retour à la moyenne » du billet vert en 2023/2024 (bien que ces positions soient vulnérables au risque politique et aux baisses de taux). En outre, si la dette extérieure du Brésil atteint 40 %, les non-résidents ne détiennent que 4 % des emprunts d'État, ce qui limite le risque d'une correction majeure en cas de fuite des investisseurs étrangers.

Après une année faste marquée par une croissance à deux chiffres des bénéfices, la valorisation des actions semble bon marché, d'autant que les prévisions des analystes intègrent déjà une baisse de 11 % des bénéfices par action (BPA) l'année prochaine. Les actions brésiliennes offrent une option intéressante pour les investisseurs souhaitant se couvrir contre un scénario de stagflation persistante associée à des prix des matières premières élevés. Toutefois, plusieurs facteurs de risque doivent être pris en compte, tant du point de vue cyclique (dépendance à l'égard des perspectives des matières premières, possibilité que les résultats de l'élection soient déjà intégrés dans les prix) que du point de vue structurel (capacité du Brésil à engager des réformes, visant notamment à la simplification de la fiscalité des entreprises).

# RÉVISION DU PIB À LA BAISSSE ET DE L'INFLATION À LA HAUSSE

Bénédicte KUKLA  
Senior Investment  
Officer

Nous traversons actuellement un contexte macroéconomique difficile, alors que les prévisions de croissance ont été abaissées presque partout, notamment pour 2023. Malgré ce ralentissement cyclique, l'inflation persiste. Tout n'est pas sombre, car des pays comme le Brésil et l'Inde maintiennent une trajectoire positive, mais la croissance du PIB mondial sera inférieure à 3 % en 2023.

### ÉTATS-UNIS : UNE CROISSANCE MÉDIOCRE DEVRAIT FREINER L'INFLATION

Malgré deux trimestres de croissance négative, nous anticipons un rebond du PIB américain au troisième trimestre 2022, sous-tendu par la volatilité des stocks, une meilleure balance commerciale et des dépenses de consommation personnelle résilientes, favorisées par un marché de l'emploi, des achats à crédit et une épargne toujours favorables. En 2023, ces béquilles seront toutefois progressivement retirées aux consommateurs américains. Avec des taux hypothécaires approchant 7 %, le secteur immobilier – un indicateur avancé du cycle économique américain – commence à refléter l'impact des hausses de taux de la Fed. Les ventes de logements sont en baisse de 20 % en glissement annuel (GA) et continueront à baisser.

Fait encourageant, l'inflation a reflué pour le deuxième mois consécutif aux États-Unis (à 8,2 % en glissement annuel en septembre), mais l'inflation de base (hors prix de l'alimentation et de l'énergie), soutenue par les prix des logements, a encore augmenté (6,6 % en glissement annuel).

Alors que les prix de l'immobilier n'ont commencé à baisser qu'en juin (avant un recul de 21 % en glissement annuel en juillet), leur impact sur la composante de l'inflation liée aux prix du logement est décalé de plus d'un an. Cette « rigidité » des prix explique en partie la hausse des prévisions d'inflation à 12 mois des consommateurs observée en octobre. Il est trop tôt pour écarter l'hypothèse d'une spirale salaires/prix prolongée, même si l'inflation totale a atteint un pic au troisième trimestre.

L'économie américaine se dirige vers une croissance inférieure à la normale (moins de 1 % en 2023), ce qui devrait contribuer à modérer l'inflation, tout comme l'autonomie énergétique et la disparition progressive des goulets d'étranglement de l'offre. Le marché de l'emploi américain commence à montrer des signes de faiblesse : le ratio emplois vacants/chômeurs – surveillé de près par la Fed pour évaluer les tensions sur le marché du travail – est tombé à 1,67 (1,67 offre d'emploi pour chaque travailleur disponible). La croissance des salaires a peut-être atteint un sommet en septembre (6,3 % en glissement annuel), mais elle reste généralisée sur un marché du travail encore robuste.

### ZONE EURO : LE RISQUE LIÉ À L'EXPÉRIENCE BRITANNIQUE PERSISTE

En zone euro, la production industrielle a dépassé les attentes (hausse de 1,5 % en variation mensuelle (VM) en août), grâce à une atténuation des contraintes d'offre dans les secteurs automobiles français et espagnol et à une saison touristique exceptionnelle, deux éléments qui impliquent un risque haussier pour le PIB du troisième trimestre. L'inflation globale (10,1 %) est désormais supérieure à celle des États-Unis, tandis que l'inflation de base (hors prix des denrées alimentaires et de l'énergie) atteint désormais 4,8 % (GA). Les prix à la production progressent de 45 % (GA) en zone euro (10 % aux États-Unis), ce qui pèse sur la compétitivité des entreprises, un facteur à peine atténué par la faiblesse de la paire EUR/USD.



AUX ÉTATS-UNIS,  
les taux  
hypothécaires  
approchent

7 %

En ce qui concerne l'Europe, la crise énergétique et la coordination des politiques sont les principaux facteurs de risque. Comme l'illustre la situation au Royaume-Uni, les aides publiques peuvent compromettre la lutte des banques centrales contre l'inflation et la viabilité des ratios d'endettement public. Dans cette perspective, le nouveau bouclier budgétaire allemand – une enveloppe de 200 milliards d'euros (5 % du PIB) – constitue une mesure audacieuse. La combinaison des mesures de la Commission européenne visant à plafonner les prix du gaz et de l'électricité et de cet effort budgétaire, qui limitera l'impact de la crise énergétique sur le pouvoir d'achat (graphique 2), nous incite à relever nos prévisions (inférieures au consensus) pour 2023. Cependant, la taille du plan de relance allemand met en évidence le fossé qui sépare les politiques des États membres les plus riches de celles des acteurs les plus endettés. En outre, la zone euro aborde une longue bataille pour l'énergie, les risques menaçant la sécurité de l'approvisionnement étant désormais plus élevés pour l'hiver 2023/2024 que pour l'hiver 2022/2023. Enfin, les stocks de gaz sont actuellement reconstitués à 92 %, mais la dépendance à l'égard de l'approvisionnement en gaz naturel liquéfié (GNL) en provenance des États-Unis (50 % des importations totales de GNL au premier trimestre) sera déterminante à l'avenir, et devra être surveillée après les élections américaines de mi-mandat prévues en novembre.

## CHINE : LA LENTEUR EST DE MISE

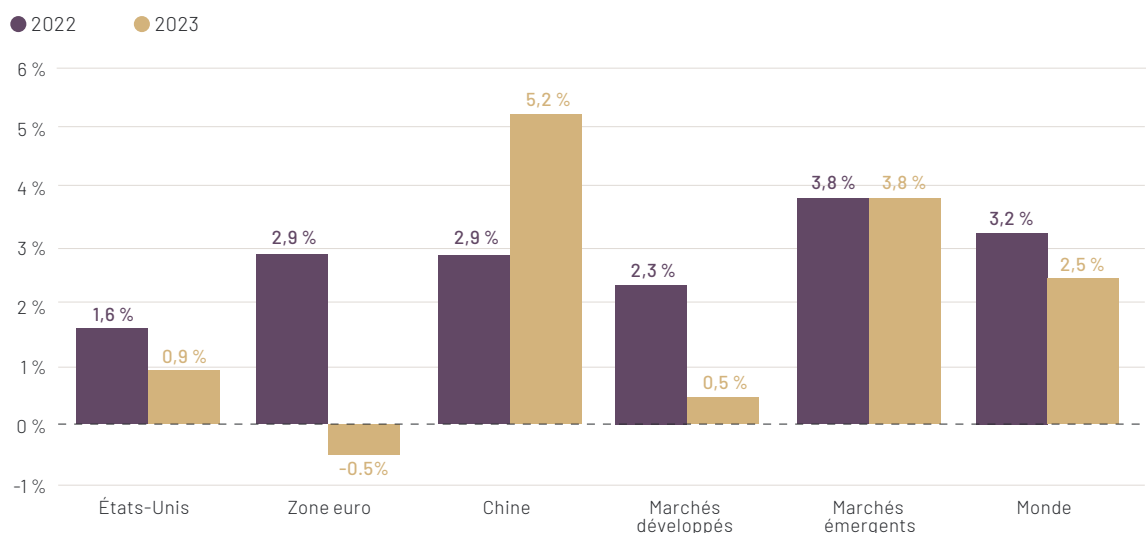
Le gouvernement n'a pas donné de signal clair quant à l'assouplissement éventuel de sa politique « zéro COVID », qui continue d'empêcher tout rétablissement de l'économie chinoise. Par ailleurs, le processus de désendettement en cours – provoqué par la dette excessive des entreprises et le ralentissement du marché immobilier – complique la capacité des politiques budgétaires et monétaires à relancer la consommation. Les ventes de détail ont ainsi diminué de 0,5 % sur un an en août. Les mesures ciblées visant à rassurer les ménages sur le marché du logement n'ont pas encore porté leurs fruits, tandis que le report de la publication du PIB du troisième trimestre à la semaine du Congrès national (mi-octobre) a pesé sur la confiance. Les investissements dans les infrastructures devraient redémarrer plus nettement au quatrième trimestre et au premier trimestre 2023 avec la montée en puissance des mesures récentes, mais notre scénario de croissance comporte de nombreuses incertitudes. Si les risques sont orientés à la baisse à moyen terme, nous pourrions néanmoins assister à une libération de la demande refoulée, en cas de changement de politique visant à accélérer la réouverture.

Dans l'ensemble, la croissance du PIB mondial sera inférieure à 3 % en 2023. Dans ce contexte, les prix des denrées alimentaires et des métaux sont modérés, mais les prix du pétrole devraient rester élevés, l'OPEP renforçant les réductions de l'offre pour maintenir les cours au-dessus de 90 USD/baril.



## LA ZONE EURO s'apprête à livrer une longue BATAILLE POUR L'ÉNERGIE

GRAPHIQUE 2 : ACTUALISATION DES PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB POUR 2022 ET 2023, %



Sources : Amundi, Indosuez Wealth Management.

## CRISE DES FONDS DE PENSION BRITANNIQUES : UN NOUVEAU TEST POUR LA CRÉDIBILITÉ DES BANQUES CENTRALES

Thomas GIQUEL  
Head of Fixed Income

With the contribution  
of the Fixed Income Team



Alors qu'on  
parlait avec  
optimisme sur des  
**HAUSSES  
DE TAUX  
ORDONNÉES...**

**...LA LIQUIDITÉ**  
se tarit désormais  
même sur le  
marché des bons  
du **TRESOR  
AMÉRICAIN**

Le rendement du Gilt britannique à 30 ans a plus que doublé en quelques semaines, atteignant presque 5 % à la fin septembre. Cette envolée a créé une mini-crise pour les fonds de pension, contraints de fournir du collatéral pour les produits dérivés négociés avec les banques jouant le rôle de contreparties. La Banque d'Angleterre est intervenue fin septembre pour éviter que la crise des fonds de pension ne s'étende au secteur bancaire.

### BANQUES CENTRALES ET COURBES DE TAUX

Les banquiers centraux sont toujours tentés par un resserrement excessif. On sait pourtant qu'un resserrement en période de ralentissement, voire de récession, est la meilleure manière de provoquer un désastre. Mais le président de la Fed Jerome Powell, le gouverneur de la Banque d'Angleterre Andrew Bailey et Isabel Schnabel, membre du conseil d'administration de la Banque centrale européenne (BCE), semblent convaincus qu'une récession à court terme est préférable à un environnement inflationniste prolongé.

Pour l'instant, le positionnement agressif fait l'unanimité au sein de la Fed. Les hausses répétées de 75 pb ne constituent donc pas une surprise ; le resserrement quantitatif est bien engagé et la liquidité du dollar se tarit, un mouvement renforcé par les besoins de financement du Trésor américain (graphique 3). Le consensus est plus fragile au sein du conseil d'administration de la BCE. Les « faucons » ont la main et poussent à un resserrement quantitatif, tout en appelant à

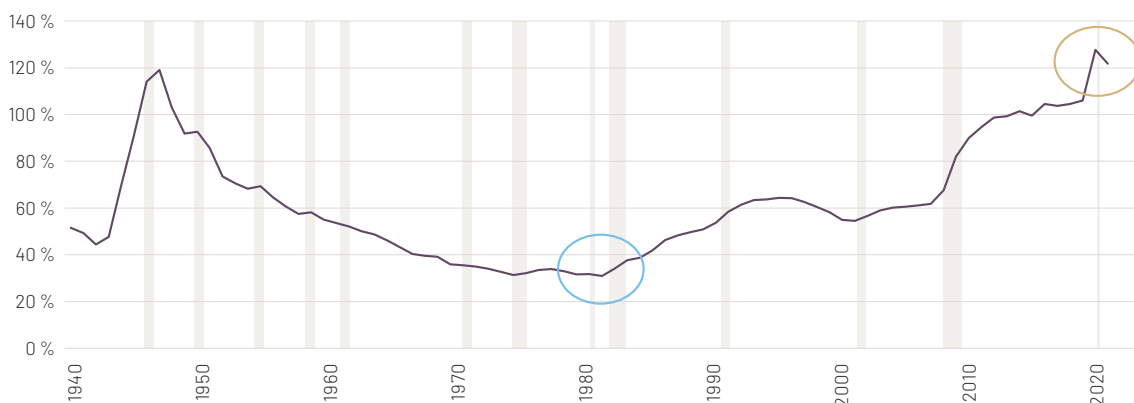
relever drastiquement les taux directeurs (pour les porter à 2 % au cours des deux prochaines réunions, avant de viser 3 % l'année prochaine). Les « colombes » pourraient toutefois commencer à se faire entendre en fin d'année, à mesure que la croissance ralentit.

Les actions récentes de la Banque d'Angleterre ont été essentielles pour maintenir la crédibilité des banques centrales, tant sur les taux que sur la monnaie. En effet, la Banque d'Angleterre a joué son rôle de prêteur en dernier ressort pour empêcher la formation d'un cercle vicieux fin septembre, en proposant d'acheter des quantités illimitées de Gilt aux acteurs contraints de céder leurs positions.

Cette intervention revenait à couper la transmission au système bancaire des problèmes posés par les appels de marge significatifs auxquels les fonds de pension ont dû faire face. L'institution confirme maintenant qu'elle vendra une partie de son portefeuille obligataire à partir du 1<sup>er</sup> novembre.

### GRAPHIQUE 3 : RATIO DETTE FÉDÉRALE/PIB AUX ÉTATS-UNIS

- Dans les années 1980 : Paul Volcker a fortement augmenté les taux réels dans un contexte de faible ratio dette/PIB
- Aujourd'hui : Jerome Powell doit gérer des taux réels positifs dans un contexte de ratio dette/PIB élevé pour freiner l'inflation



Remarque : le gouvernement a besoin d'une croissance nominale pour i) réduire la dette et ii) faire face à une lente érosion de l'épargne afin d'éviter une révolte des épargnants !

Sources : OMB, St. Louis Fed, Indosuez Wealth Management.



Aux États-Unis, le taux des Fonds Fédéraux est susceptible de se stabiliser sur un plateau et devrait rester élevé un certain temps. Parallèlement, les courbes de taux seront plates et inversées pendant plus longtemps. La BCE pourrait être tentée de procéder à des hausses agressives, mais c'est peu probable à court terme, car les mesures récentes ont plutôt renforcé l'excès de liquidités au sein de la zone euro.

Sur le front de l'inflation, si l'inflation de base et l'inflation des services sont toujours en hausse, l'inflation globale pourrait s'atténuer en raison d'effets de base. En ce qui concerne les anticipations des marchés, les points morts d'inflation pourraient être mal valorisés sur la partie très courte de la courbe, en raison des rigidités touchant de nombreux domaines.

## MARCHÉS DE CRÉDIT

Au fil du temps, les niveaux de coupon augmenteront progressivement. Compte tenu des profils de maturité des marchés IG, il faudra cependant plusieurs années avant que l'on retrouve les niveaux antérieurs à l'assouplissement quantitatif. Les *spreads* des obligations *investment grade* se négocient au-dessus des niveaux correspondant à la volatilité des taux. Les obligations d'entreprises de qualité semblent attrayantes, mais la fin de l'année sera dominée par l'incertitude en raison de la volatilité des taux et/ou des risques de liquidité.

Nous restons convaincus que les marchés *high yield* (HY) ne sont pas en phase avec la volatilité et les facteurs techniques (liquidité, coût de refinancement, risques idiosyncratiques). Sur le plan des fondamentaux, les agences de notation n'ont pas encore réagi, les perspectives générales demeurant positives. Les investisseurs doivent néanmoins rester attentifs à une éventuelle réévaluation du risque par les agences si les données remontées par les enquêtes économiques (PMI, confiance des consommateurs, etc.) continuent à se détériorer.

La dette subordonnée est dans l'œil du cyclone, car le marché anticipe globalement un exercice à la première date de rachat. Cela crée des opportunités, car certains émetteurs – identifiés comme plus favorables aux investisseurs – utilisent des moyens différents pour rembourser, au moins partiellement, ces derniers. Au-delà des difficultés induites par les dislocations des marchés internationaux, ce segment pourrait être un moteur de performance pour l'année prochaine.

## ANALYSE DES FONDAMENTAUX DES BANQUES

Les banques étant en première ligne en matière de risque, les analystes crédit d'Indosuez ont examiné le dernier [Tableau de bord trimestriel des risques](#)<sup>2</sup> de l'Autorité bancaire européenne (ABE), qui fournit une image consolidée du système bancaire de l'UE à la fin juin 2022. En résumé, les fonds propres restent élevés (15 %). On observe des signes précoces de détérioration de la qualité des actifs, mais les coussins de liquidité reflètent une liquidité abondante.

La rentabilité reste solide, avec un rendement des capitaux propres (RCP) de 7,9 % au deuxième trimestre (6,7 % au premier trimestre), grâce à la hausse des taux, à la maîtrise des coûts et à la baisse des dépréciations.

Que peut-on attendre pour les 12 à 18 prochains mois ? Un ralentissement de la croissance des prêts ayant un impact négatif sur les revenus, une détérioration de la qualité des actifs liée à l'augmentation des défaillances d'entreprises, et une hausse du coût de la vie pour les emprunteurs particuliers. Ces évolutions entraîneront une hausse des provisions, qui affectera les résultats. Dans le même temps, les conditions de financement devraient devenir plus difficiles, avec une augmentation des coûts de financement de gros, tandis que la position de fonds propres devrait se dégrader légèrement. Nous identifions trois lignes de défense pour les détenteurs d'obligations bancaires :

- Les bénéficiaires : les revenus avant provisions seront soutenus par l'environnement de taux plus élevés.
- Les provisions : les provisions pour pertes sur prêts constituées lors de la crise du COVID-19 demeurent.
- Les fonds propres excédentaires.

Dans la mesure où les marchés anticipent une Fed excessivement agressive jusqu'en 2023, nous privilégions les obligations américaines à 2 ans. En Europe, nous restons prudents sur les taux car la volatilité nuit à la visibilité. Néanmoins, les marchés du crédit de qualité à court terme constituent une opportunité qui ne se présente qu'une fois par décennie, avec des taux supérieurs à 5 % au moment où nous écrivons ces lignes.

2 - <https://www.eba.europa.eu/eba-risk-dashboard-shows-capital-ratios-remained-broadly-stable-and-liquidity-ratios-declined>

## LA SAISON DE PUBLICATION DES RÉSULTATS SOUS LE FEU DES PROJECTEURS

Nicolas GAZIN  
Global Head of Equity  
Solutions

Laura CORRIERAS  
Equity Portfolio  
Manager

Les politiques des banques centrales restent la principale préoccupation des investisseurs, alors que la résilience des fondamentaux macroéconomiques éloigne l'espoir d'une fin prochaine du cycle de resserrement de la Fed. Sur le plan microéconomique, les révisions de bénéfices ont commencé à s'infléchir. Nous estimons néanmoins que la saison à venir pourrait être meilleure que prévu, notamment au vu des bons ratios de préannonces des entreprises.



LA CROISSANCE  
DES BPA  
ATTENDUE À  
**+8,4 %**  
en 2022 et  
**+6 %**  
en 2023

### SAISON DE PUBLICATION DES RÉSULTATS

La saison de publication des résultats suscite une grande nervosité chez les investisseurs. Les prévisions de bénéfices restent solides, avec une croissance des BPA de l'indice MSCI World attendue à +8,4 % pour 2022 et +6 % pour 2023. Mais à l'approche de la fin 2022, les prévisions de croissance trimestrielle des BPA pour 2023 sont parfois revues à la baisse, notamment aux États-Unis où le recul atteint -3,6 % pour l'indice MSCI USA. En Asie (ex. Japon), cette baisse atteint -10,5 % pour l'année 2023. Cependant, l'impact positif de l'évolution des taux de change se traduit par une croissance des BPA plus résiliente en Europe et au Royaume-Uni.

Dans ce contexte, la saison de publication des résultats du troisième trimestre 2022 fournira un éclairage sur la capacité des entreprises à maintenir leurs marges dans un contexte d'inflation élevée et d'inquiétudes concernant les prix des matières premières et le coût de la main-d'œuvre – les prévisions des entreprises feront l'objet d'une attention particulière. À en juger par les ratios de préannonces des entreprises, globalement solides (graphique 4), cette saison pourrait s'avérer moins mauvaise qu'anticipé.

### ÉTATS-UNIS

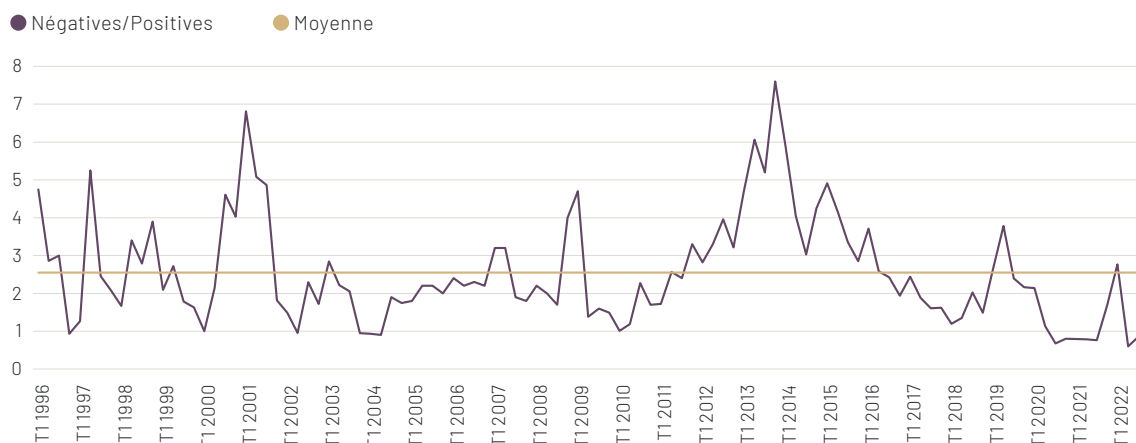
Les marchés boursiers américains restent focalisés sur les décisions de la Fed et l'évolution des rendements réels. Dans ce contexte d'inquiétude, les ratios cours/chiffre d'affaires sont relativement bas dans certains secteurs tels que la technologie.

Au plan microéconomique, les entreprises américaines affrontent des vents contraires. D'une part, les prix de la plupart des matières premières ont chuté au cours des six derniers mois en dollars ; d'autre part, les entreprises exportatrices, qui réalisent une part importante de leurs ventes à l'étranger, pourraient être affectées par le renforcement du dollar par rapport aux autres devises. Enfin, le recul du pouvoir d'achat des consommateurs devrait peser sur la demande intérieure.

Cet environnement incertain rend les investisseurs pessimistes et l'indice *Bull-Bear*, qui se situe à son plus bas niveau depuis février 2009, est désormais proche du plancher atteint pendant la crise financière de 2007-2009.

Ce pessimisme marqué, couplé à une saisonnalité plutôt favorable (d'autant que nous sommes dans une année d'élections de mi-mandat), pourrait être propice à une correction haussière.

GRAPHIQUE 4 : RATIO DE PRÉANNONCES NÉGATIVES/POSITIVES DE L'INDICE S&P 500



Le ratio de préannonces négatives/positives de l'indice S&P 500 (données des entreprises) est à son plus bas niveau, ce qui est encourageant – cela signifie qu'il y a plus de révisions à la hausse que de révisions à la baisse.  
Sources : Citi Group, Indosuez Wealth Management.



## EUROPE

L'actualité est relativement positive sur le front de l'énergie : les capacités de gaz en Europe ont été entièrement reconstituées pour l'hiver prochain et les États-Unis ont accéléré la mise sur le marché d'une partie de leurs réserves stratégiques de pétrole, ce qui a détendu les prix de l'énergie.

Les marchés européens affichent toujours une décote record, notamment par rapport aux États-Unis. Les investisseurs ont anticipé un ralentissement significatif, qui n'apparaît pas dans les chiffres des entreprises. Une correction haussière n'est donc pas à exclure, même s'il convient de rappeler que les fondamentaux semblent inchangés et justifient un positionnement toujours prudent.

En outre, le sentiment des investisseurs demeure baissier, notamment en raison du risque géopolitique en Europe.

La situation au Royaume-Uni est particulièrement préoccupante : le niveau élevé des taux d'intérêt pèse sur les ménages, principalement par le biais des prêts hypothécaires, mais aussi sur les entreprises via les rendements obligataires et les taux des prêts bancaires. De plus, l'inflation atteint des records et le contexte politique n'est guère rassurant.

## MARCHÉS ÉMERGENTS

Le Congrès du Parti communiste chinois (PCC) (en cours au moment où nous écrivons ces lignes) s'est avéré globalement neutre, avec quelques points positifs (développement économique et mondialisation/multilatéralisme), quelques points neutres (gestion de l'épidémie de COVID-19, question de Taïwan) et quelques points négatifs (accent mis sur la sécurité nationale). Toutefois, un assouplissement progressif des mesures liées à la COVID-19 et un effort de relance davantage marqué représente un risque haussier pour les marchés actions chinois.

Les multiples de valorisations des actions de certains pays d'Asie sont désormais attractifs, mais la dynamique des bénéficiaires doit encore s'améliorer, tandis que le sentiment général reste négatif à l'égard des marchés émergents. Nous privilégions une approche différenciée en termes d'allocation pays : opinion constructive sur la Chine, l'Indonésie, l'Inde et l'Australie, opinion neutre sur la Corée du Sud et les Philippines, sous-pondération de Taïwan et du reste de l'ASEAN. Voir la section Focus sur l'Amérique latine (page 4).

## STYLES D'INVESTISSEMENT

La hausse des rendements réels a encore pesé sur les prix des valeurs de qualité chèrement valorisées. Dans le même temps, nous pensons que la saison de publication des résultats sera axée sur le pouvoir de fixation des prix et les marges, ce qui devrait soutenir les valeurs de qualité, notamment dans le contexte actuel de forte volatilité. Pour ce style, une éventuelle inflexion des taux à long terme changerait la donne. Avec un rendement à 10 ans proche de 4 % aux États-Unis, nous devrions bientôt quitter la zone de turbulences. Il est trop tôt pour reprendre position sur les valeurs à forte croissance. Nos styles préférés restent donc la qualité (qualité à un prix raisonnable, QARP) et le rendement pour l'actionnaire. Nous conservons une exposition opportuniste au segment *value* – notamment via le secteur de l'énergie – tant que les taux d'intérêt sont orientés à la hausse. À cet égard, il convient de noter que les valeurs de rendement se négocient toujours avec une décote historique par rapport aux valeurs de croissance. Selon notre modélisation des cycles, le style *value* peut s'avérer performant dans les phases de ralentissement économique associées à une inflation élevée.

Muriel ABOUD  
SCHIRMANN  
Head of Capital Markets  
Advisory

Davis HALL  
Head of Capital Markets,  
Asia

Le mois d'octobre a été marqué par la panique provoquée par l'annonce du budget britannique, la livre sterling ayant été la devise la plus volatile. Tous les regards sont encore tournés vers l'inflation, la crise énergétique qui fragilise les balances commerciales de nombreux pays, la normalisation monétaire américaine et la forte divergence entre les banques centrales, qui déstabilise le marché des changes (graphique 5).

## USD

### Difficile d'affronter la Fed

Les acteurs du marché ont cédé à la dynamique du billet vert, malgré le gonflement des déficits jumeaux. Relativement ignorée, la toile de fond macroéconomique est loin d'être rose, car les signes de récession se multiplient pour 2023, tandis que le FOMC conserve une politique agressive. Les espoirs d'une inflexion de Jerome Powell dès 2022 se sont estompés et le marché est désormais guidé par la hausse constante des taux et des *spreads* par rapport aux autres devises. Ce scénario évoquant des « appels de marge liés à la rareté » du dollar pourrait rester en place jusqu'à la fin de l'année, avant que les autres banques centrales rattrapent leur retard en matière de hausse des taux. D'ici là, prendre position contre le dollar nécessite un immense courage.

## EUR

### Pas de nouvelles, bonnes nouvelles ?

L'euro a été relativement stable en octobre, alors que le dollar a fait une pause dans son ascension. La crise énergétique de l'Europe n'étant toujours pas résolue et la guerre entre l'Ukraine et la Russie faisant toujours rage, rien ne permet d'anticiper, à ce stade, un coup d'arrêt dans la tendance baissière par rapport au dollar. D'un point de vue technique, la correction entamée depuis le plancher de la fin septembre pourrait se poursuivre, mais l'euro aura besoin de nouveaux catalyseurs pour repasser au-dessus de la parité. Tous les yeux restent tournés vers la prochaine réunion de la BCE, qui devrait être l'occasion d'évoquer le début du resserrement quantitatif.



LA VOLATILITÉ  
du marché des  
changes bondit  
à son PLUS HAUT  
NIVEAU DEPUIS  
2020

GRAPHIQUE 5 : INDICE DE VOLATILITÉ DES DEVICES, CVIX



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## GBP

### Crise gouvernementale au Royaume-Uni

Ces dernières semaines ont été extrêmement volatiles pour la livre sterling. Alors qu'elle avait atteint un point bas de 1,0350 contre le dollar le 26 septembre, la livre a repris 11 % pour revenir à 1,1495 début octobre. Après plusieurs semaines d'agitation politique qui se sont soldées par le licenciement de Kwasi Kwarteng, Jeremy Hunt a été nommé chancelier de l'Échiquier par Liz Truss. Dès sa prise de fonction, il a annulé la plupart des mesures de relance prévues par son prédécesseur. Son programme est beaucoup plus conforme au resserrement monétaire de la Banque d'Angleterre. À court terme, la livre a nettement bénéficié de cette volte-face. Cependant, des faiblesses structurelles demeurent : inflation élevée, rendements plus importants aux États-Unis et crise énergétique en Europe. En outre, le gouvernement devra regagner la confiance des investisseurs avant que la devise se stabilise, ce qui pourrait prendre un certain temps. La livre sterling devrait donc rester sous pression au moins jusqu'à la fin de l'année.

## CHF

### Prolongation de la demande surprise de liquidités de la BNS

Le franc suisse est resté stable par rapport à ses pairs. En raison de marchés extrêmement tendus, la Banque nationale suisse (BNS) a toutefois dû utiliser sa ligne de swap de devises permanente auprès de la Fed. La BNS a recouru à cet instrument, souvent considéré comme un indicateur des tensions sur la liquidité, pour emprunter quelque 6 milliards USD à une semaine à un taux de 3,33 %. Les banques suisses locales semblent constituer des coussins de collatéral en prévision de la ruée vers le dollar en fin d'année – une autre indication de la persistance des « appels de marge » sur le billet vert par rapport à toutes les autres devises. Au vu de ses excellents fondamentaux de valeur refuge, nous conservons le franc suisse en portefeuille.

## YEN

### Haruhiko Kuroda persiste et signe

La sous-performance persistante du yen japonais semble quelque peu « tolérée » par la Banque du Japon, malgré une intervention unilatérale sur le marché des changes. Jusqu'à présent, la tendance à l'affaiblissement du yen n'a pas été inversée, mais simplement atténuée par des achats modérés de yens. Les autorités se sont vues contraintes de rejoindre les rangs des banques centrales asiatiques qui interviennent contre le dollar pour soutenir leur devise et freiner l'inflation importée.

Si le gouverneur de la Banque du Japon, Haruhiko Kuroda, aborde probablement les derniers mois de son mandat, il semble obstinément attaché aux achats d'obligations d'État (JGB) et aux mesures de contrôle de la courbe des taux. Tant que les rendements des JGB ne seront pas autorisés à revenir à leurs niveaux de marché, les écarts de taux d'intérêt pénaliseront le yen.

## AUD

### Numéro de funambule pour la RBA

La banque centrale d'Australie (RBA) a déçu les attentes du marché, qui tablait sur une nouvelle hausse des taux. Elle doit certes étouffer l'inflation importée, mais aussi s'attaquer à la bulle immobilière domestique et protéger les propriétaires menacés par la hausse rapide des taux d'emprunt variables. En outre, les craintes de ralentissement et le maintien de la politique « zéro COVID » en Chine ne parviennent pas à atténuer le pessimisme croissant quant à une éventuelle reprise de la demande chez le principal partenaire commercial du pays. En conséquence, le dollar australien n'a pas été en mesure de profiter de la « réouverture », alors que le dollar américain poursuit sa hausse sans répit. Nous maintenons une vision positive à moyen terme, mais il faudra construire une base plus robuste pour attirer des flux de diversification.

## 07 • Allocation d'actifs

# SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET CONVICTIONS D'ALLOCATION



Vincent MANUEL  
Chief Investment Officer



Inflation en 2023 :

4 %  
aux États-Unis et  
6 %  
en zone euro

### SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

- **Croissance** : récession en 2023 en Europe, stagnation aux États-Unis ou croissance très modérée ; croissance plus forte dans les pays émergents, mais risque à la baisse entourant la politique de relance de la Chine, dans un contexte de désendettement et de risque de trappe à liquidité.
- **Inflation** : l'inflation mondiale restera autour de 5 % en 2023 (4 % aux États-Unis et 6 % en zone euro).
- **Politique budgétaire** : très favorable d'un point de vue cyclique et social, mais risques croissants du point de vue de la soutenabilité de la dette.
- **Banques centrales** : concentrées sur l'inflation, à moins qu'une récession plus sévère que prévu ou des turbulences financières ne perturbent leur programme de resserrement monétaire. La divergence des politiques monétaires domine et contribue à la volatilité du marché des changes.
- **Bénéfices** : comme toute récession s'accompagne d'une certaine contraction des bénéfices, nous considérons l'avis du consensus comme un optimisme décalé et anticipons plutôt une contraction des BPA d'au moins 5 % l'année prochaine sur les marchés développés.
- **Volatilité** : comme prévu, la volatilité a augmenté cet automne après le rallye de l'été et touche désormais toutes les classes d'actifs – avec des zones de diversification limitées –, tout en offrant des opportunités d'investissement attrayantes dans les stratégies optionnelles.

### CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

#### ACTIONS

- Nous conservons une préférence pour les actions américaines et les thématiques mondiales, alors que l'Europe semble la région la plus vulnérable dans le contexte de la crise énergétique.
- La décote des actions européennes par rapport à leurs homologues américaines a néanmoins atteint un niveau record, tandis que les exportateurs européens devraient bénéficier d'un dollar fort.
- Nous adoptons donc une vision moins négative de l'Europe, en intégrant les mesures préventives qui pourraient limiter l'impact négatif du rationnement de l'énergie et se traduire par un risque haussier pour notre scénario de croissance.
- Au sein des marchés émergents, nous continuons de privilégier les actions asiatiques et soulignons la forte décote qui touche les actions chinoises, toutefois défavorisées par une visibilité très limitée ; une diversification accrue au sein des marchés émergents peut se justifier dans ce contexte.
- En termes de secteurs et de styles, nous visons un équilibre entre les entreprises de qualité, les modèles générateurs de trésorerie et de dividendes, et les valeurs de rendement bénéficiant de l'environnement de reflation.

## OBLIGATIONS

- Nous conservons l'approche adoptée ces deux derniers mois sur les obligations d'État : une stratégie de polarisation entre les échéances très courtes (qui intègrent les hausses de taux à venir) et la partie ultra-longue de la courbe (qui pourrait servir de couverture macroéconomique en cas de récession).
- Nous continuons de privilégier les obligations *investment grade* par rapport aux obligations HY, dont les *spreads* sont comparativement peu attrayants.
- Jugeant que les bilans des sociétés financières sont plutôt solides et que les entreprises industrielles endettées présentent davantage de risques, nous conservons toutefois une opinion relativement positive sur la dette financière.
- Nous restons relativement prudents sur la dette émergente en dollars et estimons que les obligations en devises locales représentent une diversification intéressante en 2023 pour les investisseurs en euros, malgré la forte volatilité associée à ces instruments.

## MARCHÉ DES CHANGES

- Le dollar américain semble cher et intègre déjà, selon nous, la longue liste des facteurs expliquant sa force : des taux d'intérêt plus élevés, une meilleure situation macroéconomique, une Fed plus crédible, des risques politiques moins importants et une couverture coûteuse.
- Cependant, nous identifions peu de catalyseurs susceptibles d'amener d'autres devises à rebondir contre le billet vert à très court terme, étant donné le niveau des incertitudes macroéconomiques et politiques au niveau mondial et l'affaiblissement des comptes courants dû aux prix de l'énergie en Europe. Il convient de souligner que la divergence des politiques pourrait conduire les principales devises asiatiques, notamment le yen et le yuan, à demeurer relativement faibles par rapport au dollar.
- Les tensions sur la liquidité nées de la situation au Royaume-Uni ont également contribué à la vigueur du dollar.
- Cette domination du dollar devrait s'estomper quand la Fed assouplira sa position, ou si les risques menaçant la zone euro et le Royaume-Uni diminuent.
- 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.

## 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	=/-	=
30 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>		
Dette souveraine en monnaie forte	=/-	=/+
Dette souveraine 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	+	=/+
Rendement	+	=/+
Cycliques	-	=
Défensives	+	=/-
<b>DEVISES</b>		
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 20 OCTOBRE 2022



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PB)	VARIATION ANNUELLE (PB)
Bons du Trésor américain 10 ans	4,23 %	51,45	271,82
France 10 ans	2,96 %	43,70	276,10
Allemagne 10 ans	2,40 %	43,80	258,10
Espagne 10 ans	3,53 %	44,90	296,30
Suisse 10 ans	1,34 %	-0,80	147,60
Japon 10 ans	0,25 %	2,00	18,50

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	32,04	-3,90 %	-18,31 %
Emprunts d'État en EUR	193,63	-1,40 %	-11,40 %
Entreprises haut rendement en EUR	184,67	-2,20 %	-13,56 %
Entreprises haut rendement en USD	286,91	-1,23 %	-13,69 %
Emprunts d'État américains	288,67	-1,63 %	-9,87 %
Entreprises émergentes	40,15	-4,93 %	-21,27 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	0,9820	2,17 %	-5,36 %
GBP/USD	1,1235	-0,23 %	-16,97 %
USD/CHF	1,0037	2,61 %	9,95 %
EUR/USD	0,9786	-0,51 %	-13,93 %
USD/JPY	150,15	5,45 %	30,47 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	29,98	2,63	12,76

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	3 665,78	-2,45 %	-23,09 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	6 943,91	-3,01 %	-5,97 %
STOXX Europe 600	398,77	-0,25 %	-18,25 %
Topix	1 895,41	-1,08 %	-4,86 %
MSCI World	2 429,26	-2,41 %	-24,83 %
Shanghai SE Composite	3 754,93	-2,96 %	-23,99 %
MSCI Emerging Markets	864,76	-6,27 %	-29,81 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 229,21	1,55 %	4,66 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	189,62	1,23 %	-31,22 %
MSCI Asia Ex Japan	539,53	-8,41 %	-31,64 %
CAC 40 (France)	6 086,90	2,85 %	-14,90 %
DAX (Allemagne)	12 767,41	1,88 %	-19,63 %
MIB (Italie)	21 701,50	-0,45 %	-20,64 %
IBEX (Espagne)	7 644,40	-1,68 %	-12,27 %
SMI (Suisse)	10 473,45	1,71 %	-18,66 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	3 696,00	-5,42 %	-18,73 %
Or (USD/Oz)	1 628,02	-2,58 %	-11,00 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	85,98	2,98 %	14,32 %
Argent (USD/Oz)	18,69	-4,39 %	-19,97 %
Cuivre (USD/Tonne)	7 560,5	-1,56 %	-22,22 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	5,36	-24,42 %	43,65 %

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

JUILLET 2022	AOÛT 2022	SEPTEMBRE 2022	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (20 OCTOBRE 2022)
9,11 %	1,18 %	-3,37 %	1,55 %	4,66 %
7,86 %	0,03 %	-5,36 %	1,23 %	-4,86 %
7,64 %	-0,04 %	-6,48 %	-0,25 %	-5,97 %
4,22 %	-0,22 %	-6,57 %	-1,08 %	-18,25 %
3,71 %	-1,04 %	-6,72 %	-2,41 %	-23,09 %
3,54 %	-1,88 %	-8,19 %	-2,45 %	-23,99 %
3,18 %	-2,19 %	-9,34 %	-2,96 %	-24,83 %
-0,69 %	-4,24 %	-9,46 %	-3,01 %	-29,81 %
-1,66 %	-4,33 %	-11,90 %	-6,27 %	-31,22 %
-7,02 %	-5,29 %	-12,94 %	-8,41 %	-31,64 %

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 de services d'un pays au cours d'une année par les agents résidant à l'intérieur du territoire national.

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

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

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

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

**Qualité** : Le style *Qualité* 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 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 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), 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 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, Singapour 068912. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No.FAA-007 des Autorités monétaires de Singapour, ou investisseurs qualifiés, investisseurs institutionnels ou investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour, chapitre 289. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **aux EAU (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 ;
- **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, 5<sup>th</sup> Floor office 504, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Emirats 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 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.

Achevé de rédiger le 24.10.2022.



