

# MONTHLY HOUSE VIEW

Document Marketing - Décembre 2021

Focus

Brésil : stagflation ou terre d'opportunités en 2022 ?

• Table des matières

01•	Éditorial DE LA CRAINTE DE L'INFLATION À CELLE DU RALENTISSEMENT	P3
02•	Focus BRÉSIL : STAGFLATION OU TERRE D'OPPORTUNITÉS EN 2022 ?	P4
03•	Macroéconomie TRANSITION D'UNE ÉCONOMIE FONDÉE SUR LA DEMANDE VERS UNE ÉCONOMIE AXÉE SUR L'OFFRE	P6
04•	Obligations FAIBLESSE DES TAUX À LONG TERME : COMPRENDRE LA DYNAMIQUE DU MARCHÉ CET AUTOMNE	P8
05•	Actions UN RALLYE DE FIN D'ANNÉE !	P10
06•	Devises LA VIGUEUR DU DOLLAR LE PLACE EN POLE POSITION POUR LA FIN DE L'ANNÉE	P12
07•	Allocation d'actifs SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS	P14
08•	Market Monitor APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	P16
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18

## DE LA CRAINTE DE L'INFLATION À CELLE DU RALENTISSEMENT



VINCENT  
MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth  
Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Alors que nous nous rapprochons de la fin d'année et que les investisseurs s'interrogent sur les perspectives d'investissement pour 2022, il peut être utile de revenir sur les principaux aléas du scénario de croissance. Dans cette phase de reprise atypique caractérisée par de forts déséquilibres, l'aléa sur les prévisions reste en effet élevé. Et ceci peut être amplifié par une effervescence dans le domaine de la prévision économique, qui s'appuie davantage sur des indicateurs d'activité à haute fréquence depuis la pandémie.

Le premier risque d'aléa concerne la tendance de la croissance américaine, pour laquelle les modèles de prévision des banques centrales régionales renvoient des signaux contrastés. Parmi les indicateurs les moins optimistes le modèle de la Fed de New York prévoit par exemple une croissance à 1,7 % au quatrième trimestre 2022, ce qui impliquerait une décélération forte par rapport à la tendance anticipée sur le quatrième trimestre 2021. Au niveau des grandes institutions, les écarts de prévision sont plus importants sur les États-Unis que sur l'Europe, avec l'OCDE qui prévoit 3,9 % de croissance aux États-Unis en 2022, contre 5,2 % selon le FMI. Plusieurs facteurs sont en cause dans cette décélération, entre la disparition des effets de base, les contraintes d'offre, les chaînes d'approvisionnement et la réduction du plan Biden. Si le débat économique se focalise aujourd'hui sur l'inflation, la tendance de croissance sera un point clef des décisions monétaires pour l'année prochaine.

Le deuxième risque macroéconomique concerne la vitesse d'atterrissage de l'immobilier chinois et le pilotage macroéconomique. Face à un secteur immobilier hypertrophié susceptible d'impacter de manière notable la croissance chinoise, nous pouvons nous attendre à une réponse économique plus forte des autorités chinoises, qui pouvaient avoir souhaité contrebalancer la restructuration du secteur par des mesures de soutien monétaires et fiscales au reste de l'économie. Les autorités font pour le moment preuve d'une retenue qui tranche avec la vigueur de la réponse constatée en 2009 et en 2015. Face aux prévisions de croissance du FMI et de l'OCDE entre 5,6 et 5,8 % en 2022, on peut retenir l'idée que l'immobilier chinois pourrait coûter un à deux points de croissance à l'économie chinoise.

Le troisième risque concerne la tendance de reprise de la pandémie en Europe, avec des réponses entre pays qui pourraient diverger davantage, reflétant autant des stratégies sanitaires différentes que des contextes politiques spécifiques, qui pourraient retarder le retour au télétravail qui fait déjà jour en Allemagne. Face à cette tendance à la reprise de la pandémie, le chiffre de 4 % à 4,5 % de croissance anticipé pour 2022 pourrait être lui aussi révisé à la baisse.

Le dernier aléa concerne l'ensemble du monde et se concentre sur les chaînes d'approvisionnement dont les effets pourraient se prolonger une bonne partie de 2022. Au troisième trimestre, ce facteur a probablement coûté un à deux points de croissance, comme en atteste la déception sur la croissance américaine (2 %) ou la production industrielle chinoise en stagnation en septembre par rapport au mois précédent. Nul doute que ces difficultés devraient se résoudre à terme, mais le rythme reste difficile à prévoir et les scénarios 2022 ne l'intègrent que partiellement.

Si on fait la somme de ces trois aléas, on pourrait passer d'un scénario largement au-dessus de 4% de croissance mondiale à un scénario à peine au-dessus du seuil de 3% considéré par les investisseurs comme le seuil en dessous duquel il convient généralement de réduire les actifs risqués.

Ce n'est pas notre scénario aujourd'hui, mais après avoir augmenté la probabilité d'accélération inflationniste, il convient de prendre en compte un risque de déception sur la croissance.

L'autre implication clé concerne les banques centrales. Face à une croissance forte et une inflation au-dessus de la cible, la normalisation des taux de la Fed ne devrait normalement pas poser question.

Mais entre une inflation qui demeure élevée et un rythme de croissance qui pourrait décevoir, on peut percevoir un dilemme. C'est peut-être ce qui explique la prudence de Jerome Powell, dont l'avenir à la Fed n'était pas encore confirmé à ce jour.

## BRÉSIL : STAGFLATION OU TERRE D'OPPORTUNITÉS EN 2022 ?

Si la stagflation apparaît actuellement comme un scénario alternatif aux États-Unis et en Europe, le risque semble plus concret au Brésil, où une inflation à deux chiffres se conjugue à des perspectives de croissance atone. En outre, le contexte brésilien est entouré d'incertitudes à un an des élections, alors que la viabilité budgétaire inquiète les investisseurs et que la politique monétaire s'avère restrictive.

### UNE REPRISE FRAGILE

La croissance du Brésil a chuté moins lourdement que celle de ses voisins sud-américains en 2020 (-4,1 % contre -6,6 %, FMI), mais devrait également enregistrer un rebond moins vigoureux en 2021 (5,3 % contre 6,3 %, FMI) et au-delà. Dans son rapport d'octobre 2021, le FMI a de nouveau revu à la baisse sa prévision de croissance pour le Brésil en 2022, la ramenant à 1,5 % (graphique 1) contre 1,9 % en juillet et 2,6 % en avril. Les avis sont toutefois partagés, puisque certains économistes envisagent une croissance brésilienne nulle voire négative en 2022.

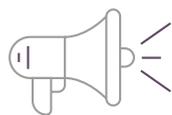
L'activité économique a progressé au deuxième trimestre, notamment dans les services, grâce à l'amélioration de la demande, la réouverture des entreprises et l'accélération de la campagne de vaccination, le pourcentage de Brésiliens entièrement vaccinés étant passé de 10 % à 58 % depuis le mois de juin.

L'économie brésilienne est cependant confrontée à de nombreux défis : une inflation élevée (10,7 % en octobre) tirée par la flambée des prix de l'énergie, un taux de chômage encore nettement supérieur à son niveau pré-pandémie (13,2 %

en août 2021, contre 11,9 % en 2019), une politique monétaire plus restrictive, l'incertitude liée aux élections du quatrième trimestre 2022 et le ralentissement de la croissance chinoise, qui devrait peser sur les exportations. La persistance éventuelle de cette combinaison de facteurs pourrait-elle entraîner une stagflation ? Notre scénario prévoit une croissance modérée de 1,2 % en 2022 et 1,6 % en 2023, tandis que l'inflation devrait rester élevée en 2022 (6,2 %), avant de retomber à 3,5 % (juste au-dessus de l'objectif d'inflation de 3 % fixé par la banque centrale).

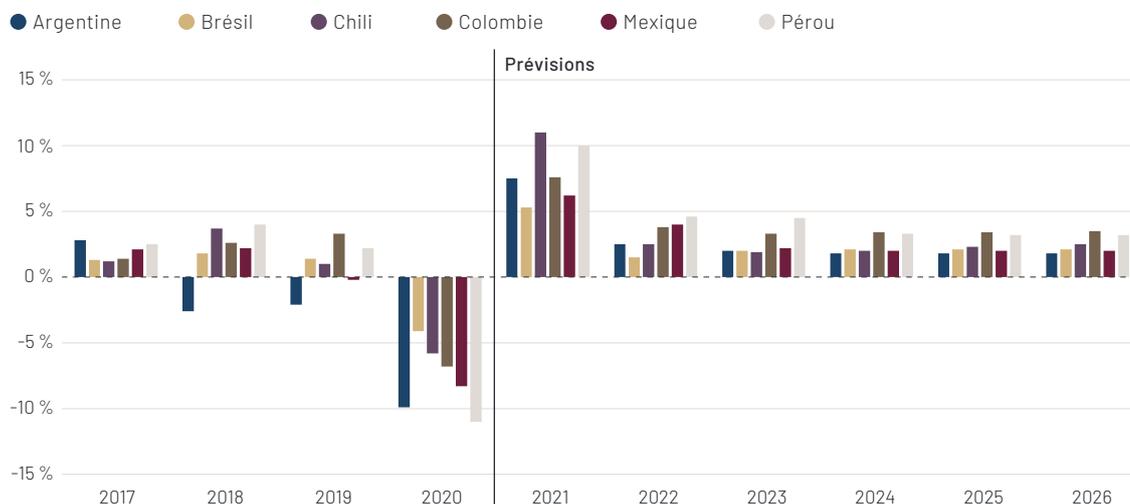
### MENACE SUR LA VIABILITÉ DE LA DETTE

Alors que les perspectives de croissance se sont détériorées et que le président Jair Bolsonaro recule dans les intentions de vote pour l'élection de 2022, le gouvernement a proposé l'adoption d'un nouveau plan d'aides sociales - Auxilio Brasil (une extension du plan Bolsa Familia) - pour les citoyens à faibles revenus. Ce plan prévoit de porter le nombre de bénéficiaires à 17 millions (contre 14,7 millions pour le plan Bolsa Familia) et d'augmenter l'allocation mensuelle de 190 à 400 *reais* brésiliens.



Le plan d'aides sociales Auxilio Brasil risque d'entraîner un dérapage de la POLITIQUE BUDGÉTAIRE brésilienne

GRAPHIQUE 1 : MENACES SUR LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE AU BRÉSIL, %



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

Or la mise en place de ces mesures se traduirait par le dépassement du plafond de dépenses, qui garantit la viabilité d'une dette publique atteignant 92 % du PIB (FMI). L'adoption du plan pourrait donc entraîner un dérapage de la politique budgétaire susceptible de déclencher une hausse des anticipations d'inflation. Pour cette raison, l'ancien président Lula, pour le moment favori de la prochaine élection présidentielle, envisage de remplacer le plafond de dépenses par un objectif de dépenses, ce qui conduirait de facto à une accélération de la dynamique de la dette.

Le président Bolsonaro, de son côté, compte faire adopter le plan Auxilio Brasil en recourant à une manipulation comptable : modifier le taux d'inflation sur lequel est indexé le plafond des dépenses. Validée par la Chambre des députés début novembre, la mesure doit encore être votée par le Sénat.

### UNE BANQUE CENTRALE DE PLUS EN PLUS RESTRICTIVE

Les menaces pesant sur le cadre budgétaire ont contraint la banque centrale brésilienne à durcir sa politique en relevant son taux directeur de 150 points de base à la fin octobre. À l'issue de cette sixième hausse consécutive, le taux Selic est ainsi passé de 2 % à 7,75 % en 2021. Selon le comité de politique monétaire, l'incertitude entourant la politique budgétaire exige une prime de risque plus élevée et renforce le risque de « désancrage » des anticipations d'inflation. Le consensus des analystes table sur un taux Selic atteignant 11 % en 2022.

Si la politique restrictive de la banque centrale brésilienne doit permettre de freiner la dynamique inflationniste dès 2022 (le niveau d'inflation anticipé pour la fin 2022 s'établit à 3,8 %), elle dégrade significativement les perspectives de croissance du Brésil ; il conviendra donc de trouver un équilibre acceptable.

### ANNÉE ÉLECTORALE. INCERTITUDE ACCRUE

Si le cadre budgétaire et le durcissement des conditions de financement inquiètent les investisseurs, le principal enjeu de 2022 sera l'élection présidentielle, prévue au mois d'octobre prochain.

L'ancien président Lula, qui bénéficie de solides soutiens parmi les travailleurs à faibles revenus, est actuellement en tête dans les sondages. Il bénéficie notamment de la faible popularité de Jair Bolsonaro, cible de tous les reproches : mauvaise gestion de la crise provoquée par la COVID-19, forte inflation qui érode les salaires réels des travailleurs, chômage élevé et faibles perspectives de croissance. À cet égard, les récents sondages montrent que l'élection se jouera sur les questions économiques. Le plan Auxilio Brasil proposé par le président Bolsonaro vise donc à séduire les travailleurs à bas salaires, actuellement favorables à Lula.

À moins d'un an de l'élection, l'hypothèse de l'émergence d'un troisième candidat en 2022 n'est cependant pas exclue, tant les taux de rejet – de Lula et surtout de Jair Bolsonaro – semblent élevés. Début novembre, l'ancien ministre de la Justice Sérgio Moro, actuellement crédité de 8 % des intentions de vote, a ainsi fait part de son intention de revenir en politique.

La dégradation des perspectives de croissance et le risque de déséquilibre budgétaire ont entraîné une sévère correction des marchés brésiliens : l'indice Bovespa a abandonné 18 % entre début juin et fin octobre tandis que la paire USD/BRL progressait de 8,5 %, reflétant la dégradation du sentiment des investisseurs face aux turbulences politiques et aux incertitudes entourant le cadre budgétaire. Parallèlement, la politique restrictive de la banque centrale a entraîné une inversion de la courbe des taux brésiliens, le risque de récession devenant plus prégnant.

### CONCLUSION

Il conviendra de surveiller le Brésil l'année prochaine, dans un contexte de réévaluation du risque pays. À ce stade, le portage élevé ne suffit pas à justifier une exposition à la dette brésilienne en devise locale, sachant que l'inflation sera plus modérée à partir de 2022. Le *real* brésilien devrait rester cependant volatil l'année prochaine et l'évolution des élections sera un thème clé à surveiller, tandis que l'émergence d'un chevalier blanc pourrait offrir une opportunité attrayante sur ce segment.



Le taux Selic devrait atteindre

**11 %**  
en 2022

## TRANSITION D'UNE ÉCONOMIE FONDÉE SUR LA DEMANDE VERS UNE ÉCONOMIE AXÉE SUR L'OFFRE



Au cours de l'année 2021, l'économie a traversé plusieurs phases : reprise, accélération, et désormais normalisation de l'activité. Mais au-delà de cette transition, c'est le moteur de la croissance qui a changé : longtemps fondée sur la demande, cette dernière reposera en début d'année 2022 sur la capacité des économies à s'adapter afin d'absorber les pénuries d'offre.



LES PROBLÈMES  
D'OFFRE  
devraient  
continuer à peser  
sur la croissance  
l'an prochain

### ÉTATS-UNIS

Outre-Atlantique, l'économie continue de progresser, mais reste entravée par les problèmes d'offre, comme en témoignent les indices d'activité : le PMI manufacturier américain a poursuivi sa chute, atteignant en octobre un creux de 10 mois (58,4). La croissance économique américaine a ralenti pour atteindre 2 % en rythme trimestriel annualisé au troisième trimestre (contre 6,7 % au deuxième trimestre). En dépit d'une amélioration du marché du travail et de chiffres meilleurs que prévu pour l'emploi non agricole (+550 000, contre +450 000 attendus), les données sous-jacentes indiquent toujours une pénurie de travailleurs, avec un niveau record d'emplois non pourvus et un taux de participation qui demeure faible (61,6 %, contre 63 % il y a un an et demi). Cette situation, qui fait peser une certaine incertitude sur les perspectives salariales, interroge sur la capacité des entreprises à attirer des travailleurs pour répondre à la demande, renforçant ainsi les préoccupations liées aux perspectives de croissance pour 2022.

En effet, si les derniers indicateurs macroéconomiques pointent vers un rebond au quatrième trimestre (+4,8 % selon le consensus), les problèmes d'offre et les goulets d'étranglement continueront de freiner l'activité économique. Les analystes ont ainsi revu à la baisse leurs prévisions de PIB pour 2022, de 4,3 % début septembre à 3,8 % mi-novembre. La reconstitution des stocks, la consommation des ménages et la dépense publique - adoption récente du plan d'infrastructures de 1 200 milliards USD (un chiffre inférieur au montant initial) - devraient toutefois permettre à la croissance de rester supérieure à sa moyenne de long terme.

D'autre part, la limitation constante de la production pétrolière et la persistance d'une forte demande d'énergie ont propulsé l'inflation au-delà des prévisions en octobre (6,2 % contre 5,8 % attendus en rythme annuel, +0,9 % en glissement mensuel).

À l'horizon 2022, les facteurs d'inflation seront toutefois différents : celle-ci se propagera dans les divers secteurs de l'économie (logement, services, transports), comme le reflètent déjà les données récentes sur l'inflation sous-jacente. L'inflation devait donc perdurer plus longtemps que prévu, comme nous l'avions souligné dans notre précédent *Monthly House View*. En l'absence d'effets de second tour significatifs, elle reviendra progressivement à partir de la mi-2022 vers les objectifs des banques centrales, qui devraient être en vue d'ici 2023.

## ZONE EURO



### UNE REPRISE EUROPÉENNE en ordre dispersé

La situation est globalement similaire en Europe, mais avec un léger décalage : l'inflation a accéléré à 4,1 % et devrait rester élevée, tandis que l'activité économique se normalise. Néanmoins, l'économie européenne se porte bien et a presque retrouvé son niveau pré-pandémie, même si ce redressement se fait en ordre dispersé (graphique 2). La France et l'Italie progressent à un rythme plus élevé qu'anticipé, tandis que le PIB espagnol demeure toujours inférieur de 6,6 % au niveau enregistré au quatrième trimestre 2019.

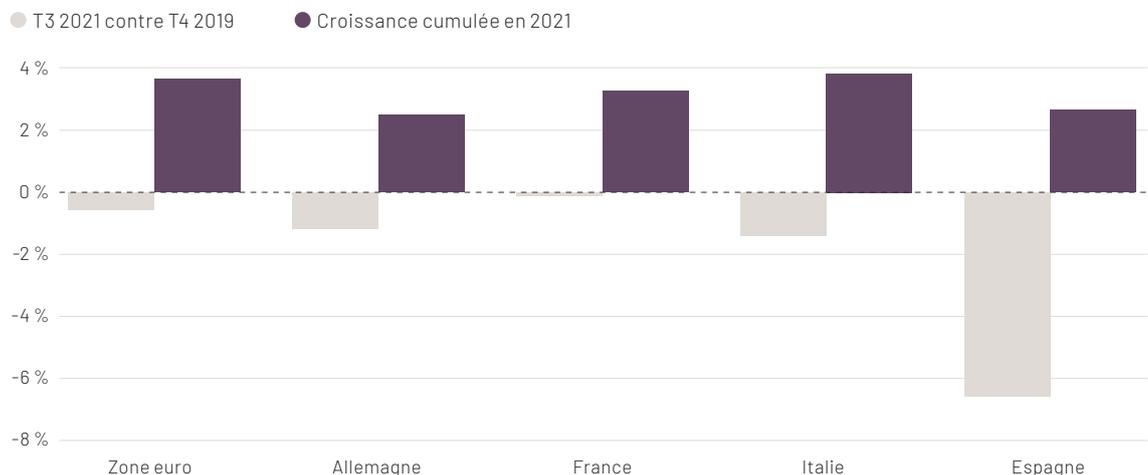
Globalement, la désépargne des ménages européens, combinée au soutien des politiques budgétaires, devrait permettre à la consommation de rester un puissant moteur de croissance dans les prochains trimestres. Pour 2022, nous prévoyons une croissance nettement supérieure au potentiel et proche de 3,9 %.

Cependant, l'évolution des contraintes d'approvisionnement et d'éventuelles nouvelles vagues de COVID-19 – comme celles observées en Allemagne ou en Autriche, où le gouvernement a imposé des restrictions aux personnes non vaccinées – sont susceptibles d'impacter la demande et doivent être surveillées.

## ASIE

Le continent a également souffert de problèmes d'approvisionnement ces derniers mois, à l'instar de l'économie japonaise qui s'est contractée de 0,8 % au troisième trimestre (en rythme trimestriel). En Chine, si les ventes de détail et la balance commerciale ont récemment réservé de bonnes surprises, plusieurs facteurs de risque menaçant la croissance pourraient jouer un rôle dans les trimestres à venir. Les restrictions imposées par les autorités – politique de « tolérance zéro » en matière de COVID-19, réductions de production liées au rationnement de l'électricité et aux enjeux environnementaux, désendettement du secteur immobilier – ont déjà conduit les analystes à baisser leurs estimations de croissance du PIB pour 2022 (environ 5 % à ce jour). Cette évolution pourrait entraîner une normalisation de l'économie plus rapide que prévu, atténuer les pressions inflationnistes sur les matières premières et impacter certains pays partenaires. Plus largement, l'amélioration de la situation sanitaire devrait bénéficier aux pays d'Asie du Sud-Est, tout en contribuant à atténuer les goulets d'étranglement dans la région.

GRAPHIQUE 2 : UNE REPRISE EN ORDRE DISPERSÉ DANS LA ZONE EURO, ÉVOLUTION DU PIB, %



Sources : Refinitiv, Eurostat, Indosuez Wealth Management.

## FAIBLESSE DES TAUX À LONG TERME : COMPRENDRE LA DYNAMIQUE DU MARCHÉ CET AUTOMNE

Alors que la liste des banques centrales relevant leurs taux directeurs s'allonge, dans un contexte de taux de croissance et d'inflation élevés, les taux à long terme (trente ans) au sein des pays développés n'augmentent pas autant que l'anticipaient de nombreux acteurs.

### BANQUES CENTRALES

Certaines banques centrales ont récemment décidé de mettre fin – parfois brutalement – aux mesures de soutien monétaire adoptées durant la crise économique qui a frappé leur pays. Par exemple, la Banque du Canada a mis un terme à son programme d'assouplissement quantitatif (QE) et la Banque d'Australie a renoncé à contrôler la courbe des taux jusqu'à trois ans, tandis que la Banque d'Angleterre s'est abstenue de relever les taux lors de sa dernière réunion.

Bien que la plupart des pays connaissent une croissance soutenue, associée à des niveaux d'inflation inédits depuis 30 ans, les rendements à long terme progressent à peine. Cela surprend de nombreux investisseurs obligataires, à commencer par les fonds spéculatifs les plus expérimentés, qui ont enregistré en octobre leur pire performance depuis le début des années 2000.

À l'heure où nous écrivons ces lignes, les taux américains à 30 ans se situent bien en dessous du seuil psychologique de 2 %, un niveau très éloigné du taux implicite calculé selon la règle de Taylor. Dans le même temps, le marché des changes et certains marchés de taux courts anticipent deux

hausse des taux en 2022. Cette situation pourrait-elle faire dérailler la performance des taux à long terme ? Quels sont les moteurs de cette performance ?

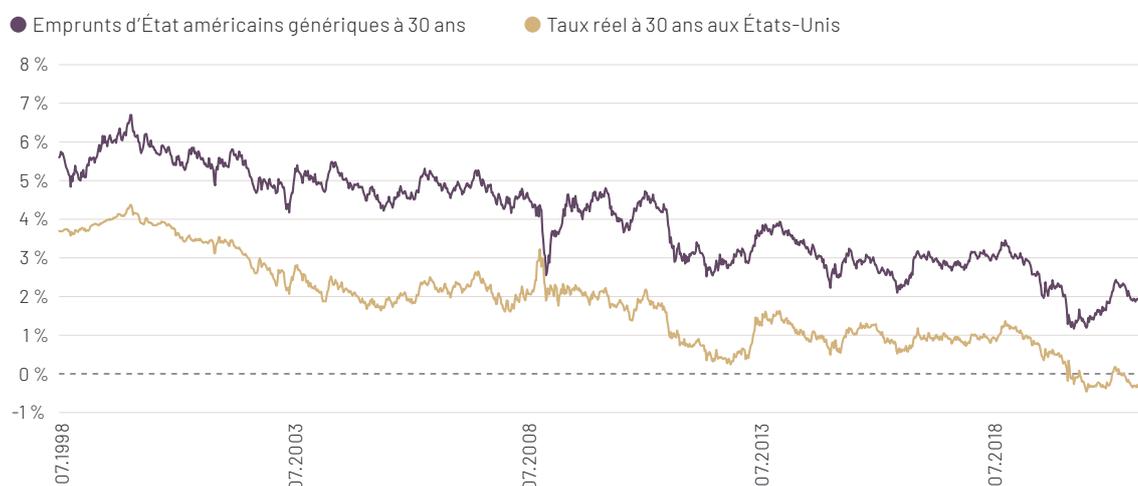
La demande d'actifs à long terme ne cesse de croître, car les volumes d'épargne en quête de supports d'investissement sont de plus en plus importants. Les investisseurs institutionnels et les banques doivent détenir des actifs liquides dans leurs bilans pour satisfaire aux exigences réglementaires. Toutes les banques centrales détiennent également des obligations d'État, soit pour placer leurs réserves de change en euro, soit à des fins d'assouplissement quantitatif. Enfin, les études économiques montrent que l'accumulation de la dette mondiale tend à peser sur les rendements à long terme, maintenant les rendements réels en territoire négatif. En ce qui concerne les taux réels, l'échéance à 30 ans atteint le niveau extraordinaire de -0,5 % (taux dérivé du marché des TIPS)(graphique 3).

Dans l'immédiat, la décision de la Banque d'Angleterre (BoE) de maintenir ses taux inchangés, en précisant qu'une hausse était prévue pour décembre, a propulsé les marchés à la hausse.

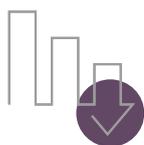


Taux à long  
terme réels  
**NÉGATIFS**  
pour une durée  
infinie

GRAPHIQUE 3 : TAUX RÉELS ET NOMINAUX À 30 ANS AUX ÉTATS-UNIS, %



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



La Fed commence  
à réduire ses  
achats de  
**15 MILLIARDS**  
USD par mois

De son côté, la Fed commence à réduire ses achats de 15 milliards USD par mois, tandis que les prix de marché intègrent au moins deux hausses de taux d'ici la fin 2022. La Fed devrait s'engager dans un cycle de hausse des taux au cours du second semestre 2022, qui a toutefois très peu de chances d'égalier l'ampleur du pic d'inflation. Par conséquent, indépendamment de l'évolution des taux à court terme aux États-Unis, les taux réels seront maintenus en territoire nettement négatif.

En Europe, la BCE devrait procéder à une hausse des taux en 2022. En cette fin d'année, le risque de hausse des taux ne menacera donc pas les marchés mondiaux. Nous restons néanmoins attentifs à l'augmentation de la volatilité sur l'ensemble des segments obligataires, ainsi qu'aux turbulences traversées par les marchés de *swaps*, alors que les acteurs réduisent (de manière plutôt précoce !) leur activité à l'approche de la fin d'année.

## CRÉDIT

Sur le front du crédit, les performances ont souffert de la volatilité des taux. Au sein des pays développés, les primes de risque restent très faibles sur le segment *investment grade*.

En revanche, le segment *high yield* ne cesse de progresser en Europe et aux États-Unis. La dette subordonnée européenne offre toujours une valeur attrayante dans le contexte de l'euro, les remboursements prévus l'année prochaine suscitant des émissions d'un montant équivalent.

Secoué par des annonces concernant les paiements de coupon tardifs d'Evergrande ou le soutien apporté par certaines entreprises publiques au secteur immobilier, le marché chinois du haut rendement demeure très volatil (graphique 4). Plusieurs entreprises immobilières ont fait défaut au cours des deux dernières semaines, tandis qu'une émission d'actions a permis à Sunac de lever plus de 950 millions de dollars. La volatilité considérable observée sur ce segment reflète à la fois une faible liquidité et des risques fondamentaux non négligeables. Néanmoins, le marché ne traite pas les entreprises de manière différenciée, tandis que le gouvernement met en place des mesures de soutien sectoriel. Les investisseurs à moyen terme devraient donc bénéficier de rendements élevés et d'un potentiel de performance intéressant.

GRAPHIQUE 4 : RENDEMENT DU SEGMENT HIGH YIELD CHINOIS  
LIBELLÉ EN USD, %



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

## UN RALLYE DE FIN D'ANNÉE !

Convaincus que le début de la saison des résultats pouvait être un catalyseur positif pour le marché, nous avons confirmé notre opinion positive sur les actions. À l'approche de la fin d'année, les facteurs de saisonnalité devenaient favorables et les indicateurs de sentiment indiquaient la prudence, suggérant de privilégier les positions à contre-courant. Après le récent rebond, le potentiel de hausse est toutefois plus limité, mais la dynamique actuelle devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année, toujours portée par les solides révisions de bénéfices, les flux dirigés vers les marchés actions et la saisonnalité.

Récemment, la communication réussie de la Fed concernant le début du *tapering* a renforcé un contexte déjà positif. La bonne réaction du marché confirme que les indices actions sont en mesure d'absorber un durcissement monétaire, alors que les liquidités excédentaires se stabilisent à des niveaux élevés.

Les investisseurs vont maintenant se pencher sur les perspectives de bénéfices pour 2022. Considérant que la croissance économique mondiale devrait rester supérieure à son potentiel de long terme dans les mois à venir, les prévisions de bénéfice par action pour 2022 restent raisonnables (+7/8 %).

## SAISON DE PUBLICATION DES RÉSULTATS

La saison de publication des résultats du troisième trimestre s'est avérée satisfaisante et rassurante, notamment sur le front des préoccupations relatives aux marges.

Il est désormais clair que les déterminants essentiels des marges sont la hausse de la demande et l'évolution des ventes, plutôt que les coûts des intrants et les salaires. De fait, les marges continuent d'augmenter depuis le début de la saison des résultats, ce qui se traduit par des révisions à la hausse pour les exercices 2022 et 2023.

## ÉTATS-UNIS

Malgré les inquiétudes portant sur la capacité des entreprises à absorber l'inflation des coûts des matières premières et de la main-d'œuvre, la saison de publication des résultats du troisième trimestre s'est avérée globalement rassurante.

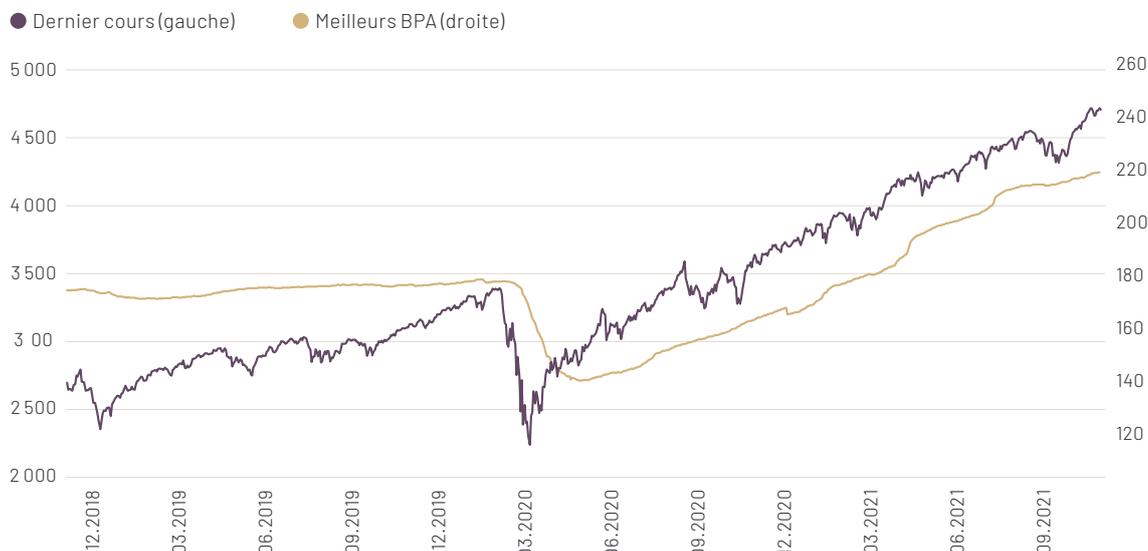
Alors que la saison des résultats touche à sa fin, 81 % des entreprises ont présenté des BPA supérieures aux estimations. Pour le troisième trimestre<sup>1</sup>, la croissance des BPA de l'indice S&P 500 (graphique 5) s'établit à +41 % en glissement annuel, soit une surprise positive de 10 %.



81%

des entreprises ont déclaré un BPA supérieur aux estimations

## GRAPHIQUE 5 : S&amp;P 500 ET BPA



Note : La forte croissance des BPA a propulsé les marchés actions à la hausse, l'indice S&P 500 inscrivant un niveau record.

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



---

L'Europe offre des  
**VALORISATIONS  
ATTRAYANTES**

---

Dans le même temps, la proportion d'entreprises du S&P 500 révisant leurs prévisions de BPA à la hausse est proche des pics observés durant la dernière décennie.

Enfin, la réaction des indices américains depuis la mi-octobre, date de lancement de cette saison des résultats, fournit probablement le bilan le plus objectif. Depuis le 12 octobre, le MSCI USA et le Russell 2000 ont progressé de 9 %, le Nasdaq 100 et le FANG de 12 %, loin derrière le SOX (l'indice des semi-conducteurs), dont la hausse atteint 21 % !

### MARCHÉS ÉMERGENTS

Nous estimons que l'évolution du contexte réglementaire chinois est désormais largement intégrée et se reflète dans les valorisations de certaines entreprises de croissance asiatiques.

De leur côté, les autorités chinoises pourraient annoncer des mesures d'assouplissement ciblées et un ajustement de leurs politiques au cours des prochains mois. Une telle évolution apaiserait quelque peu les inquiétudes des investisseurs et renforcerait l'intérêt pour les actions chinoises.

La vaccination contre la COVID-19 progresse dans toute l'Asie (le pourcentage de personnes vaccinées est proche de 80 % en Chine). Cependant, la politique « zéro COVID » privilégiée par la Chine et les confinements temporaires ciblés qui y sont associés semblent retarder le redressement économique complet du pays, ce qui pèse sur la dynamique des bénéficiaires.

### EUROPE

L'Europe offre encore des valorisations attrayantes (en termes absolus et relatifs) et une croissance solide des BPA (les anticipations raisonnables du consensus visent +8 % pour 2022<sup>2</sup>), tout en affichant une tendance positive (dépassant celle des États-Unis) en matière de révisions des BPA. La saison des résultats du troisième trimestre s'est avérée particulièrement rassurante à cet égard, malgré les difficultés identifiées (inflation du coût des intrants, perturbations de la chaîne d'approvisionnement, nouvelle série de confinements dans certaines régions, etc.). De fait, la plupart des entreprises ont su démontrer leur capacité à affronter cet environnement instable. La vigueur du dollar a également soutenu les marchés actions, notamment les exportateurs et les entreprises internationales.

### SECTEURS

Tout comme la hausse des rendements obligataires à 10 ans, la hausse des anticipations d'inflation favorise généralement les secteurs *Value* au détriment des valeurs défensives. La montée des craintes inflationnistes favorisera donc les valeurs bancaires et les titres *Value/cycliques*, mais pénalisera les valeurs défensives, l'alimentation, les boissons et la santé.

En revanche, la technologie est à l'abri des anticipations d'inflation et de la hausse des rendements obligataires, grâce à un pouvoir de fixation des prix robuste permettant de surmonter leur impact sur les valorisations.

## LA VIGUEUR DU DOLLAR LE PLACE EN POLE POSITION POUR LA FIN DE L'ANNÉE

À l'approche de la fin d'année, le dollar tire avantage de sa liquidité et d'une actualité moins favorable sur les autres devises, même si la livre sterling affiche de solides performances. Le franc suisse démontre également une solide résilience en tant que devise de couverture contre l'inflation, tandis que l'or a trouvé un nouvel élan en novembre.



Les mauvaises surprises sur LE FRONT DE LA CROISSANCE ET LA FAIBLE DYNAMIQUE des autres devises ont soutenu le dollar

### USD - LE BILLET VERT PROGRESSE MALGRÉ DES TAUX « RÉELS » TOUJOURS PLUS NÉGATIFS

Étonnamment, l'aplatissement de la courbe des taux américains dans le sillage d'un IPC (indice des prix à la consommation) à un sommet de 30 ans n'a pas entamé l'appétit pour le billet vert (graphique 6). L'annonce attendue d'un durcissement très progressif de la politique monétaire par le FOMC n'a pas non plus freiné le rebond du dollar par rapport aux devises à rendement négatif - franc suisse, yen et euro. En quelque sorte, les mauvaises surprises sur le front de la croissance et la faible dynamique des autres devises ont soutenu le dollar par défaut. En outre, la détérioration du contexte pandémique en Europe a exacerbé la faiblesse de l'euro. D'un point de vue technique, la dynamique haussière du dollar pourrait se poursuivre, notamment si le prochain affrontement sur le plafond de la dette trouve une issue rapide. À plus long terme, nous restons sceptiques sur une éventuelle poursuite du rebond durant le premier trimestre 2022, étant donné que les marchés des changes sont plus tendus que les marchés de taux et compte tenu des besoins de financement croissants qu'implique le plan *Build Back Better*, qui fait toujours débat.

### XAU - L'OR RETROUVE SON ÉCLAT SUR FOND DE CRAINTES D'INFLATION GALOPANTE

Grâce à son statut de couverture contre des pressions inflationnistes de moins en moins « transitoires », le métal jaune est de nouveau au centre de l'attention. Le chiffre extrêmement élevé de l'IPC américain incite désormais les acteurs du marché à rechercher une protection « réellement » efficace. Sachant que le monde des crypto-monnaies n'est pas assez vaste pour abriter tout le monde, l'or pourrait commencer à reprendre son rôle traditionnel au sein des portefeuilles exposés aux actions. Les positions spéculatives sur l'or étant limitées après plusieurs mois de stagnation, la formation technique de rupture en « tête et épaules » au-dessus de 1 835 USD/once n'est pas anodine. Les tensions géopolitiques liées aux migrants massés aux frontières de l'Europe de l'Est pourraient renforcer l'attrait de l'or comme valeur refuge à court terme, ouvrant la voie à un nouveau test du sommet de 1 917 USD/once atteint en juin.

GRAPHIQUE 6 : COURBE JOURNALIÈRE DE L'INDICE DOLLAR



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



### CHF - LA FORCE DU FRANC SUISSE

Après avoir perdu près de 2,5 % et enfoncé le support situé à 1,06 en octobre, la paire EUR/CHF a approché 1,05 début novembre, un niveau atteint pour la dernière fois en mars 2020. À cette époque, la Banque nationale suisse (BNS) avait admis être intervenue pour stabiliser la devise dans un contexte de crise pandémique. Il n'est pas impossible que la BNS agisse de même si les investisseurs décident de tester une nouvelle fois ce niveau. À ce stade, le total des dépôts à vue a légèrement augmenté en novembre, mais on n'observe aucun signe clair d'intervention de la banque centrale. Enfin, une inflation nettement plus faible en Suisse - 1,2 % contre 4,1 % pour la zone euro à la fin octobre - explique en partie la force du franc suisse.

### GBP - LA BANQUE D'ANGLETERRE DÉÇOIT

La Banque d'Angleterre a déçu les marchés en laissant ses taux d'intérêt inchangés en novembre, alors que les investisseurs tablaient sur une première hausse des taux. Cette déception a pesé sur le « câble », qui a reculé de 1,38 à 1,34.

Les pressions sur la paire GBP/USD sont susceptibles de persister, car les anticipations d'inflation restent élevées et la hausse des taux s'annonce plus progressive que prévu. Alors que les incertitudes demeurent, la Banque d'Angleterre est partagée entre la gestion de l'inflation et le soutien à l'économie. Ce contexte incite à la prudence.

### CNY - TOUJOURS INÉBRANLABLE

De manière surprenante au vu du renforcement du dollar américain par rapport aux devises à rendement négatif du G3, le yuan a poursuivi sa marche en avant. Plus les taux « réels » américains s'enfoncent en territoire négatif, plus le volume des capitaux ciblant (sans couverture de change) les rendements « réels » relativement élevés offerts en Chine est important, malgré le ralentissement de la croissance intérieure. De fait, le yuan vient d'atteindre un sommet de cinq ans par rapport au fragile euro. Après cette forte appréciation, qui a certes réduit les prix des matières premières importées, la Banque populaire de Chine (PBoC) demande désormais aux banques de plafonner leurs limites de trading spéculatif pour compte propre et leurs volumes de transactions, afin d'endiguer les flux entrants.

## 07 • Allocation d'actifs

# SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS

### SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

#### TENDANCES MACROÉCONOMIQUES

- Pour l'exercice 2022, la croissance du PIB devrait retrouver des niveaux plus normaux qu'en 2021. Elle sera supérieure à son potentiel, tout en restant menacée par la hausse des prix de l'énergie et les déséquilibres du côté de l'offre.
- Ralentissement confirmé de la croissance du PIB américain au troisième trimestre 2021, dans un contexte de contraintes d'offre associées à une reprise incomplète de la demande en raison de restrictions résiduelles.
- La Chine a également ralenti, mais la balance extérieure et les ventes de détail résistent ; les préoccupations se sont déplacées de la pression réglementaire vers le secteur immobilier.

#### INFLATION ET BANQUES CENTRALES

- Au cours des derniers mois, nous anticipions une accélération de l'inflation vers les 5 % au second semestre 2021. L'actualité récente a validé ces prévisions, que nous réitérons pour le premier trimestre 2022 en raison de la persistance des contraintes d'offre et de l'évolution des prix de l'énergie. L'inflation devrait ensuite diminuer, tout en restant supérieure à l'objectif des banques centrales au cours de l'exercice 2022.
- Nous pensons néanmoins que les banques centrales maintiendront leurs projets de *tapering* ou de recalibrage progressif des politiques monétaires. La réduction des achats d'actifs interviendra probablement en fin d'année aux États-Unis et à partir du mois de mars en Europe, et nous envisageons deux hausses de taux aux États-Unis entre septembre et décembre 2022.

#### CYCLE DE BÉNÉFICES ET FONDAMENTAUX DES ENTREPRISES

- La dynamique des bénéfices continue de surprendre à la hausse malgré les difficultés menaçant les marges dans divers secteurs ; la saison des résultats du troisième trimestre a conduit à des révisions positives et confirme le pouvoir de fixation des prix des entreprises.
- Les taux de défaut resteront limités sur les marchés développés, ce qui maintient les *spreads* à des niveaux faibles.

- Le processus de restructuration du secteur immobilier chinois ainsi que la dégradation des notations ont considérablement élargi les *spreads* de crédit ; l'environnement restera volatil et la liquidité extrêmement réduite en fin d'année, mais les valorisations sont attrayantes.

#### FACTEURS DE RISQUE

- Poursuite du ralentissement et de la restructuration du secteur immobilier chinois.
- La surprise sur l'inflation se prolonge et met les banques centrales sous pression.
- Ralentissement de la croissance du PIB en raison des contraintes liées à l'offre.
- Retour du risque géopolitique en Europe de l'Est et incertitudes sur les élections françaises de 2022.

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

#### ACTIONS

- Opinion toujours positive sur les actions, portées par le marché haussier de fin d'année ; mais potentiel moins important pour le début 2022, alors que les indicateurs suggèrent une certaine euphorie et que la croissance des bénéfices sera plus faible l'année prochaine.
- Préférence pour les marchés développés, notamment la zone euro, dans les portefeuilles en euro. Nous restons relativement optimistes à long terme sur la Chine, mais avec des catalyseurs limités pour un rétablissement rapide compte tenu des faibles révisions de bénéfices, des incertitudes réglementaires et des restructurations immobilières.
- Nous maintenons notre opinion positive sur les styles *Value* et *Growth*, car les valeurs de croissance séculaires offrent toujours une protection attrayante contre l'impact de l'inflation sur les marges, tandis que les titres *Value* devraient continuer à bénéficier d'une forte appréciation de la croissance des bénéfices tout en offrant des valorisations attrayantes. Au sein du style *Value*, préférence pour l'énergie, les banques et l'automobile. Nous continuons de sous-pondérer les secteurs défensifs.



Préférence  
pour les  
**MARCHÉS  
DÉVELOPPÉS**  
au sein de  
l'univers  
des actions

## OBLIGATIONS

- Maintien de la sous-pondération des obligations d'État ; la hausse des taux à long terme que nous avons anticipée s'est concrétisée et devrait probablement se poursuivre, mais son rythme ralentit et laisse la place à une pression haussière plus importante sur la partie courte de la courbe.
- Nous sommes plus prudents sur les points morts d'inflation, qui ont significativement progressé en deux mois et intègrent désormais le rebond de l'inflation réalisée et la hausse des anticipations d'inflation.
- Maintien d'une opinion positive sur le crédit des marchés matures, notamment la dette subordonnée et les obligations d'entreprise à haut rendement.
- Dette émergente : la sélectivité est essentielle, car les valorisations attrayantes sont contrebalancées par une confiance fragile et une certaine incertitude réglementaire. La dislocation des marchés de crédit chinois offre des opportunités.

## DEVISES ET MÉTAUX PRÉCIEUX

- Le renforcement attendu du dollar américain s'est confirmé sous 1,15 ; le billet vert pourrait rester soutenu à court terme, compte tenu de la divergence des politiques monétaires et de l'incertitude politique en zone euro.
- Le yen japonais demeure une bonne couverture macro et une protection efficace contre la volatilité, notamment dans les portefeuilles en euro.
- Nous restons en outre positifs sur le yuan à long terme, mais l'appréciation récente (notamment par rapport à l'euro) réduit le potentiel de la devise chinoise, qui pourrait être vulnérable contre l'euro à court terme.
- Les autres devises émergentes resteront volatiles dans ce régime temporaire de forte inflation, mais pourraient commencer à offrir des opportunités en 2022, quand la situation se décantera.
- L'or a récemment bénéficié des surprises sur le front de l'inflation, mais pourrait être plafonné par le processus de normalisation de la Fed.

## CONVICTIONS CLÉS

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

Source : Indosuez Wealth Management.

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



DONNÉES AU 17 NOVEMBRE 2021

OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PBS)	VARIATION ANNUELLE (PBS)
Bons du Trésor américain 10A	1,59 %	-6,78	67,57
France 10A	0,11 %	-10,20	45,20
Allemagne 10A	-0,25 %	-12,10	32,40
Espagne 10A	0,49 %	-1,80	44,20
Suisse 10A	-0,12 %	-4,50	42,80
Japon 10A	0,07 %	-1,50	5,70

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	41,46	-2,06 %	-8,38 %
Emprunts d'État en EUR	219,79	0,33 %	-1,07 %
Entreprises haut rendement en EUR	213,64	0,42 %	3,18 %
Entreprises haut rendement en USD	328,93	-0,15 %	3,38 %
Emprunts d'État américains	320,12	-0,09 %	-1,77 %
Entreprises émergentes	51,22	-0,70 %	-3,54 %

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	1,0508	-1,86 %	-2,82 %
GBP/USD	1,3487	-2,44 %	-1,34 %
USD/CHF	0,9286	1,06 %	4,90 %
EUR/USD	1,1319	-2,85 %	-7,34 %
USD/JPY	114,08	-0,20 %	10,49 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	17,11	1,62	-5,64

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4 688,67	3,36 %	24,83 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 291,20	0,94 %	12,86 %
Stoxx Europe 600	489,95	4,23 %	22,79 %
Topix	2 038,34	0,53 %	12,95 %
MSCI World	3 221,03	2,33 %	19,74 %
Shanghai SE Composite	4 885,75	-0,50 %	-6,25 %
MSCI Emerging Markets	1 286,87	-1,10 %	-0,34 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 113,63	-5,17 %	-13,79 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	291,47	-2,59 %	20,81 %
MSCI Asia Ex Japan	826,90	-0,59 %	-1,90 %
CAC 40 (France)	7 156,85	6,73 %	28,92 %
DAX (Allemagne)	16 251,13	4,69 %	18,46 %
MIB (Italie)	27 824,94	4,68 %	25,15 %
IBEX (Espagne)	8 993,40	-0,27 %	11,39 %
SMI (Suisse)	12 600,15	4,89 %	17,72 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	4 362,00	-21,73 %	3,36 %
Or (USD/Oz)	1 867,48	4,79 %	-1,63 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	78,36	-6,57 %	61,50 %
Argent (USD/Oz)	25,17	2,95 %	-4,71 %
Cuivre (USD/Tonne)	9 406,50	-7,65 %	21,12 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	4,82	-6,85 %	89,68 %

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

	AOÛT 2021	SEPTEMBRE 2021	OCTOBRE 2021	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (17 NOVEMBRE 2021)
MEILLEURE PERFORMANCE	3,26 %	3,54 %	6,91 %	4,23 %	24,83 %
	3,14 %	1,26 %	5,59 %	3,36 %	22,79 %
	2,90 %	0,30 %	4,55 %	2,33 %	20,81 %
	2,42 %	-0,47 %	2,43 %	0,94 %	19,74 %
	2,35 %	-3,41 %	2,13 %	0,53 %	12,95 %
	2,08 %	-4,25 %	1,32 %	-0,50 %	12,86 %
	1,98 %	-4,29 %	0,93 %	-0,59 %	-0,34 %
	1,24 %	-4,36 %	0,87 %	-1,10 %	-1,90 %
	0,21 %	-4,76 %	-1,43 %	-2,59 %	-6,25 %
MOINS BONNE PERFORMANCE	-0,12 %	-11,39 %	-5,38 %	-5,17 %	-13,79 %

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



**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 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.

**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.

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

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

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

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

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

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

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

**ISR** : Investissement socialement responsable.

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

**Métavers** : Un métavers (de l'anglais *metaverse*, contraction de *meta* 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 (pbs)** : 1 point de base = 0,01%.

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

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

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

**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.

**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.

**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, CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, leurs filiales, succursales et bureaux de représentation respectifs, quel que soit leur lieu d'implantation, exercent leurs activités sous la marque unique Indosuez Wealth Management. Chacune des filiales, leurs propres filiales, succursales et bureaux de représentation, ainsi que chacune des autres entités de Indosuez Wealth Management sont désignés individuellement par la « Entité » et collectivement par les « Entités ».

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

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

Veillez contacter votre chargé de relations clientèle pour plus d'informations.

Chaque entité met la Brochure à la disposition de ses clients conformément aux réglementations applicables :

- **en France** : la présente publication est distribuée par CA Indosuez, société anonyme au capital de 584 325 015 euros, établissement de crédit et société de courtage d'assurances immatriculée au Registre des intermédiaires en assurance sous le numéro 07 004 759 et au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, et dont les autorités de contrôle sont l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers ;
- **au Luxembourg** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 415 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de Espana ([www.bde.es](http://www.bde.es)) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;

- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B91.986, un établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A., dont le siège est situé Piazza Cavour 2, Milan, Italie, inscrite au registre des banques tenu par la Banque d'Italie sous le numéro 5412, au code fiscal et au Registre des sociétés commerciales de Milan, respectivement sous le numéro d'identification à la TVA 09535880158 et le numéro R.E.A. MI-1301064 ;
- **au sein de l'Union européenne** : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup> - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S0034 ;
- **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, 6800 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Brochure est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Brochure ;
- **dans la Région administrative spéciale de Hong Kong** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29<sup>th</sup> floor Pacific Place, 88 Queensway. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571)(SFO). La Brochure est susceptible d'être distribuée exclusivement à des investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme) (Cap. 571D) ;
- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No.FAA-G07 des Autorités monétaires de Singapour, ou investisseurs qualifiés, investisseurs institutionnels ou investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour, chapitre 289. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **à Dubaï** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- **à Abu Dhabi** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed – The 1<sup>st</sup> Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- **autres pays** : les lois et réglementations des autres pays sont aussi susceptibles de limiter la distribution de cette publication. Les personnes en possession de cette publication doivent s'informer sur les éventuelles restrictions légales et les respecter.

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

© 2021, CA Indosuez (Switzerland) SA/Tous droits réservés.

Crédits photos: iStock.

Achévé de rédiger le 22.11.2021.

Les banques du Groupe Indosuez Wealth Management se préparent en outre au remplacement ou à la restructuration des taux d'intérêt interbancaires tels que le LIBOR, l'EURIBOR et l'EONIA dont les modalités de fixation vont être considérablement renforcées comme l'ont décidé les autorités de contrôle et les acteurs bancaires des grandes places financières. Au niveau européen, la BCE a commencé à publier en octobre 2019 l'€STR (Euro Short Term Rate) qui cohabitera jusqu'en décembre 2021 avec l'EONIA qu'il remplacera en janvier 2022. Concernant l'EURIBOR, le European Money Markets Institute a confirmé en novembre 2019 que la phase de transition vers l'EURIBOR Hybride était terminée, s'achevant d'ici décembre 2021 à sa restructuration complète. Chaque taux de type « IBOR » (comme par exemple le LIBOR US Dollar) subira également une refonte qui devrait s'achever également d'ici fin 2021. C'est ainsi que la Banque nationale suisse a annoncé en juin de cette année l'introduction de son propre taux directeur en CHF, calqué sur le SARON (Swiss Average Rate Overnight) avec l'objectif de créer des taux à terme également référencés sur cet indice.

L'ensemble de ces réformes est attentivement suivi par le Groupe Indosuez Wealth Management, dans le cadre d'un dispositif spécifique afin de traiter les impacts juridiques, commerciaux et opérationnels liés. Ces changements ne requièrent à ce stade aucune démarche de votre part pour vos opérations de financement ou de placement comportant une indexation sur les taux de référence concernés. Des informations complémentaires vous seront communiquées une fois les modalités de remplacement connues. Votre responsable de compte reste à votre entière disposition en cas de questions.

