

MONTHLY HOUSE VIEW

Document Marketing - Avril 2021

Focus

Réouverture du secteur économique : libérer la croissance

• Table des matières

01•	Éditorial L'HEURE DE VÉRITÉ ?	P3
02•	Focus RÉOUVERTURE DU SECTEUR ÉCONOMIQUE : LIBÉRER LA CROISSANCE	P4
03•	Macroéconomie UN MONDE À TROIS VITESSES	P6
04•	Obligations NORMALISATION DES TAUX À LONG TERME	P8
05•	Actions C'EST UNE QUESTION DE TAUX !	P10
06•	Devises LE VACCIN DOPE LE GBP/USD	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

02 • Éditorial

L'HEURE DE VÉRITÉ ?



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Changement de régime structurel ou mini boom cyclique américain ? Quelle que soit la réponse qui sera apportée à cette question qui est au centre des choix des investisseurs aujourd'hui, nous sommes probablement à un moment de vérité pour les marchés, avec plusieurs voies possibles pour l'avenir.

Soit la remontée de l'inflation dans les prochains mois n'est qu'une poussée de fièvre temporaire, purement américaine, liée à des effets de base et à une consommation dopée par le plan de relance. Dans ce cas, les banques centrales peuvent concilier leurs différents objectifs (inflation modérée, plein emploi, maintien de conditions financières favorables pour les entreprises et les États) en restant accommodantes encore plusieurs années. Si c'est le cas, les investisseurs peuvent conserver leurs valeurs de croissance séculaire ainsi que leurs actifs à durée longue.

Soit nous assistons à la fin d'un long mouvement de baisse des taux qui serait lui-même le reflet des équilibres qui prévalaient dans le monde d'avant (inflation modérée, énergie bon marché, *policy-mix* favorable aux entreprises plus qu'aux salariés). Dans ce cas, les banques centrales auront à moyen terme un dilemme important à trancher entre maîtrise de l'inflation d'un côté et plein emploi et financement de l'autre. Et si ce scénario s'avère exact, le marché se tournerait davantage vers les matières premières et les actions cycliques que les obligations d'État.

Quelques signes montrent que nous sommes probablement à la croisée des chemins. La remontée des anticipations d'inflation est un premier signal. Le changement de régime de corrélation entre actions et obligations est une autre manifestation de ce changement. La surperformance des actions *value* délaissées depuis 10 ans est également un stigmate de ce qui ressemble à un nouveau paradigme.

Que nous soyons dans un changement de régime ou dans une simple normalisation cyclique comme nous en avons déjà connu, ce régime de marché devra trouver un nouveau point d'équilibre.

C'est tout le débat qui entoure le point de stabilisation à trouver sur le taux 10 ans américain soumis à des forces contraires. Parfois, la finance se comprend davantage comme un problème de physique (un bilan des forces entre d'un côté la demande et l'inflation et de l'autre les banques centrales et l'épargne).

L'importance que prennent les grands récits dans la finance d'aujourd'hui interpelle. Comme en matière d'idéologie, un grand récit chasse l'autre : nous sommes passés en peu de temps d'un récit de la stagnation séculaire au récit de la reflation séculaire. Il y a objectivement beaucoup de raisons d'y souscrire, notamment un consensus politique dans des démocraties qui doivent renouer avec leur classe moyenne. Mais pour ceux qui se souviennent du récit de la nouvelle économie en 2000, cela peut inciter à rester encore un peu prudents avant d'y souscrire totalement. Or qu'est-ce qu'un grand récit ? Une représentation de la réalité qui vise à valider une thèse et s'écarte parfois des faits.

En réalité il n'y a pas de place pour l'idéologie en matière d'allocation d'actifs. La période est plutôt darwinienne et favorable aux investisseurs qui s'adaptent de manière pragmatique et progressive à une réalité nouvelle et qui intègrent dans leur schéma d'analyse ces nouveaux paramètres.

Un danger aussi important que l'idéologie serait de penser que les recettes du passé peuvent continuer de fonctionner ; c'est vrai autant sur le plan de la politique économique qu'en termes d'allocation.

La comparaison avec la décennie d'inflation faible est invalidée par le fait qu'il y a 10 ans nous sommes sortis d'une crise de liquidité par une reflation du prix des actifs, orchestrée par les banques centrales. Cette fois-ci nous sortons d'une crise sanitaire par une grande distribution d'argent aux ménages américains. Les conséquences seront forcément différentes, et les gloires du passé de l'allocation d'actifs (l'or, la technologie, les bons du trésor) ne sauraient être des vaches sacrées pour l'éternité.

RÉOUVERTURE DU SECTEUR ÉCONOMIQUE : LIBÉRER LA CROISSANCE

Alors que la pandémie s'éternise au-delà de son premier anniversaire, le retour à la normale se fait attendre. Cependant, des signes de réouverture économique commencent à poindre, grâce aux progrès réalisés sur le front de la vaccination et aux changements structurels dans le comportement des consommateurs. Si la polarisation entre les secteurs reste forte, la réouverture prend déjà forme aux États-Unis, tandis que le Royaume-Uni élabore son propre plan de sortie de crise.



Le secteur américain du commerce et des loisirs seulement

15 %

en dessous des niveaux pré-pandémie

ÉTUDES DE MOBILITÉ : LES ÉTATS-UNIS VACCINENT ET VONT DE L'AVANT

Les rapports de mobilité de Google nous donnent une idée du degré de réouverture des divers secteurs. Dans le secteur durement touché du commerce de détail et des loisirs, les États-Unis virent en tête, même si l'activité reste 15 % en dessous des niveaux pré-pandémie (graphique 1).

En Europe, la mobilité diminue à nouveau après s'être progressivement redressée depuis la fin janvier, le Royaume-Uni restant parmi les pays soumis aux restrictions les plus sévères (graphique 2).

LA VACCINATION DEMEURE ESSENTIELLE POUR LA RÉOUVERTURE DES ÉCONOMIES

Il existe à ce stade des leaders incontestables en matière de vaccination : Israël (60 % de la population a reçu au moins une injection de vaccin), le Royaume-Uni (36 %), les Émirats arabes unis (35 %) et les États-Unis (21 %). Dans d'autres pays, les progrès en matière de vaccination ont été limités par des contraintes d'approvisionnement

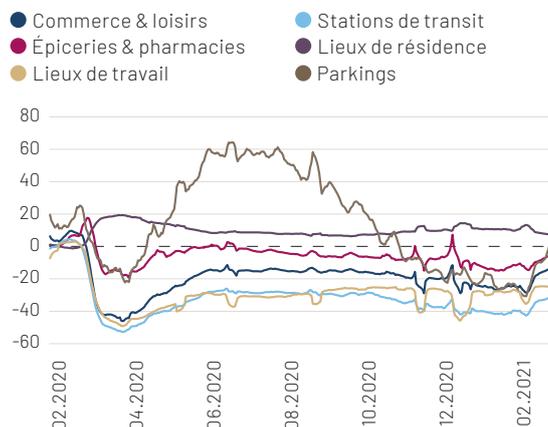
et de logistique : c'est le cas de la zone euro (7 % de la population a reçu la première injection) et de la Chine (3,65 doses pour 100 personnes, contre 10,75 en France).

Si l'avenir reste incertain, la plupart des pays ont fixé des objectifs. Aux États-Unis, tous les citoyens de plus de 18 ans seront vaccinés d'ici juillet ; au Royaume-Uni, toutes les restrictions seront progressivement levées d'ici le 21 juin ; en Chine, 40 % des citoyens seront vaccinés d'ici la fin juillet ; enfin, dans la zone euro, 70 % de la population adulte sera vaccinée à la fin juillet. L'objectif est clair : vacciner et rouvrir les économies d'ici la fin de l'été. Dans les cas de la Chine et de la zone euro, cela nécessitera une accélération significative des campagnes de vaccination.

QUELS SONT LES SECTEURS QUI BÉNÉFICIENT DE LA RÉOUVERTURE ?

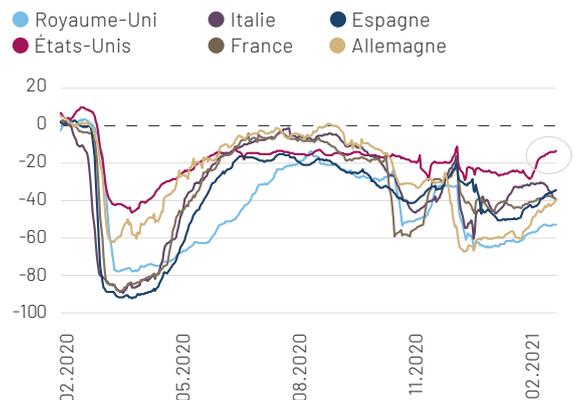
L'industrie manufacturière s'est rétablie plus rapidement que la plupart des secteurs et a moins souffert que lors de la première vague, notamment en Europe, où les exportations ont soutenu la production. La production industrielle a retrouvé, voire dépassé les niveaux pré-pandémie

GRAPHIQUE 1 : ÉVOLUTION DE
LA MOBILITÉ AUX ÉTATS-UNIS
PAR SECTEUR*



*Moyenne mobile sur 7 jours du nombre de visiteurs par rapport à une référence quotidienne pré-pandémie.
Sources : Our world in data, Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 2 : ÉVOLUTION DE
LA MOBILITÉ DANS LE SECTEUR
DU COMMERCE ET DES LOISIRS*



en Europe et en Chine, tandis qu'elle a reculé d'à peine 5 % aux États-Unis et au Royaume-Uni, ce qui s'explique en grande partie par les mauvaises conditions météorologiques de février dans le cas des États-Unis.

Le marché du logement a surperformé les autres secteurs de l'économie pendant la pandémie – notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni – grâce aux faibles taux hypothécaires, aux mesures de relance et à la demande de logements plus spacieux pour le travail et les études à domicile. Les mises en chantier ont certes connu une reprise difficile, mais les perspectives sont prometteuses puisque les permis de construire ont bondi de 10,7 % en janvier aux États-Unis.

En fonction des mesures de restriction et des progrès de la vaccination, la reprise dans le secteur des services s'avère très variable d'une région à l'autre. Aux États-Unis, les données mensuelles de l'indice PMI¹ montrent que le taux d'expansion de l'activité dans le secteur des services dépasse désormais celui de l'industrie manufacturière, pour la première fois depuis l'automne. En ce qui concerne la consommation, les consommateurs américains semblent plus disposés à ouvrir leurs portefeuilles. Dans le même temps, les ventes de détail hors magasin continuent de gagner des parts de marché, quoique à un rythme plus lent qu'en fin d'année. Les restaurants et les lieux de consommation de boissons ont également commencé à se redresser en janvier. Alors que l'Europe reste sous confinement strict, le nombre de tables ouvertes à la réservation aux États-Unis atteint désormais 75 % de la capacité de mars 2020, selon les données d'OpenTable (66 % en moyenne en février).

Enfin, le secteur du voyage reste celui qui souffre le plus des contraintes imposées par la pandémie.

La sévérité des mesures gouvernementales imposées aux voyages aériens internationaux s'est accrue depuis fin 2020, notamment en Europe et en Asie-Pacifique (les passagers-kilomètres payants reculent de 86 % par rapport à janvier 2020 pour les vols internationaux et de 47 % pour les voyages domestiques). Cependant, les voyages domestiques ont enregistré une reprise significative aux États-Unis à la mi-mars (graphique 3), les réservations des compagnies aériennes affichant une baisse limitée à 30 % par rapport aux niveaux de 2019, pour la première fois depuis l'émergence de la pandémie. En outre, les aides publiques continuent de soutenir le secteur : plusieurs grandes compagnies aériennes américaines ont officiellement renoncé à des milliers de licenciements au lendemain de l'approbation par le Congrès d'un nouveau plan de relance.

PERFORMANCE BOURSIÈRE DES THÈMES LIÉS À LA RÉOUVERTURE

La montée en puissance de la réouverture des économies favorise les titres liés aux transports et à l'industrie, notamment aux États-Unis où le processus de retour à la normale est plus avancé. Cette situation explique le dynamisme et la surperformance des indices intégrant les compagnies aériennes et les actions liées à la mobilité, comme l'indice S&P Transportation Select Industry (+25 % depuis le début de l'année).

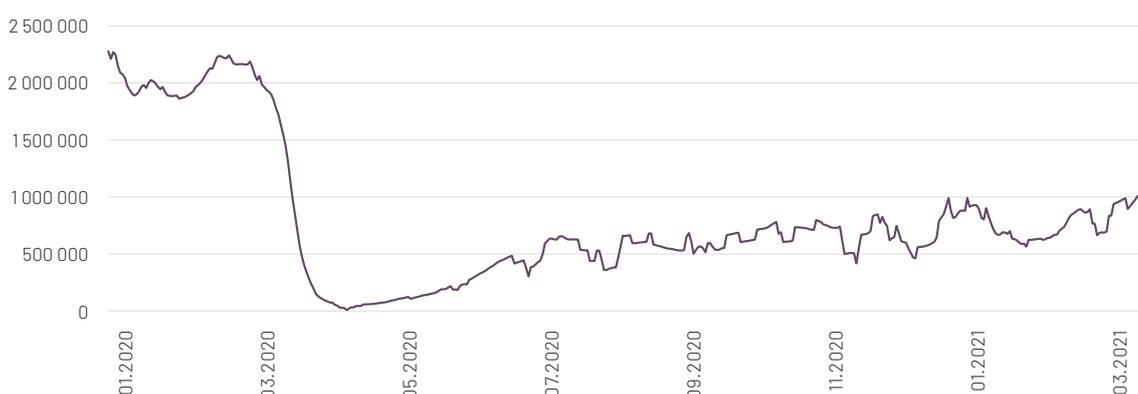
L'industrie, et plus particulièrement le marché du logement, bénéficie également d'un regain d'optimisme. L'indice Dow Jones US Select Home Construction affiche une hausse de 20 % depuis le début de l'année, tandis que l'indice britannique FTSE 350 Construction and Building Materials enregistre un gain de 7 %, surperformant le FTSE 100 sur la période.



Les réservations de tables aux États-Unis atteignent

75 %
de la capacité de 2020

GRAPHIQUE 3 : FLUX DE VOYAGEURS*



*Moyenne mobile sur 7 jours, nombre de voyageurs aux points de contrôle.
Sources : TSA, Indosuez Wealth Management.

1 - Indice des directeurs d'achat.

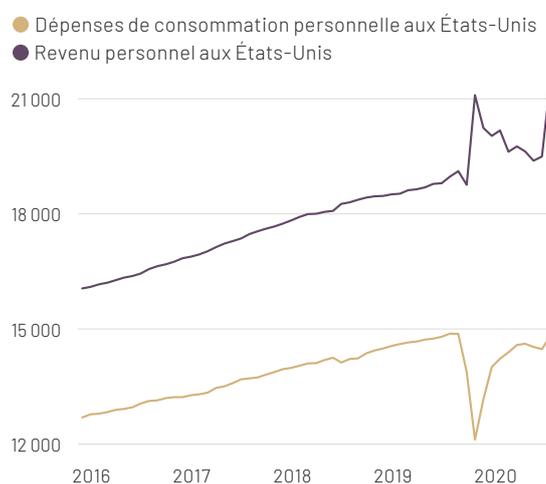


Les États-Unis ont donné un coup d'accélérateur significatif en adoptant dans son intégralité le plan de relance de 1 900 milliards de dollars proposé par les démocrates. S'il est certain que ce plan permettra de relancer l'économie, les inquiétudes concernant une éventuelle hausse de l'inflation s'accroissent sur les marchés. En Europe, l'accélérateur semble en revanche bloqué – à l'exception du Royaume-Uni –, car de nouvelles mesures de confinement affectent à la fois l'offre et la demande. Plus à l'Est, en Chine, c'est le dosage des mesures de freinage visant à réduire le poids de l'endettement au sein de l'économie qui préoccupe les investisseurs.

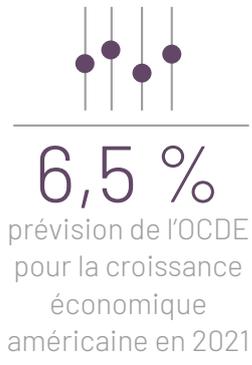
SURCHAUFFE ÉCONOMIQUE EN VUE AUX ÉTATS-UNIS ?

Malgré les mauvaises conditions météorologiques qui ont affecté la consommation et la production en février, les indicateurs avancés, tout comme les enquêtes, montrent des signes de reprise de l'économie américaine. Le nombre d'Américains nouvellement inscrits au chômage a chuté à 712 000 début mars, atteignant ainsi son plus bas niveau depuis 5 mois. Dans le sillage d'une augmentation du revenu personnel de 10 % (graphique 4) – plus important gain depuis avril 2020, dû en partie aux allocations versées dans le cadre des plans de relance –, les dépenses de consommation personnelle ont enregistré une hausse mensuelle de 2,4 % en janvier. Les ventes de détail continuent de progresser sur une base annuelle (+6,3 %) et l'indice de confiance des

GRAPHIQUE 4 : HAUSSE DE 10 %
DU REVENU PERSONNEL
AUX ÉTATS-UNIS, MDS USD



Sources : BEA, Indosuez Wealth Management.



consommateurs de l'université du Michigan a enregistré son plus haut niveau depuis un an (83) en février, après l'approbation du nouveau plan de relance.

La loi sur le plan de sauvetage américain (American Rescue Plan Act) a été adoptée dans son intégralité – à hauteur de 1 900 milliards de dollars –, ce qui a dépassé les attentes. Considérant que ce plan donnera un nouvel élan à l'économie américaine, l'OCDE a relevé ses prévisions de croissance pour 2021 de 3,2 % à 6,5 % en mars (cela correspond à la révision de la Fed, dont les prévisions sont passées de 4,2 à 6,5 %). En outre, les prévisions de croissance pour 2022 devraient être positivement influencées par le programme d'infrastructures de plusieurs trillions de dollars envisagé par le gouvernement – cette prochaine grande priorité législative pourrait être financée par des augmentations d'impôts, également prévues d'ici la fin de l'année.

Cet optimisme, alimenté par l'accélération de la vaccination et le nouveau plan de relance, suscite toutefois des inquiétudes sur le front de l'inflation, tirant à la hausse les taux longs américains et déstabilisant les valeurs technologiques tout en favorisant une rotation vers les valeurs *value*. Janet Yellen et la Fed ont néanmoins convenu qu'il était trop tôt pour resserrer la politique monétaire. L'inflation, également soutenue par la hausse des prix du pétrole, pourrait éventuellement dépasser l'objectif de 2 %, un risque que l'administration Biden est prête à prendre.

DES MESURES PLUS SÉVÈRES RETARDERONT LA REPRISE EN EUROPE

En matière de reprise économique, l'Europe est à la traîne. Au sein de la zone euro, les ventes de détail ont fortement reculé en janvier (-6,4 % en rythme annuel, contre +0,9 % en décembre) en raison de nouvelles mesures de confinement, notamment en Allemagne et en Italie. La production industrielle est demeurée atone (+0,1 % en janvier), même si elle a dépassé les prévisions. Le secteur manufacturier s'avère relativement stable, mais l'indice PMI composite reste en dessous du seuil d'expansion (48,8 pour la zone euro au mois de février).

La Banque centrale européenne a souligné que l'économie de la zone euro se contracterait au premier trimestre 2021, la réouverture restant fragile. Parallèlement, elle a relevé ses prévisions d'inflation pour 2021 de 1 % à 1,5 %, en raison de la hausse des prix de l'énergie et de facteurs temporaires. En outre, la banque centrale prévoit d'augmenter ses achats d'actifs au trimestre prochain, afin de limiter la hausse des taux à long terme.

De l'autre côté de la Manche, la reprise reste assombrie par la COVID-19 et un nouveau confinement, tandis que les effets du Brexit restent incertains, la chute des exportations observée en janvier (-18,2 %) étant très probablement liée à une correction des stocks accumulés en décembre. En termes de perspectives, la dernière enquête PMI (indice composite en hausse de 9 points en février, frôlant le seuil des 50) met en lumière les premiers signes d'un optimisme lié au vaccin.

L'ÉCONOMIE CHINOISE POUR SUIVRA SA NORMALISATION

L'économie chinoise reste largement en tête du mouvement de reprise cyclique. Selon le Bureau national des statistiques, la production industrielle et la consommation ont bondi de plus de 30 % en glissement annuel sur la période janvier-février. Il convient cependant de tenir compte d'effets de base non négligeables. Malgré les efforts des autorités pour rééquilibrer la croissance, la hausse des ventes de détail reste inférieure aux chiffres de la période pré-pandémie.

Néanmoins, le temps est venu pour les autorités de mettre fin – de manière très progressive – à l'effort de relance et d'encourager le désendettement de l'économie chinoise. La politique monétaire devrait dès lors devenir moins accommodante, un relèvement des taux étant attendu au second semestre 2021. Dans ce contexte de lutte contre la surchauffe au plan intérieur, les chiffres du commerce et la forte demande extérieure devraient avoir un impact grandissant sur les prévisions de croissance. L'objectif de croissance économique minimale défini dans le plan quinquennal chinois s'établit à 6 % par an (ce niveau correspond à la trajectoire de normalisation observée avant la pandémie).



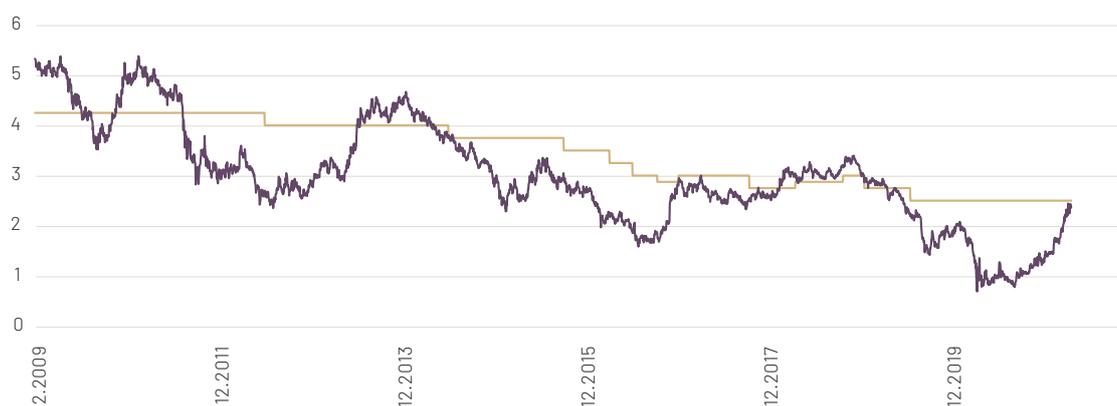
Les tensions observées sont saines : les marchés obligataires internationaux intègrent progressivement la hausse des anticipations de croissance et d'inflation. Comme les conditions financières restent accommodantes et les marchés financiers fluides, les banques centrales affichent une rhétorique modérée en matière de contrôle de la courbe des rendements. Ce contexte explique la normalisation des taux d'intérêt réels – un mouvement qui n'est pas exclusivement lié à l'inflation. La question clé demeure la suivante : l'optimisme à court terme sur l'inflation et la croissance se maintiendra-t-il à moyen et long terme ?

La hausse des taux longs américains depuis le 1^{er} janvier (graphique 5) marque l'un des pires débuts d'année pour les marchés obligataires depuis des décennies. D'un point de vue technique, la hausse des taux réels explique l'essentiel des mouvements

de taux, éclipsant les anticipations d'inflation à moyen terme qui, à l'heure où nous écrivons ces lignes, n'ont pas varié depuis le début de l'année (alors que les points morts d'inflation dépassent probablement 2,6 %).

GRAPHIQUE 5 : ANTICIPATIONS DES MARCHÉS ET DE LA FED, TAUX D'INTÉRÊT AMÉRICAINS À TERME 5A5A

● Taux d'intérêt américains à terme 5A5A ● FOMC DOTS Medi « DOT PLOT » médian du FOMC pour les projections à long terme



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

BANQUES CENTRALES

Les banques centrales commencent à réagir à la pentification des courbes de taux, tout en évitant de décevoir les marchés en révisant leurs prévisions de solide rebond économique.

La Banque nationale d'Australie a stabilisé sa courbe des taux jusqu'à l'échéance de trois ans, sans intervenir pour contrer la montée des taux longs. Quant à la BCE, après des montants plus faibles qu'à l'accoutumée au premier trimestre 2021, elle devrait accroître ses achats d'actifs dans le cadre de son Programme d'achat d'urgence en cas de pandémie au deuxième trimestre, afin de limiter l'impact des taux américains et de contenir les rendements. De son côté, la Fed continue de souligner l'existence de risques baissiers à court terme, même si elle a récemment relevé ses prévisions d'inflation et de croissance. Elle maintient toutefois un discours accommodant, évoquant des taux courts à un niveau faible jusqu'en 2023, comme l'indique les « DOTS plots » publiée par la banque centrale. Cela peut sembler paradoxal, car la pression en faveur d'une pentification est plus forte aux États-Unis que dans la zone euro, où il s'agit de contrôler les *spreads* souverains plutôt que la courbe des taux.

La performance des obligations indexées sur l'inflation a compensé la contre-performance de la hausse de taux depuis le début de l'année. En tant que gérants, nous avons réduit ces positions dans nos portefeuilles, car les chiffres d'inflation élevés attendus pour avril-mai sont déjà largement intégrés dans les points morts d'inflation.

Les perspectives de croissance à court terme sont renforcées par la relance budgétaire américaine, qui se propagera à travers le monde et soutiendra la demande finale et les besoins d'investissement. Cependant, comme l'a déclaré M. Kaplan en 2018, « Si ces politiques n'augmentent pas fondamentalement le potentiel de croissance à moyen ou long terme de l'économie américaine, elles pourraient n'avoir qu'un impact marginal sur le taux neutre à long terme ».

Les produits de *spreads*² se sont très bien comportés dans cet environnement de hausse des rendements, grâce aux perspectives de réouverture de l'économie (il en a été de même pour les marchés boursiers) et, en Europe, au soutien continu de la BCE. Les dettes *investment grade* et *high yield* ont surperformé avec une volatilité limitée, les *spreads* ayant continué à se resserrer récemment.

D'autre part, les obligations CCC les moins bien notées ont fortement progressé aux États-Unis grâce aux émetteurs du secteur de l'énergie, soutenus par le rebond du pétrole. En Europe, l'amélioration des notations de crédit et les bons résultats des émetteurs ont tiré la performance.

Soutenue par des fondamentaux solides et des valorisations bon marché par rapport à d'autres produits de *spreads* présentant des fondamentaux, des notations et une taille de marché comparables, la dette subordonnée des marchés développés reste l'un de nos thèmes d'investissement favoris cette année. Néanmoins, ce segment a sous-performé fin février/début mars et la corrélation avec les valeurs bancaires s'est effondrée, les actions poursuivant leur mouvement de rattrapage.

LES PERSPECTIVES DES MARCHÉS ÉMERGENTS RESTENT POSITIVES, MAIS VULNÉRABLES À TERME

Les actifs des marchés émergents ont enregistré de faibles performances mensuelles, la hausse des rendements américains à long terme et du dollar ayant pesé sur les prix en dollars. Néanmoins, les perspectives des marchés émergents restent positives. L'important plan de relance budgétaire adopté aux États-Unis et l'augmentation du PIB américain qui en découle, combinés à un effet de report plus important des résultats du PIB du quatrième trimestre 2020, entraînent des révisions à la hausse dans un certain nombre d'économies émergentes. Toutefois, une résurgence généralisée des variants de COVID-19 et un resserrement continu des conditions financières au niveau mondial, associés à un nouveau renforcement du dollar américain, font peser des risques sur la croissance. Sur le front du crédit, les *spreads investment grade* avoisinent les niveaux antérieurs à la pandémie de COVID-19. Les *spreads* des marchés émergents pourraient dès lors se resserrer sur certains segments bon marché. Le fait de privilégier les obligations *high yield* de durée courte offre une protection contre les hausses de taux et/ou la pression en faveur de la pentification des courbes de taux. En termes de valeur relative, les valorisations asiatiques sont très attrayantes malgré des *spreads* plus élevés en Amérique latine, qui reflètent des notations plus faibles traduisant d'importantes incertitudes macroéconomiques et politiques.



LES
PRODUITS DE
SPREADS²
se comportent
très bien dans
cet environnement
de hausse
des rendements

2 - Produits de *spread* : les titres d'agences, les titres adossés à des actifs, les obligations d'entreprise, les obligations à haut rendement et les titres adossés à des créances hypothécaires sont différents types de produits de *spreads* (écart de taux).

C'EST UNE QUESTION DE TAUX !

Nous restons positifs sur les marchés actions, malgré l'envolée des rendements obligataires. Parallèlement à la croissance à deux chiffres des bénéfices par action (BPA), la reprise du PIB devrait s'accélérer grâce aux effets de base, au déploiement des vaccins, à la réouverture de l'économie et au soutien continu des mesures de relance monétaire et budgétaire. Les investisseurs ciblent à nouveau les actions, avec une prédilection pour les valeurs *value*. En revanche, les valeurs de croissance restent vulnérables à cette rotation à court terme.



Les valeurs de croissance et les TITRES TECHNOLOGIQUES sous pression à cause des taux

Depuis le début de l'année, les rendements obligataires américains ont fortement augmenté – de 0,90 % à 1,70 % –, la hausse la plus récente étant due à une remontée des taux d'intérêt réels. Cette évolution sert désormais de boussole aux marchés actions et constitue le moteur de la rotation qui délaisse les grandes entreprises technologiques et les thèmes de croissance séculaire au profit de titres plus cycliques/*value*. Les marchés actions devraient être en mesure d'intégrer ce rééquilibrage, mais la Fed n'augmentera pas ses achats d'actifs visant à limiter une éventuelle accélération incontrôlée du rendement des obligations sans nouveau dérapage des marchés obligataires et boursiers. La volatilité augmentera si la pentification s'accélère, et les marchés actions devraient s'avérer vulnérables à un rendement du taux à 10 ans supérieur à 2 %.

Si ce plan ravive les espoirs d'une reprise cyclique, les craintes d'un retour de l'inflation ont un impact considérable sur les rendements obligataires américains. Ce mouvement de grande ampleur a pénalisé les entreprises affichant les ratios de valorisation les plus importants, via l'actualisation des revenus futurs à des taux d'intérêt plus élevés. Les valeurs de croissance, les titres technologiques et le Nasdaq sont ainsi sous pression à cause des taux. En outre, la forte hausse des rendements américains a fait émerger un nouveau leader : depuis le début de l'année, l'indice US MSCI Value Total Return a progressé de 9 %, contre 5 % pour l'indice US MSCI et 1 % pour l'indice US MSCI Growth (graphique 6). Dans l'ensemble, les BPA devraient connaître une croissance dynamique aux États-Unis : celle-ci pourrait atteindre +22,5 % en 2021, après un recul de -6,7 % en 2020.

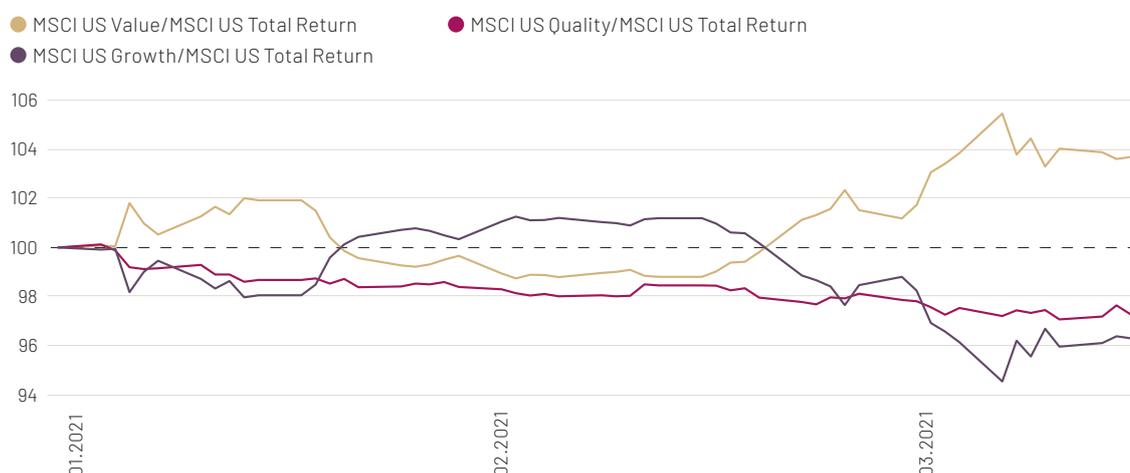
ÉTATS-UNIS

Le président Joe Biden a présenté un plan de relance de 1 900 milliards de dollars pour lutter contre la pandémie de COVID-19 et ses effets sur l'économie américaine. « Nous devons agir dès maintenant, il est impossible d'attendre », a déclaré le président.

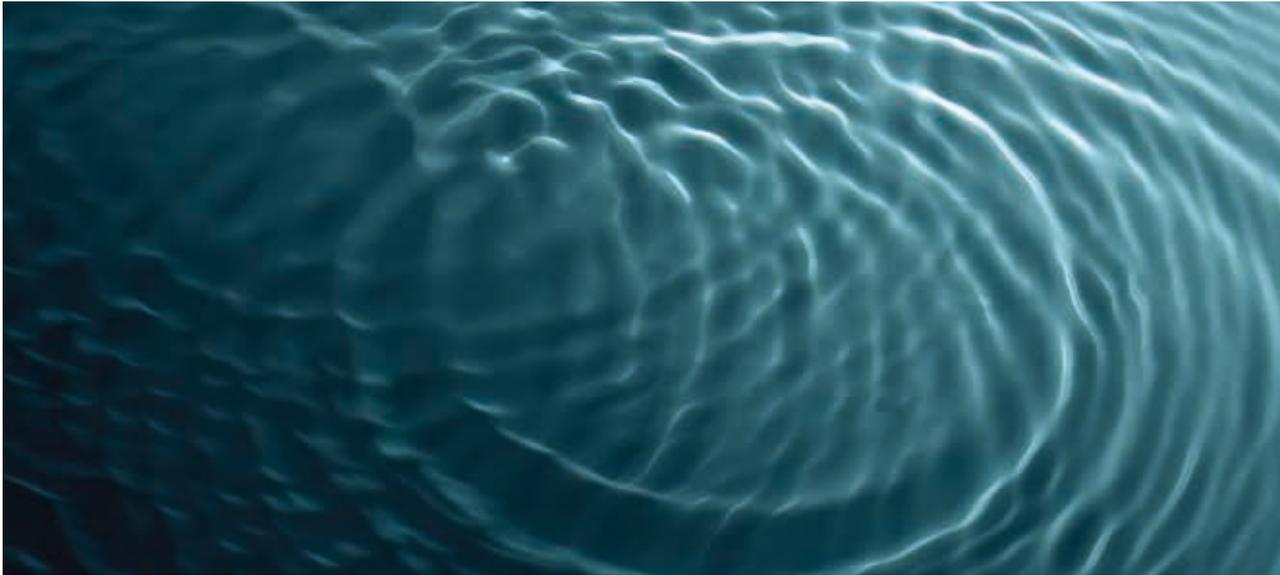
EUROPE

Nous conservons notre opinion positive sur l'Europe. Le marché actions européen est plus orienté vers les secteurs cycliques et *value* que ses homologues américains ou émergents, ce qui lui confère un avantage indéniable lorsque l'activité économique s'accélère.

GRAPHIQUE 6 : INDICE MSCI USA VALUE ET INDICES MSCI USA GROWTH/QUALITY*



*La forte hausse des rendements américains à 10 ans a fait émerger un nouveau leader.
Sources : Refinitiv, Indosuez Wealth Management.



En outre, les prévisions de BPA pour cette année et l'année prochaine continuent de s'améliorer (la croissance des BPA de l'indice MSCI Europe pour 2021 est prévue à 33,36 % pour les valeurs de *value* et 29,60 % pour les valeurs de croissance. Ces chiffres ont respectivement été révisés à la hausse de 6,7 % et 4,8 % au cours des trois derniers mois). Par conséquent, la région attire de nouveau les investisseurs étrangers, comme l'illustrent les récentes entrées de fonds. Enfin, l'Europe se situe à l'avant-garde de la tendance ESG (critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance utilisés en finance responsable) et offre une exposition à certains thèmes de croissance séculaire à long terme, parmi lesquels nous privilégions le thème du développement durable.

MARCHÉS ÉMERGENTS

À partir de la mi-février, l'incertitude et les inquiétudes croissantes concernant une hausse potentielle de l'inflation et des taux d'intérêt aux États-Unis ont déclenché une onde de choc de forte intensité sur les marchés boursiers émergents. Du point de vue des fondamentaux, l'Asie se trouve néanmoins dans une situation différente de celle du monde occidental. Si la Chine a actionné la politique budgétaire et pris des mesures ciblées au plus fort de la crise de COVID-19, l'économie chinoise est désormais en voie de normalisation. La récente correction a surtout touché les valeurs de croissance en Asie, mais les titres cycliques/*value* n'ont pas été épargnés. En réalité, les marchés actions ont enregistré plusieurs sessions de « pêche en eaux profondes » dans toute l'Asie. En termes fondamentaux, nous restons néanmoins

positifs sur les actions chinoises. Si la Fed fournit des éclaircissements concernant l'ampleur et le rythme de la hausse des taux d'intérêt américains, l'attention des investisseurs devrait se tourner à nouveau vers les fondamentaux et favoriser les valeurs de croissance et les titres cycliques/*value* en Asie.

STYLE D'INVESTISSEMENT

Le récent mouvement des rendements réels a entraîné une surperformance rapide des segments *value* les plus risqués. L'examen de la dynamique des BPA montre que les valeurs de *value* sont plus robustes que les valeurs de croissance depuis le début de l'année, ce que le marché n'a pas encore pleinement intégré. Cette tendance pourrait se renforcer dans les mois à venir, car la décote de valorisation des valeurs *value* par rapport aux valeurs de croissance reste élevée sur une base historique, tandis que la communauté des investisseurs continue de sous-pondérer le segment *value*.

Les portefeuilles d'actions de qualité/de croissance pourraient ainsi subir une pression accrue dans les mois à venir. Si la Fed décide d'intensifier ses achats d'actifs pour maintenir les rendements réels à un faible niveau, cela devrait pousser ces rendements à la baisse et limiter le recul des stratégies de croissance, offrant ainsi des opportunités de rachat à terme.

UNE ONDE DE CHOC

de forte intensité
sur les actions
des marchés
émergents



Jamais les vaccins n'auront eu un tel impact sur les marchés. Alors que l'euro est à la merci d'un dollar plus fort, la livre sterling progresse grâce à la campagne de vaccination britannique. Parallèlement, la devise chinoise s'est encore renforcée par rapport à ses homologues depuis le début de l'année.



L'opposition
entre l'UE et
les États-Unis
soutiendra
LE DOLLAR

EURO (EUR)

Alors que d'autres devises mènent la danse, l'euro est en retrait sur le marché des changes ces derniers temps, freiné par plusieurs facteurs à court terme : l'élargissement de la dynamique macroéconomique, le retard des campagnes de vaccination (par rapport au Royaume-Uni et aux États-Unis) et la légère augmentation de l'assouplissement quantitatif et des achats d'obligations par la BCE. En conséquence, l'euro se trouve à la merci de l'appréciation du dollar et d'autres devises. À moyen terme, il convient toutefois de noter que l'euro part d'une base assez faible. Nous considérons donc que de nombreux risques haussiers persistent, dans un monde où le commerce mondial redémarre grâce à une reprise de la croissance (ce qui bénéficie à l'économie exportatrice de la zone euro). Dans l'intervalle, la volatilité récente induite par les bons du Trésor américain suggère une fourchette de prix plus large – la paire EUR/USD devrait évoluer entre 1,17 et 1,23 – et les investisseurs haussiers sur l'euro doivent espérer que la pandémie sera rapidement freinée.

DOLLAR US (USD)

Le rebond du dollar, sur lequel se concentraient les positions vendeuses, s'est accéléré malgré l'attitude toujours accommodante du FOMC (organe de politique monétaire de la Fed). Les marchés obligataires américains ont surtout pris en compte les ventes de détail, relativement

vigoureuses, et le déploiement prometteur des vaccins piloté par la présidence Biden. Il est encore trop tôt pour conclure que l'amélioration de la croissance économique américaine générera de l'inflation au-delà d'une simple phase transitoire. C'est pourquoi les responsables de la Fed, stoïques, continuent d'afficher des perspectives positives pour les marchés à ce stade. De manière indéniable, la demande refoulée des consommateurs américains – reposant sur une épargne élevée et des aides financières récentes –, la gestion efficace de la crise de COVID-19 et les niveaux records des indices boursiers contrastent fortement avec l'évolution de la pandémie et la lenteur frustrante des campagnes de vaccination en Europe continentale. Cette divergence continuera de soutenir le dollar et éclipsera les préoccupations liées au double déficit, du moins à court terme, jusqu'à ce que l'Europe se montre plus efficace.

LIVRE STERLING (GBP)

La livre poursuit sa progression, alors que le Royaume-Uni s'apprête à vacciner les personnes de plus de 50 ans et que le marché ignore la querelle juridique entourant le commerce avec l'Irlande du Nord, déclenchée moins de trois mois après la signature de l'accord commercial (il n'aura pas fallu longtemps !). Cette progression de la livre est caractéristique : en raison de son déficit commercial généralement important, la devise britannique a tendance à se renforcer

lentement en période de prospérité et à chuter rapidement en période de crise. Nous pensons qu'il subsiste une marge de progression avant de devoir réévaluer la situation. Après le Brexit, la paire EUR/GBP a atteint un plancher de 0,8277 et la paire GBP/USD un sommet de 1,4377, tandis que la tendance haussière n'a pas été invalidée d'un point de vue technique (graphique 7).

YUAN (CNY)

La reprise exceptionnelle observée en Chine constitue une bonne nouvelle, mais qui n'est pas sans poser certains problèmes. La pression sur la Banque populaire de Chine (BPC) s'est accrue en raison d'un raz-de-marée de liquidités résultant des politiques de relance adoptées à l'étranger. Les capitaux continuent d'affluer de manière ininterrompue et non couverte sur les marchés chinois, qui offrent une alternative attrayante en termes de rendement « réel » relatif. En outre, l'explosion de la demande d'exportations de fournitures médicales chinoises a propulsé l'excédent commercial de la Chine à un niveau record. Dans ce contexte, il n'est guère surprenant que la devise chinoise, qui affiche déjà les meilleurs scores des devises du G20 sur des périodes de 1, 3, et 5 ans, se soit encore renforcée par rapport à ses homologues depuis le début de l'année.

Sans surprise, la BPC est intervenue pour freiner l'appréciation de la devise, en cherchant à maintenir un niveau proche du cours pondéré par les échanges avec l'Europe, qui est désormais son principal partenaire commercial. Pour faire contrepoids, le gouvernement envisagerait d'assouplir les contrôles draconiens sur les sorties

de capitaux : le seuil de conversion de 50 000 dollars par an pour les résidents du continent autorisés à acheter des devises pour voyager, étudier ou travailler à l'étranger pourrait ainsi être révisé. La volonté de relever ce seuil, associée à la mise en œuvre de nouveaux mécanismes d'investissement étranger, souligne les difficultés que comporte l'internationalisation – aussi graduelle que possible – du yuan. Nous restons positifs et tirerons parti de toute correction éventuelle.

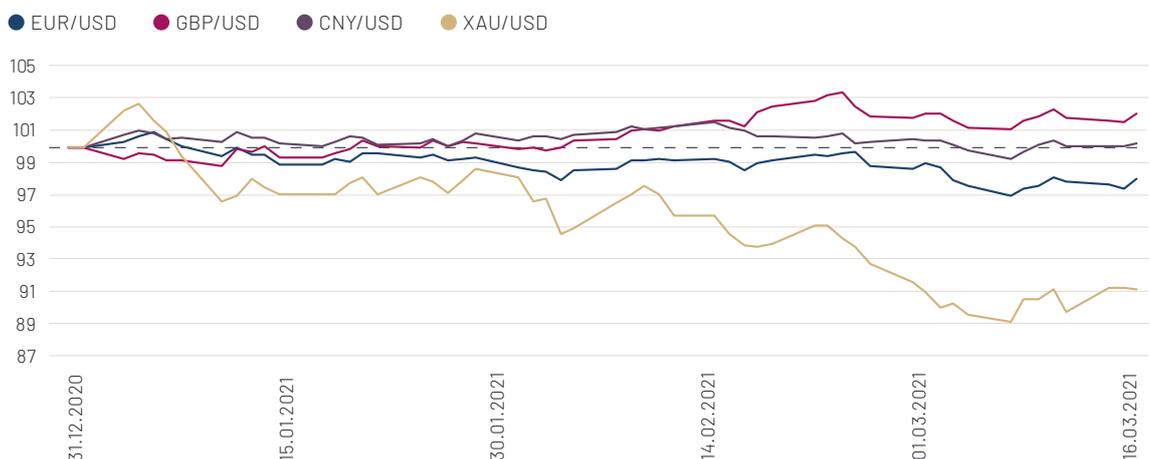
OR

Le métal jaune a été particulièrement malmené en mars, les encours sur les ETF (Exchange Trade Funds - fonds indiciels cotés et négociés en bourse) continuant de chuter. Cette évolution témoigne du retrait des investisseurs à court terme, qui suivent la tendance baissière initiée à partir du sommet historique atteint en août. Ce mouvement est également fortement corrélé à la hausse des taux réels à long terme aux États-Unis. Cela étant dit, le rythme de dépréciation reste modéré et sans commune mesure avec les plonges observés en mars 2020, lorsque les investisseurs ont liquidé leurs positions pour financer leurs besoins de trésorerie. Il s'agit donc, à ce stade, d'une correction saine à partir de niveaux élevés. Toutefois, si les craintes d'inflation continuent de monter et que la Fed maintient les taux réels à long terme à des niveaux planchers, il est possible que l'or retrouve son rôle de couverture contre l'inflation. Le métal jaune deviendrait très attrayant sur les supports importants situés juste en dessous des récents points bas, autour de 1 660-1 680.



Assouplissement
du contrôle
des capitaux
en vue pour la
CHINE ?

GRAPHIQUE 7 : PROGRESSION DE LA LIVRE AU PREMIER TRIMESTRE 2021, 100 = 31.12.2020



Sources : Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS



STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

TENDANCE MACROÉCONOMIQUE : UNE ANNÉE DE REPRISE

- Une reprise à plusieurs vitesses : la Chine a déjà dépassé le pic d'accélération, les États-Unis sont en pleine reprise et l'Europe, à la traîne, devrait rattraper son retard au cours du second semestre 2021 (il s'agit plutôt d'une reprise retardée que d'une récession à double choc récessif).
- La croissance mondiale dépassera 5 %, un contexte favorable aux actifs risqués à travers le monde.

POLICY-MIX : UN PLAN DE RELANCE SURDIMENSIONNÉ ?

- États-Unis : une politique budgétaire et monétaire coordonnée et particulièrement procyclique.
- Europe : un plan de relance ambitieux, mais moins ciblé et moins axé sur la demande qu'aux États-Unis.
- Chine : un léger resserrement de la liquidité, mais un *policy-mix* globalement favorable et une normalisation très progressive.

PENTIFICATION DE LA COURBE DES TAUX EN COURS

- La pentification de la courbe des taux se poursuit de façon irrégulière, avec une forte sensibilité aux évolutions macroéconomiques et politiques à court terme.
- Nous relevons notre objectif de rendement du taux à 10 ans vers la zone 1,8 %/2 % au second semestre, avec un potentiel de dépassement. Ceci reflète : le plan de relance de 1 900 milliards

de dollars, le futur plan d'investissement dans les infrastructures, les prix élevés de l'énergie et une forte reprise américaine justifiant la normalisation des taux à long terme au-delà des seuils d'inflation, en hausse rapide depuis l'année dernière.

FONDAMENTAUX *BOTTOM-UP*

- Une saison des résultats robuste au quatrième trimestre 2020 et une année de croissance à deux chiffres des BPA, l'Europe devançant les États-Unis grâce à d'importants effets de base sur les secteurs cycliques et *value*, qui contribuent largement à la reprise des bénéfices.
- Des taux de défaut plus faibles et le processus de désendettement engagé en 2020 devraient conduire à une évolution positive des notations des entreprises.

VALORISATIONS ET SENTIMENT DE MARCHÉ

- Les valorisations élevées laissent une marge d'erreur limitée et restent vulnérables à une possible accélération de la hausse des taux.
- La polarisation des valorisations entre les secteurs reste importante, ce qui favorise la rotation vers les actions *value*.
- En ce qui concerne les marges de crédit, la réduction des *spreads* pousse les investisseurs vers les compartiments les plus risqués du marché.

FACTEURS DE RISQUE/CAS ALTERNATIFS

- Pentification excessive de la courbe des taux, le taux à 10 ans dépassant les 2 %, ce qui pourrait nuire aux marchés actions.



2 %

objectif pour le
10 ans américain
au second
semestre 2021

Poursuite
de la
ROTATION
vers les titres
value

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

ACTIONS

- Opinion positive sur les actions, avec une poursuite de la rotation vers les titres *value* (positionnement sur les titres cycliques et les bénéficiaires de la reflation).
- Surpondération des actions européennes malgré une reprise retardée, car l'Europe offre un important gisement de titres *value* et bénéficierait d'un dollar potentiellement plus élevé.
- Opinion neutre sur les actions américaines, compte tenu de valorisations plus élevées et de la plus grande vulnérabilité du style « croissance de qualité » à la hausse des taux longs américains.
- Maintien d'une opinion positive sur les actions asiatiques : ciblage de la Chine et diversification sur les secteurs cycliques en Asie du Sud-Est. Prudence sur l'Amérique latine, qui pourrait s'avérer plus vulnérable à une hausse des taux américains.

OBLIGATIONS

- Maintien d'une sous-pondération modérée de la duration.
- Approche positive du portage des entreprises *high yield* et de la dette financière.
- Segment *investment grade* : rendement total vulnérable à une hausse des taux.
- Obligations asiatiques : conviction maintenue, avec un profil de rendement/risque intéressant malgré la vulnérabilité aux taux américains.

DEVICES ET MATIÈRES PREMIÈRES

- Facteurs de soutien à court terme pour le dollar (*policy-mix* et différentiel de tendance macroéconomique), malgré des fondamentaux externes plus faibles. Rebond de la paire EUR/USD au second semestre 2021. Opinion positive sur le yuan.
- Opinion plus prudente, à court terme, sur l'or et les autres valeurs refuges (franc suisse et yen). L'or pourrait toutefois être soutenu si l'inflation augmente et que la Fed décide de contrôler la courbe.

CONVICTIONS CLÉS

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

Source : Indosuez Wealth Management.

08 • Market Monitor (devises locales)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 16 MARS 2021



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PBS)	VARIATION ANNUELLE (PBS)
Bons du Trésor américain 10A	1,62 %	30,38	70,47
France 10A	-0,09 %	3,10	25,60
Allemagne 10A	-0,34 %	1,20	23,50
Espagne 10A	0,31 %	2,00	27,00
Suisse 10A	-0,27 %	-1,60	27,90
Japon 10A	0,10 %	2,10	8,30

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	43,33	-3,69 %	-4,24 %
Emprunts d'État en EUR	220,69	-0,07 %	-0,66 %
Entreprises haut rendement en EUR	209,85	0,05 %	1,35 %
Entreprises haut rendement en USD	318,58	-1,02 %	0,13 %
Emprunts d'État américains	320,99	-0,83 %	-1,50 %
Entreprises émergentes	52,10	-1,31 %	-1,88 %

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	1,10	1,86 %	1,80 %
GBP/USD	1,39	-0,09 %	1,62 %
USD/CHF	0,92	3,61 %	4,46 %
EUR/USD	1,19	-1,68 %	-2,56 %
USD/JPY	109,00	2,79 %	5,57 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	19,79	-1,67	-2,96

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	3 962,71	0,77 %	5,50 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	6 803,61	0,81 %	5,31 %
Stoxx Europe 600	426,82	1,82 %	6,96 %
Topix	1981,50	0,84 %	9,80 %
MSCI World	2 823,69	-0,16 %	4,97 %
Shanghai SE Composite	5 079,36	-12,54 %	-2,53 %
MSCI Emerging Markets	1 349,07	-6,46 %	4,48 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 310,94	-4,42 %	-5,74 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	262,66	1,31 %	8,87 %
MSCI Asia Ex Japan	886,06	-7,08 %	5,12 %
CAC 40 (France)	6 055,43	4,65 %	9,08 %
DAX (Allemagne)	14 557,58	3,51 %	6,11 %
MIB (Italie)	24 261,12	3,50 %	9,12 %
IBEX (Espagne)	8 657,70	6,18 %	7,23 %
SMI (Suisse)	10 944,48	0,34 %	2,25 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	4 708,00	9,64 %	11,56 %
Or (USD/Oz)	1 731,40	-3,51 %	-8,79 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	64,80	7,91 %	33,55 %
Argent (USD/Oz)	25,97	-4,94 %	-1,66 %
Cuivre (USD/Tonne)	8 960,50	6,60 %	15,38 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	2,56	-18,12 %	0,91 %

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

RENDEMENT MENSUEL DES INDICES, HORS DIVIDENDES

- FTSE 100
- Topix
- MSCI World
- MSCI EMEA
- MSCI Emerging Markets
- Stoxx Europe 600
- S&P 500
- Shanghai SE Composite
- MSCI Latam
- MSCI Asia Ex Japan

DÉCEMBRE 2020	JANVIER 2021	FÉVRIER 2021	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (16 MARS 2021)
11,60 %	3,98 %	3,08 %	1,82 %	9,80 %
7,15 %	2,97 %	2,61 %	1,31 %	8,87 %
6,62 %	2,70 %	2,45 %	0,84 %	6,96 %
6,32 %	1,07 %	2,31 %	0,81 %	5,50 %
5,06 %	0,23 %	1,83 %	0,77 %	5,31 %
4,14 %	-0,80 %	1,22 %	-0,16 %	5,12 %
3,71 %	-0,82 %	1,19 %	-4,42 %	4,97 %
3,10 %	-1,05 %	0,73 %	-6,46 %	4,48 %
2,84 %	-1,11 %	-0,28 %	-7,08 %	-2,53 %
2,48 %	-6,80 %	-3,10 %	-12,54 %	-5,74 %

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

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE





AEMF : Autorité européenne des marchés financiers.

AEUMC : Accord États-Unis – Mexique – Canada, accord de libre-échange signé le 30 septembre 2018 par les responsables politiques des trois pays et qui remplace l'ALENA (créé en 1994).

Backwardation : se dit d'un marché sur lequel le prix des contrats à terme est inférieur au prix « spot » (au comptant) du sous-jacent. On parle également de marché en déport (situation inverse du Contango ou marché en report).

Barbell : une stratégie de placement qui exploite les deux extrémités de la courbe de rendement, par exemple en prenant une position longue (acheteuse) sur les taux courts et les taux longs d'un marché obligataire.

Bear (ou bearish) : désigne une tendance baissière/un sentiment négatif du marché ou l'investisseur.

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

Bottom-up (en anglais signifiant « de bas en haut ») : analyses ou stratégies de placement qui se focalisent sur les données fondamentales des entreprises, en opposition à une analyse « top-down », qui se concentre sur les agrégats macroéconomiques.

BPA : bénéfice par action.

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

Bull (ou bullish) : désigne une tendance haussière/un sentiment positif du marché ou de l'investisseur.

Bund : obligation d'État allemande à 10 ans.

Call : terme anglais désignant une option d'achat sur un instrument financier, c.-à-d. le droit d'acheter à un certain prix.

CFTC (Commodity Futures Trading Commission) : un organisme fédéral américain indépendant en charge de la surveillance réglementaire sur les marchés américains des options et des contrats à terme sur matières premières.

COMEX (Commodity exchange) : le COMEX a fusionné avec le NYMEX aux États-Unis en 2014 et est devenu la division spécialisée dans la négociation d'options et de contrats à terme sur métaux.

Conseil de coopération du Golfe (CCG) : organisation visant à favoriser la coopération régionale entre l'Arabie saoudite, l'Oman, le Koweït, Bahreïn, les Émirats arabes unis et le Qatar.

Contango : se dit d'un marché sur lequel le prix des contrats à terme est supérieur au prix « spot » (au comptant) de l'actif sous-jacent. On parle également de marché en report (situation inverse à la Backwardation ou marché en déport).

Dettes subordonnées : une dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend de la perte maximale historique subie par la valeur d'un portefeuille d'investissement. Il constitue un indicateur de risque du portefeuille.

Drawdown : correspond à la perte maximale historique subie par la valeur d'un portefeuille d'investissement. Il constitue un indicateur de risque du portefeuille.

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.

ESG : environnemental, social et de gouvernance.

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.

G10 : l'un des cinq groupes, à savoir les Groupes des 7, 8, 20 et 24, visant à favoriser le dialogue et la coopération entre des pays dont les intérêts (économiques) sont similaires. Les membres du G10 sont : l'Allemagne, la Belgique, le Canada, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse (qui est le 11e membre).

GES : gaz à effet de serre.

High yield ou haut rendement : catégorie d'obligations, également appelées obligations spéculatives (*junk bonds*, en anglais), dont la notation est inférieure à « investment grade » (c'est-à-dire toutes les notations inférieures à BBB- selon l'échelle de l'agence de rating Standard & Poor's). En règle générale, plus la notation est faible, plus le rendement est élevé, car le risque sur leur remboursement est plus élevé.

Huard : appellation populaire du dollar canadien.

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.

Indices investment grade/high yield iBoxx : indicateurs de référence mesurant le rendement des obligations d'entreprises *investment grade/high yield*, à partir de prix multi-sources et en temps réel.

Indice Russell 2000 : indice de référence mesurant la performance du segment petites capitalisations américaines. Il comprend les 2000 plus petites sociétés de l'indice Russell 3000.

Investment grade : catégorie d'obligations de « haute qualité » dont la notation est située entre AAA et BBB- selon l'échelle de l'agence de rating Standard & Poor's ou équivalent pour les autres agences (Fitch ou Moody's).

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.

ISR : investissement socialement responsable.

LIBOR (London Interbank Offered Rate) : taux d'intérêt interbancaire moyen auquel une sélection de banques veut s'accorder des prêts sur le marché financier londonien. Les taux LIBOR existent en plusieurs durées (jusqu'à 12 mois) et en différentes devises. Le LIBOR n'existera plus à compter de 2020.

LME (London Metal Exchange) : bourse d'échange des matières premières comme le cuivre, le plomb ou le zinc, au Royaume-Uni.

LVT : Ratio prêt/valeur (*Loan-to-Value*) ; ratio qui exprime la taille d'un prêt en fonction de la valeur des actifs acquis. Ce ratio est couramment utilisé pour les prêts hypothécaires ; les organismes de réglementation financière le plafonnent souvent afin de protéger prêteurs et emprunteurs contre les chutes soudaines et brutales des prix immobiliers.

Mark-to-market : valorisation des actifs au prix prévalant sur le marché.

Momentum : style d'investissement consistant à investir régulièrement des actions qui sont en tendance haussière (sur une période récente de quelques semaines à quelques mois), dans l'attente que les prix vont continuer à monter.

Obligation inférieure au pair : obligation dont le prix est inférieur à sa valeur nominale, c.-à-d. inférieure à 100.

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

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%.

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.

Put : contrat d'option qui confère le droit, mais pas l'obligation, de vendre un montant déterminé d'un actif sous-jacent à un prix fixé à l'avance pendant une période de temps donnée ou à une date fixée. L'acheteur du put s'attend à ce que le prix de l'actif sous-jacent baisse à un niveau inférieur au prix de l'option avant la date d'expiration. La valeur du put augmente à mesure de la baisse du prix de l'actif sous-jacent, et vice versa.

Quantitative easing (QE) : 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.

Renminbi : en chinois se traduit littéralement par « monnaie du peuple ». C'est le nom officiel de la devise de la Chine (à l'exception de Hong Kong et Macao). On le désigne souvent sous le nom de yuan.

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

Short covering : couverture ou clôture des positions de vente à découvert.

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.

Swap : un swap est un instrument financier, ou contrat d'échange, souvent de gré à gré qui permet d'échanger deux flux financiers. Les sous-jacents principaux utilisés pour définir les swaps sont les taux d'intérêt, les devises, les actions, le risque de crédit et les matières premières. Il permet par exemple d'échanger à dates fixes un montant fonction d'un taux variable contre un taux fixe. Les swaps peuvent être utilisés pour prendre des positions spéculatives ou de protection des risques financiers.

Titres hybrides : titres qui empruntent des caractéristiques à la fois des obligations (versement d'un coupon) et des actions (pas de date d'échéance ou très éloignée, ou bien des maturités très longues ; un coupon peut ne pas être versé, comme pour un dividende).

Value : segment des actions décotées, c'est-à-dire des sociétés dont le prix de l'action est inférieur à sa valeur intrinsèque.

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.

Wedge (terme anglais se traduisant par « biseau ») : en analyse technique, on parle de biseau lorsque deux droites de tendance tracées en dessous et au-dessus d'un cours convergent l'une vers l'autre, en pointe.

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'exhaustivité 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 Wealth (Group) (Indosuez Group), société de droit français, holding de l'activité de gestion de fortune du groupe Crédit Agricole, et ses filiales (directes et indirectes) et/ou entités consolidées menant la même activité, à savoir CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, CA Indosuez Wealth (Brésil) SA DTVM, CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA et CA Indosuez Wealth (Miami), leurs filiales (directes et indirectes), succursales et bureaux de représentation respectifs, quel que soit leur lieu d'implantation, exercent leurs activités sous la marque unique Indosuez Wealth Management. Ces sociétés sont désignées individuellement par l'« Entité » et collectivement par les « Entités ».

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

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

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

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

- **en France** : la présente Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (France), société anonyme au capital de 82 949 490 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. Les informations qui figurent dans la présente Brochure ne constituent ni (i) de la recherche en investissement au sens de l'article 36 du Règlement délégué (UE) 2017-565 de la Commission du 25 avril 2016 et de l'article 3, paragraphe 1, points 34 et 35 du Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, ni (ii) une recommandation personnalisée telle que visée par l'article D. 321-1 du Code monétaire et financier. Il est recommandé au lecteur de ne mettre en œuvre les informations contenues dans la présente Brochure qu'après avoir échangé avec ses interlocuteurs habituels au sein de CA Indosuez Wealth (France) et recueilli, le cas échéant, l'opinion de ses propres conseils spécialisés en matière comptable, juridique et fiscale ;
- **au Luxembourg** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 45 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de Espana (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de

crédit dûment enregistré au Luxembourg et supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Adresse : Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Espagne), enregistrée auprès de la Banque d'Espagne sous le numéro 1545. Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro T 30.176.F 1.S 8, H M-543170, CIF (Numéro d'identification fiscale) : W-0182904-C ;

- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B91.986, un établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (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^{er} - 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, 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 RAS de Hong Kong** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571) (SFO). La Brochure est susceptible d'être distribuée exclusivement à des investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme) (Cap. 571D) ;
- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No.FAA-607 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 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. ;
- **à Abu Dhabi** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, 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. ;
- **à Miami** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37th Floor, Miami, FL 33131, USA. La Brochure est fournie sur une base confidentielle à un nombre restreint de personnes, exclusivement à but informatif. Elle ne constitue pas une offre de titres aux États-Unis d'Amérique (ou dans toute juridiction où cette offre serait illégale). L'offre de certains titres susceptibles d'être mentionnés dans la Brochure peut ne pas avoir été soumise à enregistrement conformément à la Loi sur les titres de 1933. Certains titres peuvent ne pas être librement transférables aux États-Unis d'Amérique ;
- **au Brésil** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Brésil) SA DTVM, Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3rd floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, enregistrée auprès de la CNPJ/MF sous le numéro 01.638.542/0001-57 ;
- **en Uruguay** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 - World Trade Center Torre III - Piso 15 - Of. 1576, 11300 Montevideo, Uruguay. 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. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été revus ou approuvés par ni enregistrés auprès de la Banque Centrale d'Uruguay ou par une autre autorité réglementaire d'Uruguay.

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.

Achevé de rédiger le 19.03.2021.

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.

