

MONTHLY HOUSE VIEW

Document Marketing - Mai 2021

Focus

Rendre aux infrastructures leur grandeur

• Table des matières

01•	Éditorial UN PARFUM D'ESPRITS ANIMAUX	P3
02•	Focus RENDRE AUX INFRASTRUCTURES LEUR GRANDEUR	P4
03•	Macroéconomie UNE NOUVELLE LOCOMOTIVE POUR LA CROISSANCE MONDIALE	P6
04•	Obligations RÉSILIENCE DES SPREADS DE CRÉDIT, MALGRÉ L'ENVIRONNEMENT DE HAUSSE DES TAUX	P8
05•	Actions COUP D'ENVOI DE LA SAISON DES RÉSULTATS !	P10
06•	Devises LE RALLYE DE CORRECTION DU DOLLAR FAIBLIT DÉJÀ	P12
07•	Allocation d'actifs SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS	P14
08•	Market Monitor APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	P16
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

« *Même au-delà de l'instabilité due à la spéculation, il est une instabilité due à la caractéristique de la nature humaine qu'une grande partie de nos activités positives dépend de l'optimisme spontané plutôt que des attentes mathématiques (...). La plupart, probablement, de nos décisions de faire quelque chose (...) ne peuvent être prises que comme le résultat des esprits animaux- un besoin spontané d'action plutôt que d'inaction.* »

John Maynard Keynes,
Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie, 1936.

Chère lectrice, Cher lecteur,

Comment faut-il interpréter l'optimisme actuel des marchés actions et jusqu'où cela peut-il progresser sans heurt ? À défaut de parler de bulle, on peut parler d'optimisme voire d'euphorie sur les marchés. Quelques signes ne trompent pas : une volatilité basse, des flux d'achats records, des ratios de valorisations stellaires et des cours de bourse après lesquels les analystes semblent courir chaque jour. Les observateurs rivalisent d'explications face à cette réalité.

Une première thèse avancée : un nouvel équilibre de prix. En résumé, les marchés actions auraient trouvé un nouveau régime de valorisation, justifié par un alignement de facteurs positifs : une reprise économique mondiale, des résultats en forte hausse, des transformations séculaires conduisant à de nouvelles sources de croissance et gains de productivité. Or, nous connaissons les limites de ce refrain : à chaque fois qu'on construit une théorie pour justifier des valorisations records (« cette fois c'est différent » comme dirait K. Rogoff), on est rattrapé par la réalité, miroir de notre excès d'optimisme.

Une autre théorie : une bulle rationnelle. Rationnelle car les investisseurs répondent positivement au signal envoyé par les autorités fiscales (devenus les réassureurs du cycle) et les autorités monétaires (devenus les *market makers* des actifs financiers). La limite de ce raisonnement, c'est que cet équilibre n'est généralement que temporaire ; parce que l'excès d'endettement finit par se traduire soit par plus d'impôts, soit par plus d'inflation, soit par moins de croissance, ce qui revient dans tous les cas à réduire les rendements réels nets de long terme. Une leçon de l'histoire de la politique économique, c'est que les moyens mis en œuvre pour sortir d'une crise sont souvent à l'origine de la crise suivante.

Une troisième explication, dans le prolongement de la seconde : un excès de levier, subventionné par les politiques économiques et qui induit de fortes distorsions sur le prix des actifs financiers. Si les investisseurs profitent de l'aubaine des taux courts à zéro et des chèques du gouvernement américain pour acheter des actifs financiers, on peut comprendre que les marchés dépassent nos attentes. L'engouement des ménages américains pour la bourse semble valider en partie cette hypothèse.

Une dernière interprétation : une myopie printanière assez classique. Les investisseurs seraient simplement en train d'extrapoler la croissance très forte de 2021 qui est en partie due à un effet de base important après une contraction des profits en 2020. Une sorte d'illusion mathématique et de court-termisme qui n'intègre pas le tassement probable de la croissance après 2022. Et qui prend parfois fin quand les bonnes nouvelles sont intégrées et que le ratio de surprises positives se tasse.

Ce qui nous ramène à Keynes. Après une année 2020 traumatisante sur le plan sanitaire, humain et économique, notre tendance naturelle est de passer du pessimisme à l'optimisme en se focalisant sur les bonnes nouvelles, par besoin viscéral de positiver et de se projeter, même quand le présent reste complexe et l'avenir porteur d'incertitudes. Et notre réflexe –naturel ou conditionné par l'information surabondante– est de réagir à l'actualité. Un premier pas vers une forme de rationalité serait d'en avoir conscience, pour en tirer parti sans excès, en étant prêt à réagir avant que les *bears* se réveillent...

RENDRE AUX INFRASTRUCTURES LEUR GRANDEUR

Dans le sillage du Plan de sauvetage américain (American Rescue Plan), géré avec efficacité par l'administration Biden, la Maison Blanche met désormais les bouchées doubles pour reconstruire et rénover les infrastructures américaines. Certes nécessaire, ce chantier massif et ambitieux constitue un défi de taille, son financement attisant déjà les controverses, y compris au sein du camp démocrate.



2 590

milliards de dollars :
le déficit d'investissement dans les infrastructures aux États-Unis

28%

le niveau d'imposition des sociétés souhaité par Joe Biden

LE DÉFICIT D'INVESTISSEMENT DANS LES INFRASTRUCTURES AUX ÉTATS-UNIS

Pays le plus riche au monde (en termes de PIB), les États-Unis se classent seulement au treizième rang pour ce qui est de la qualité globale des infrastructures. Bien que la note attribuée aux infrastructures nationales (C-) s'améliore, la Société américaine de génie civil (ASCE) révèle dans son dernier rapport que la facture des infrastructures est loin d'être réglée : le déficit d'investissement est passé de 2 100 à 2 590 milliards de dollars au cours des 10 dernières années.

Si rien n'est fait, cela pourrait coûter jusqu'à 3 millions d'emplois d'ici 2039 : il n'est donc pas surprenant que le président Biden ait baptisé son projet d'investissement « Plan pour l'emploi américain ». Ce projet, qui constitue la première phase d'un plan économique plus large en deux parties susceptible d'atteindre 4 000 milliards de dollars (la seconde phase étant le « Plan pour les familles américaines » consacré à la puériculture, l'éducation et la santé), devrait coûter 2 250 milliards de dollars sur 8 ans.

RECONSTRUIRE L'AMÉRIQUE

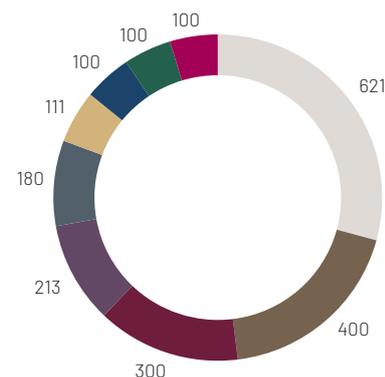
Contrairement aux précédents grands plans de relance, ce plan « unique en son genre » devrait s'attaquer à des problèmes structurels. Selon la proposition de la Maison Blanche, plus de 620 milliards de dollars seraient consacrés à l'amélioration des transports : rénovation des autoroutes, reconstruction de ponts, modernisation des systèmes de transport en commun et développement d'un réseau national de stations de recharge. Des incitations fiscales seraient également proposées pour encourager l'achat de véhicules électriques dans le cadre d'un investissement de 174 milliards de dollars. Au-delà des infrastructures de transport, 400 milliards de dollars seraient consacrés à l'amélioration de l'accès aux soins de santé et aux soins à domicile, ainsi qu'à la hausse des salaires dans ces secteurs.

La mise en place d'un secteur manufacturier de haute qualité (300 milliards de dollars) constitue une autre priorité du plan, l'accent étant mis sur le soutien aux fabricants domestiques, notamment dans le secteur des semi-conducteurs. Une partie de ce plan est en outre dédiée à des thèmes tels que la préparation aux pandémies, les énergies propres et la création de pôles d'innovation. Enfin, des investissements se chiffrant en centaines de milliards de dollars seraient engagés pour stimuler l'innovation, favoriser l'accès au haut débit via la 5G, améliorer l'efficacité énergétique des logements et construire des écoles (Graphique 1).

IMPOSER LES ENTREPRISES ET LES HAUTS REVENUS

Les États-Unis ayant déjà dépensé des milliards de dollars pour relancer l'économie, plusieurs options devaient être étudiées pour financer ce plan. Parmi les pistes envisagées, on peut notamment citer le relèvement de l'impôt sur les sociétés de

GRAPHIQUE 1 : VENTILATION DU PLAN D'INVESTISSEMENT DANS LES INFRASTRUCTURES PAR THÈME, MILLIARDS USD



Sources : CNN Politics, Indosuez Wealth Management.

21 % à 28 % sur quinze ans, l'augmentation du taux minimum global de l'impôt sur les multinationales à 21 % et le prélèvement d'une surtaxe de 10 % sur les délocalisations. L'administration Biden compte également générer des recettes en portant le taux d'imposition des Américains à hauts revenus à 39,6 %. Combinées à de nouvelles taxes sur les plus-values, à la suppression des avantages fiscaux sur les successions et à certaines économies dans le budget fédéral, ces mesures permettraient de financer entièrement les dépenses à venir.

UNE APPROCHE BIPARTITE SEMBLE PEU PROBABLE

Toutefois, si certains Républicains ont laissé entendre qu'ils soutiendraient l'effort de reconstruction nationale (Graphique 2), d'autres ont déjà appelé à un plan restreint (615 milliards de dollars). Par la voix de Mitch McConnell, chef du parti minoritaire au Sénat, les Républicains ont déclaré qu'ils considéraient la proposition comme un « cheval de Troie » dissimulant des hausses d'impôts, ce qui la rend inacceptable en l'état. Même si le président Biden appelle à une approche bipartite, atteindre les 60 votes nécessaires au Sénat paraît donc hors de portée.

Une stratégie permettant de contourner l'obstruction républicaine consisterait à utiliser les règles dites de « réconciliation budgétaire », qui permettraient une adoption de la proposition à la majorité simple. Les Démocrates ne détenant que 50 sièges au Sénat et comptant sur la vice-présidente Kamala Harris pour obtenir une majorité, toute divergence en leur sein empêcherait l'adoption du plan. À ce jour, les Démocrates ne forment pas un bloc parfaitement homogène : le sénateur Manchin préférerait un

impôt sur les sociétés de 25 %, tandis que d'autres réclament l'abrogation du plafond de déduction SALT¹ avant de donner leur feu vert.

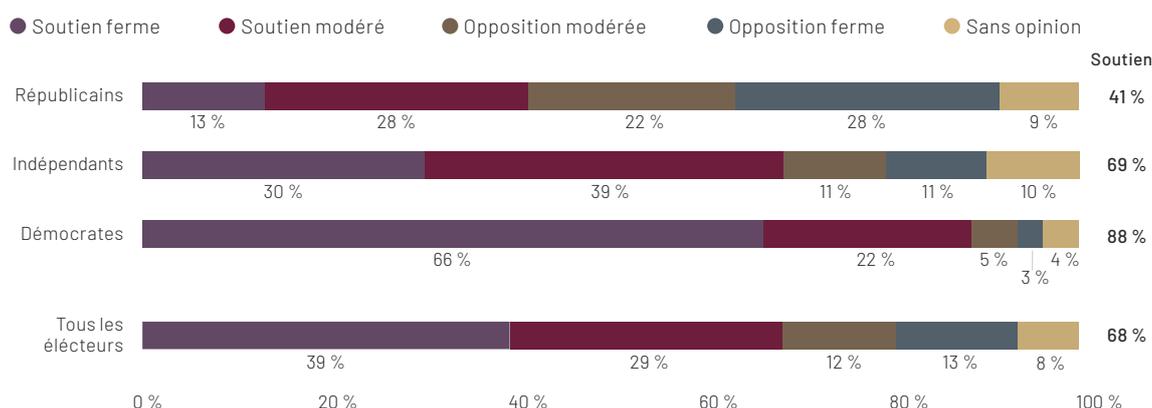
Si l'administration Biden envisage l'adoption de son plan d'investissement dans les infrastructures cet été, la route est semée d'embûches et certains compromis pourraient s'avérer nécessaires. À titre d'exemple, les Républicains proposent l'introduction d'une redevance payée par les usagers des services fédéraux. Les ambitions du plan pourraient également être revues à la baisse en matière de climat et de justice sociale.

LES MARCHÉS VOIENT LE VERRE À MOITIÉ PLEIN

Les actions susceptibles de bénéficier de ce plan affichent déjà une dynamique positive, mais la hausse de l'impôt sur les sociétés à venir ne semble avoir été que partiellement intégrée par les investisseurs, ce qui reflète leur anticipation d'un taux inférieur à 28 %.

Si la réforme fiscale est adoptée dans sa totalité, la baisse des bénéfices par action (BPA) du S&P 500 pourrait atteindre 9 % en 2022, mais toutes les entreprises ne seraient pas affectées de la même manière. Principaux bénéficiaires des réductions d'impôts de 2017, les acteurs de la finance, de l'industrie et de la consommation de base seraient les principaux touchés par la hausse de l'impôt sur les sociétés, tandis que l'éventualité d'un impôt minimum sur les bénéfices réalisés à l'étranger représente un risque pour les secteurs en croissance « à faible imposition », tels que les technologies de l'information et la santé. En revanche, les valeurs liées à la construction ou à la mobilité verte pourraient gagner en attractivité.

GRAPHIQUE 2 : LE PLAN D'INFRASTRUCTURES TROUVE DU SOUTIEN CHEZ DE NOMBREUX ÉLECTEURS, %



Sources : Vox and Data for progress, Indosuez Wealth Management.

1 - SALT est l'abréviation de « State and Local Taxes ». Introduit dans le cadre de la Loi sur les réductions d'impôt et l'emploi, le plafond de 10 000 dollars sur la déduction SALT est un moyen d'élargir l'assiette de l'impôt sur le revenu des personnes physiques.

UNE NOUVELLE LOCOMOTIVE POUR LA CROISSANCE MONDIALE

Alors que la Chine est devenue le principal moteur de la croissance en 2020 grâce à une contribution importante au PIB des composantes investissements et des exportations nettes, elle cherche désormais à rééquilibrer sa croissance en faveur de la consommation. De l'autre côté de l'Atlantique, l'économie américaine devrait s'appuyer sur ses plans de relance successifs et son prochain plan d'investissement dans les infrastructures pour contribuer plus fortement à la croissance mondiale en 2021. L'Europe ne devrait prendre le relais qu'à partir du second semestre.

UN TOURNANT EN CHINE ?

Comme nous l'avons mentionné le mois dernier, la Chine est désormais en phase avancée dans le cycle économique. La deuxième économie mondiale a progressé de 18,3 % au premier trimestre, soutenue par un effet de base important. La croissance demeure cependant robuste par rapport au premier trimestre 2019 (+10,3 %).

Si la progression du PIB chinois a été principalement tirée par la vigueur de l'investissement et des exportations nettes au cours des derniers mois (Graphique 3), le rééquilibrage de la croissance reste essentiel pour 2021, comme le souligne la stratégie de « double circulation » dévoilée l'année dernière. Bien que les exportations aient bondi de 30,6 % en mars et semblent se maintenir au deuxième trimestre, certains signes montrent que leur contribution pourrait diminuer : baisse de la part des produits liés au confinement, hausse des prix des matières premières poussant certains exportateurs à ne pas prendre de commandes, consommateurs tentés de délaissier les biens au profit des services.

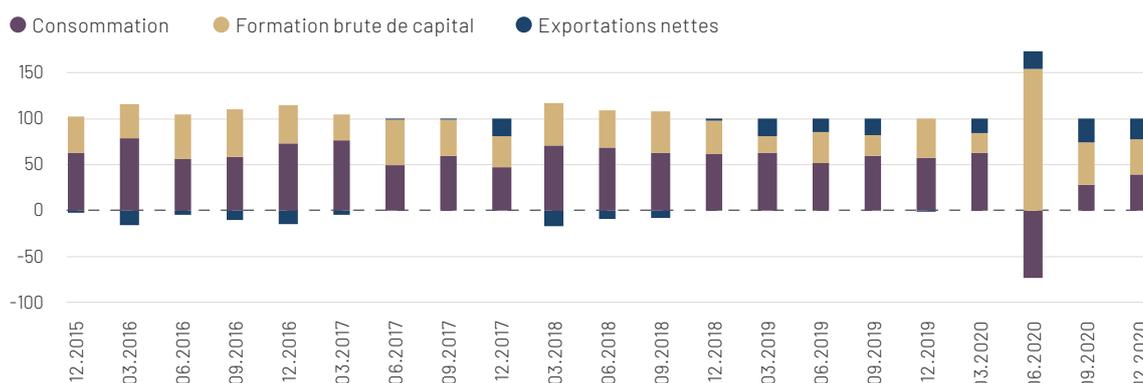
Dans ce contexte, la consommation – qui a pesé sur la croissance en 2020 – devrait rebondir en 2021. Malgré un taux d'épargne élevé, les ventes de détail ont augmenté plus que prévu (+34,2 % contre +28 % attendues) et les services de restauration ont finalement retrouvé leurs niveaux pré-pandémie. En outre, 24 mesures ont été prises pour stimuler la consommation en ligne et hors ligne, notamment en favorisant les petits commerces et le développement de la culture numérique et du tourisme. Les investissements devraient également rester solides, notamment dans les infrastructures.

D'autre part, si les conditions monétaires se resserrent, avec une croissance de l'encours des prêts en yuans reculant à 12,6 % et une décélération de la masse monétaire au sens large (+9,4 % en mars, contre +10,1 % précédemment), les autorités chinoises veilleront à éviter un changement trop brutal. En bref, la surveillance réglementaire devrait s'intensifier pour contrôler les excès du secteur immobilier, tout en continuant à soutenir les priorités du Conseil des affaires de l'État.

CHINE

le rééquilibrage
de la croissance
reste la clé
pour 2021

GRAPHIQUE 3 : CONTRIBUTION DES DIVERSES COMPOSANTES
À LA CROISSANCE DU PIB CHINOIS, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



ÉTATS-UNIS : UNE DYNAMIQUE MACROÉCONOMIQUE POSITIVE

Bien que la consommation ait été affectée en partie par le mauvais temps en février, les ventes de détail ont rebondi en mars, affichant une hausse de 27,7 % en glissement annuel grâce aux chèques de relance de 1 400 de dollars attribués aux ménages. Une nouvelle hausse peut être attendue en avril car les paiements se poursuivent et la réouverture progressive des restaurants stimule la consommation. D'autre part, la tendance reste favorable sur le marché de l'emploi : à la mi-avril, les nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage ont atteint un nouveau plancher de 12 mois, à 576 000. L'inflation générale s'établit à 2,6 % (contre 1,7 % précédemment), principalement en raison de la pression à la hausse exercée par l'énergie (+13,2 %). L'inflation de base a augmenté de 1,6 % (contre 1,3 %), sous l'influence du secteur des voyages. La Réserve fédérale a confirmé que la réouverture de l'économie entraînerait une hausse temporaire des prix, vouée à s'estomper une fois que l'économie aura trouvé un nouvel équilibre.



L'inflation générale
aux États-Unis
a atteint

2,6 %
en mars

L'EUROPE ACCUSE UN CERTAIN RETARD

En Europe, l'inflation a augmenté de 1,3 %, soit le taux le plus élevé depuis janvier 2020, mais reste inférieure à l'objectif de la Banque centrale européenne (BCE). Conjugée aux effets de base, la hausse des prix des matières premières devrait soutenir l'inflation au deuxième trimestre. Hors alimentation et énergie, l'inflation de base de la zone euro a ralenti à 0,9 %, conformément aux prévisions du consensus, ce qui permet à la BCE de maintenir sa politique de relance. Contrairement aux États-Unis, l'activité économique ne se redresse pas totalement encore : tant la production industrielle (-1,6 % en février) que les ventes de détail (-2,9 %) ont reculé en rythme annuel. Néanmoins, ce mouvement devrait s'inverser progressivement avec l'augmentation des taux de vaccination, une tendance qui se reflète déjà dans les indicateurs économiques avancés. L'indice PMI composite (indice des directeurs d'achat) de la zone euro a atteint 53,2 grâce à la vigueur du secteur manufacturier (PMI en hausse de 4,6 points à 62,5), notamment en Allemagne (66,6). De l'autre côté de la Manche, le PIB a reculé de 7,8 % en glissement annuel en février. Le Royaume-Uni assouplit toutefois progressivement les restrictions, les commerces non essentiels étant désormais autorisés à rouvrir partiellement, ce qui devrait soutenir la consommation dans les mois à venir.



Compte tenu des politiques très accommodantes des banques centrales, des plans massifs de sauvetage de l'économie et du futur programme d'infrastructures et d'emplois aux États-Unis, les obligations d'entreprises devraient continuer à surperformer les obligations souveraines dans les mois à venir. La stabilisation des indicateurs de crédit et la baisse des taux de défaut devraient compenser la cherté relative des valorisations sur certains segments des marchés de crédit.

BANQUES CENTRALES

Les banques centrales maintiennent leur positionnement accommodant. La Banque centrale européenne (BCE) a réaffirmé qu'elle maintiendrait des conditions de financement favorables. De son côté, la Fed a confirmé qu'elle n'envisageait pas de réduire ses achats d'actifs ou de resserrer ses taux dans un avenir proche. En ce qui concerne l'inflation, la Fed n'anticipe pas un régime d'inflation durable. Au contraire, la banque centrale prévoit une diminution des indicateurs d'inflation l'année prochaine, une fois que les effets de base et l'impact des contraintes d'offre se seront estompés. De plus, les prévisions de la Fed suggèrent que le taux réel à 10 ans restera compris entre 0 et 0,5 %.



Selon la Fed,
le taux réel à
10 ans restera
compris entre
0 & 0,5 %

DETTES SOUVERAINES

Depuis le début de l'année, la courbe des taux américaine connaît une pentification significative. L'écart de rendement entre les bons du Trésor à 2 et 10 ans a continué de s'élargir, malgré la stabilisation récente des anticipations d'inflation aux États-Unis (Graphique 4). Ce mouvement est alimenté par une dynamique macroéconomique positive, la perspective de plans de relance ciblant les infrastructures et les familles, la pression croissante concernant la gestion actif-passif des banques et l'offre massive de bons du Trésor américain. Plus récemment, des opérations de couverture des positions courtes et des adjudications obligataires bien accueillies par le marché ont également poussé les rendements à la baisse.

GRAPHIQUE 4 : ANTICIPATIONS D'INFLATION DU MARCHÉ AMÉRICAIN, %

● Taux swap d'inflation en dollar 5 ans dans 5 ans



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Les obligations
d'entreprise
des marchés
émergents plus
RÉSILIENTES

OBLIGATIONS D'ENTREPRISE

Les *spreads* de crédit poursuivent leur rallye en 2021. Malgré le mouvement de hausse des taux, les *spreads* de crédit s'avèrent très résilients, aidés par un environnement de croissance plus solide qu'anticipé et la stabilisation des indicateurs de crédit. Si les valorisations sur le crédit *investment grade* sont élevées, le segment devrait continuer à surperformer les bons du Trésor dans le contexte actuel de reprise, grâce à un portage plus élevé. Les obligations financières subordonnées et notées BBB concentrent les meilleures opportunités au sein de l'univers *investment grade*. En ce qui concerne le crédit *high yield*, l'accélération de la croissance, la hausse des prix des matières premières et l'adoption récente d'un plan d'investissement massif dans les infrastructures (aux États-Unis) alimentent un resserrement substantiel des *spreads*. Les titres notés CCC et les secteurs *Value* tels que les transports, l'énergie et les voyages et loisirs continuent de surperformer. Concernant le segment *high yield* américain, il est important de noter que cette performance robuste a été réalisée malgré un contexte de volumes d'émissions importants et de sorties de capitaux.

DETTE ÉMERGENTE

Les perspectives du crédit émergent sont favorisées par l'amélioration de la croissance, mais pénalisées par l'environnement actuel de hausse des taux et le risque de crédit spécifique, notamment parmi les entreprises publiques chinoises. En ce qui concerne le crédit, les obligations d'entreprise se montrent généralement plus résistantes que les autres segments obligataires des marchés émergents en période de hausse des taux, et la période qui s'annonce ne devrait pas faire exception. Nous pensons que les *spreads* des pays émergents peuvent se comprimer légèrement sur des compartiments bon marché et privilégions toujours les durations courtes et les obligations *high yield*, qui se montrent plus résilientes face à la pression d'une pentification de la courbe de taux. Nous continuons à cibler stratégiquement le crédit asiatique, mais avons abaissé notre note tactique à « neutre » en raison des mauvaises nouvelles récentes et de la montée du risque idiosyncratique.

COUP D'ENVOI DE LA SAISON DES RÉSULTATS !

Après avoir progressé de 0,50 % à 1,70 %, le rendement du 10 ans se stabilise autour de 1,60 %, offrant aux marchés une pause dans la tendance majeure des derniers mois. Malgré cette forte hausse des rendements obligataires américains, les marchés actions ont généré des performances positives importantes (+26 % pour le MXWO sur la même période – d'août 2020 à aujourd'hui), accompagnées d'une baisse constante de la volatilité.

Malgré l'apparition de certains signes d'exubérance et la perspective d'une nouvelle hausse des rendements dans les mois à venir, nous restons convaincus que ce marché haussier a encore du chemin à parcourir.

Les flux internationaux vers les actions ont atteint

576
milliards de dollars

Le cycle de reprise est encore dans sa phase initiale. Les campagnes de vaccination et l'assouplissement progressif des mesures de confinement, la solide position financière des consommateurs, le soutien budgétaire continu et les effets de base favorables à un large éventail d'indicateurs économiques soutiendront la tendance actuelle du marché. Les investisseurs doivent toutefois surveiller la tendance macro-économique et la dynamique des bénéfices, car une baisse d'optimisme pourrait entraîner un regain de saisonnalité sur les marchés. En effet, les indicateurs de sentiment indiquent que le marché est trop complaisant (Graphique 5), de sorte que le risque d'une correction à court terme ne peut être exclu.

En revanche, tant que l'excès de liquidités et le soutien des banques centrales resteront en place, nous pensons cependant que toute correction éventuelle demeurera limitée.

ÉTATS-UNIS

Nous restons neutres sur les actions américaines en raison de la cherté des valorisations, mais les mesures budgétaires et les progrès en matière de vaccination devraient stimuler l'économie et la performance des bénéfices par action (BPA).

Nous pensons que cette nouvelle saison des bénéfices sera également favorable aux marchés actions. Le ratio négatif/positif des préannonces atteint un plancher de 25 ans aux États-Unis, suggérant un consensus sur les estimations actuelles et une hausse potentielle des prévisions de bénéfices.

La saison des résultats du premier trimestre débute dans un climat d'euphorie souligné par un indice VIX à son plus bas niveau depuis un an.

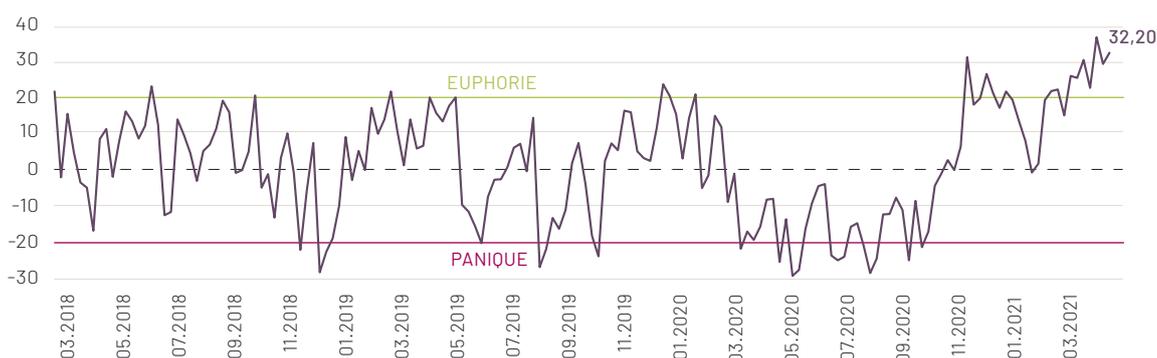
Certes, seulement 10 % des entreprises du S&P 500 ont publié leurs résultats et il est incontestablement trop tôt pour tirer des conclusions. Cependant, les plus grandes banques ont déjà dévoilé des bénéfices nettement supérieurs aux prévisions du consensus.

EUROPE

Nous confirmons notre opinion positive sur les marchés actions européens pour les mois à venir. Notre conviction repose sur trois facteurs principaux : le style, la tendance des BPA et les valorisations.

En termes de style, le marché européen est plus orienté vers les secteurs cycliques et la *Value* que le reste du monde, ce qui est généralement un avantage lorsque l'activité économique s'accélère.

GRAPHIQUE 5 : L'INDICE BULL/BEAR EST À SON PLUS HAUT NIVEAU DEPUIS 2018



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Over 2021 Global
EPS growth
is expected to be
+29%

En ce qui concerne la croissance des BPA, l'Europe devrait se situer en tête de peloton cette année, alors même que la dynamique de révision est en forte hausse depuis plusieurs mois consécutifs (Graphique 6). Si la saison des résultats est moins avancée en Europe, les entreprises de croissance dans les secteurs de la technologie et du luxe affichent déjà des performances solides.

Sur le plan des valorisations, l'Europe reste relativement attractive : la région offre une décote plus importante que les États-Unis et bénéficie toujours d'un environnement de taux d'intérêt réels négatifs.

Enfin, l'Europe est à l'avant-garde de la tendance ESG (Environnement, Social et Gouvernance) et offre la possibilité de s'exposer à certains thèmes de croissance séculaires que nous apprécions sur le long terme (technologies disruptives, développement durable ou nouvelles tendances de consommation, pour n'en citer que quelques-uns).

MARCHÉS ÉMERGENTS

Les marchés actions asiatiques ont été plutôt volatils au cours des deux derniers mois, principalement en raison du sentiment négatif des investisseurs internationaux à l'égard de la Chine et des craintes liées à l'épidémie de COVID-19 en Inde et dans les pays de l'Asie du Sud-Est.

Nous estimons que la correction actuelle reflète essentiellement des prises de bénéfices sur certaines valeurs vedettes de 2020, déclenchées par des inquiétudes concernant la hausse des taux d'intérêt américains, un regain de tensions entre les États-Unis et la Chine et la pression réglementaire pesant sur certains secteurs chinois (notamment le commerce en ligne et l'éducation).

Les derniers indices PMI de l'industrie manufacturière et des services ont été positifs pour la Chine. Cependant, les indicateurs économiques sont moins positifs dans le reste de l'Asie. À ce stade, les craintes concernant la COVID-19 en Inde et en Thaïlande invitent à la prudence.

La menace de la pandémie de COVID et l'inflation/la hausse des taux aux États-Unis devraient inciter les investisseurs internationaux à rester vigilants sur les actions des marchés émergents à court terme. Toutefois, la dynamique de croissance des bénéfices reste positive pour la Chine et l'Asie du Nord à moyen terme.

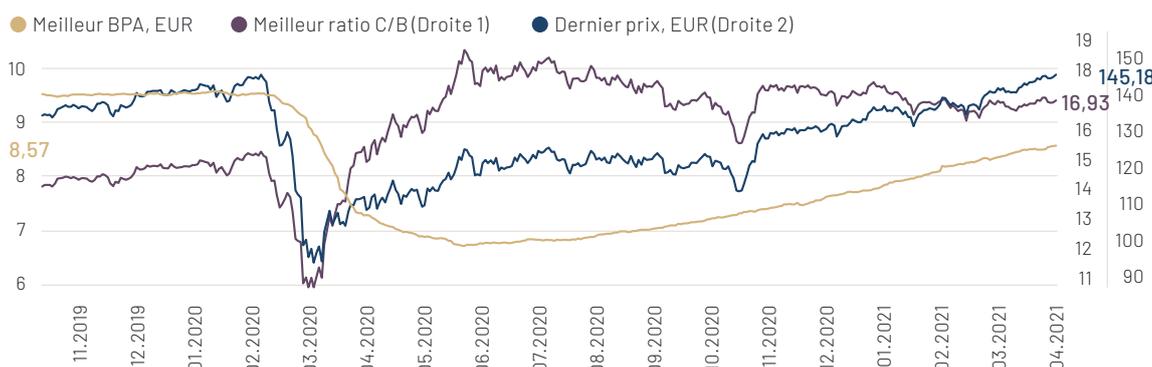
Au sein des actions asiatiques, nous restons donc surpondérés sur la Chine, neutres sur la Corée du Sud, Singapour, l'Indonésie et les Philippines, et sous-pondérés sur l'Inde, Taiwan, la Malaisie et la Thaïlande.

STYLE D'INVESTISSEMENT

Nous continuons de privilégier une approche fondée, d'une part, sur notre exposition au segment *Value* - renforcée au cours du dernier trimestre 2020 (exposition notable aux valeurs cycliques) - et, d'autre part, sur des thèmes de croissance séculaire (technologies disruptives, développement durable et milléniaux). Enfin, nous continuons à surpondérer le secteur des technologies de l'information, où les perspectives de bénéfices restent robustes et les bilans sains.

Il est selon nous trop tôt pour revenir sur le secteur défensif, car les BPA risquent d'être à la traîne sur la reprise mondiale et ce secteur devrait souffrir de la hausse des rendements obligataires en termes de performance relative.

GRAPHIQUE 6 : LA DYNAMIQUE DES BPA GUIDE LE MARCHÉ*



*Les BPA à 12 mois, en hausse de 11 % depuis le début de l'année, ont permis une légère baisse des valorisations, malgré la solide performance de l'indice MSCI Europe au cours des derniers mois.
Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



La première moitié du mois d'avril a vu un virage à 180 degrés des tendances dominantes du premier trimestre sur les marchés des changes et des métaux précieux, parallèlement au répit des marchés obligataires : le dollar a retracé une grande partie de ses gains du premier trimestre, tandis que l'évolution des cours de l'or, soutenus par un « double creux », pourrait mettre fin à la longue tendance baissière initiée depuis les sommets de l'année dernière.

EUR : SIGNES PRÉCURSEURS EN EUROPE

L'euro a bénéficié d'un répit en avril, la faiblesse persistante du premier trimestre s'atténuant en tout début de deuxième trimestre (la reprise de la paire EUR/USD à partir du niveau de 1,17 a été enclenchée le 1^{er} avril). Cette reprise, notamment due à la faiblesse récente du dollar, s'appuie également sur des changements positifs fondamentaux à surveiller. Le premier de ces changements est l'accélération du rythme des vaccinations au sein de l'UE, alors que la région était à la traîne jusqu'à présent. Le second, plus subtil, concerne le climat politique allemand : les Verts, plus prodigues sur le plan budgétaire, progressent dans les sondages concernant les élections qui permettront de désigner le successeur d'Angela Merkel à l'automne. Une telle évolution pourrait avoir un impact important sur la politique budgétaire européenne, ce qui serait positif pour l'euro.

OR : LIMITER LA CHUTE

Alors que le mois de mars a été terrible pour l'or et que la tendance à la baisse semblait s'accélérer, nous avons assisté dès le début du deuxième trimestre à une reprise des cours, avec un rebond depuis le plancher de 1 677 dollars jusqu'à 1 780 dollars au moment de la rédaction de cet article. Ce phénomène s'explique principalement par la baisse des rendements des bons du Trésor américain (et, plus important encore pour l'or, la baisse des rendements réels implicites en dollar) et par l'affaiblissement du dollar. Les analystes techniques n'hésitent pas à souligner qu'un « double creux » s'est formé en mars (à 1 677 USD), suggérant que le rebond pourrait se poursuivre jusqu'à 1 830 dollars. Nous restons toutefois prudents sur l'impact éventuel d'une hausse des rendements américains cette année : une reprise des rendements plafonnerait la progression de l'or, alors que la tendance baissière initiée depuis les sommets de 2 075 dollars au mois d'août est toujours en place.

CHF : FIN DES ACCUSATIONS DE MANIPULATION

La Suisse n'est désormais plus accusée par les États-Unis de manipuler sa devise, même si cette dernière continue de franchir certains seuils qui pourraient inciter les autorités helvètes à intervenir. Bien que cela n'ait pas vraiment eu d'impact sur le franc suisse (la Banque nationale suisse - (BNS) - avait pratiquement ignoré les accusations initiales), un risque minime de voir la devise suisse s'apprécier est ainsi levé. Après être passée de 1,08 à 1,10 à la fin du mois de février, la paire EUR/CHF est restée très stable entre 1,10 et 1,11, et nous pensons que le franc restera sur la défensive à moins qu'un événement majeur ne fasse dérailler la reprise.

se redressent rapidement après des chocs de croissance. À l'opposé, les pays exportateurs profitent de l'augmentation des ventes sur le marché américain et de la hausse des créances en dollars, qu'ils convertissent rapidement dans leur propre devise. Nous craignons donc que ce rebond ne représente, d'ici le second semestre 2021, qu'une simple pause dans la tendance baissière du dollar. Cette pause pourrait bien durer tout l'été, car le PIB américain enregistre une performance spectaculaire, tandis que les rendements obligataires soutiendront la devise américaine jusqu'à l'inévitable phase de rattrapage attendue en Europe.

CNY : LA STABILITÉ AVANT TOUT

La Banque populaire de Chine (BPC) a réussi à stabiliser le yuan, neutralisant ainsi l'impact des flux entrants rapides, sur ses marchés obligataires, de gestionnaires d'actifs toujours en quête de rendements « réels » positifs. Malgré la publication de données économiques exceptionnelles en glissement annuel, la devise chinoise a ainsi reculé par rapport au dollar. L'objectif des autorités a été de refléter les fluctuations de l'euro par rapport au dollar, afin d'assurer la stabilité du yuan par rapport à la devise de l'UE, principal partenaire commercial de la Chine. Depuis 2017, la parité EUR/CNY a effectivement très peu varié au sein d'une fourchette de +/- 3 %. Une telle stabilité est de bon augure pour la poursuite d'une diversification progressive et la montée en puissance de stratégies de portage à rendement plus élevé ciblant le yuan. Les données récemment publiées par la Banque des règlements internationaux (BRI) suggèrent que de plus en plus de banques centrales ont choisi de réduire la part du dollar dans leurs réserves de change, désormais globalement inférieure à 60 %, au profit d'expositions alternatives telles que le yuan chinois encore sous-pondéré - une tendance qui a, selon nous, toutes les chances de persister.

USD : LE RALLYE DE CORRECTION FAIBLIT DÉJÀ

Le rebond du billet vert observé en 2021 voit sa dynamique faiblir (Graphique 7), malgré la confirmation d'un optimisme débordant des consommateurs américains. Les données sur les ventes de détail ont démontré le potentiel de déploiement de l'épargne accumulée, une fois que la réouverture progressive de l'économie sera autorisée. Les taux de vaccination plus élevés que prévu semblent être en partie intégrés dans les prix, et une nouvelle dynamique sera nécessaire pour soutenir le dollar et compenser les préoccupations entourant le dérapage du double déficit.

De plus, l'Europe a maintenant accéléré ses programmes de vaccination, ce qui permet d'espérer un rebond de la croissance tout aussi significatif dans la région au second semestre. Il convient de garder à l'esprit que le dollar est historiquement une devise anticyclique qui, en raison des importants déficits commerciaux et courants des États-Unis, sous-performe lorsque la croissance et le commerce mondiaux



Le dollar abandonne

50 %

de ses gains
au premier
trimestre

La stabilité
favorise le

YUAN,

dont le rendement
est plus élevé

GRAPHIQUE 7 : INDICE DU DOLLAR US (DXY INDEX)



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS



Une croissance mondiale supérieure à

5 %

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

TENDANCE MACROÉCONOMIQUE : UNE ANNÉE DE REPRISE

- Une reprise à plusieurs vitesses, avec une croissance mondiale supérieure à 5 % et un contexte favorable aux actifs risqués.
- États-Unis : une campagne de vaccination allant bon train, des effets de base et d'importantes mesures de relance budgétaire qui se traduisent par un rythme de croissance record – le PIB progressera probablement d'au moins 7 % en 2021 et 3 % en 2022. Toutefois, l'accélération maximale devrait être enregistrée au second semestre, avec un risque de voir la dynamique ralentir par la suite.
- Europe : une reprise retardée par de nouveaux confinements, des campagnes de vaccination plus lentes, mais des indicateurs d'activité et de sentiment en hausse reflétant des anticipations d'accélération au second semestre.
- Chine : une croissance du PIB supérieure à 8 %, une légère contraction de la liquidité, mais un *policy-mix* globalement favorable et une normalisation très progressive.
- Inflation : hausse sensible mais temporaire de l'inflation aux États-Unis au deuxième trimestre, avec un effet incertain des mesures de relance américaines sur le taux d'inflation à moyen terme.
- Politique monétaire : toujours favorable en Europe et aux États-Unis en 2021-2022, mais normalisation en cours sur les marchés émergents (ajustement de la liquidité et de l'endettement en Chine, lutte menée par d'autres banques centrales contre l'inflation et la faiblesse des devises).
- Politique budgétaire : très favorable en 2021, avec un pic probable en 2022 et des incertitudes entourant la perspective d'une hausse des impôts aux États-Unis.

PENTIFICATION DE LA COURBE DES TAUX EN COURS

- L'aplatissement récent de la courbe des taux américains reflète la stabilisation des anticipations d'inflation, conformément à notre hypothèse d'une trajectoire chahutée pour les taux, sensibles aux évolutions macroéconomiques à court terme.

- Nous maintenons notre scénario d'une pentification plus importante de la courbe des taux, le rendement à 10 ans se dirigeant vers 1,8 %-2 % cette année

FONDAMENTAUX BOTTOM-UP

- Dynamique positive des bénéficiers au cours des dernières semaines, confirmant un fort rebond des bénéficiers en 2020.
- Début de la saison des résultats du premier trimestre 2021 encourageant aux États-Unis.
- Des taux de défaut plus faibles et le processus de désendettement engagé en 2020 devraient conduire à une évolution positive des notations.

VALORISATIONS ET SENTIMENT DE MARCHÉ

- Le récent mouvement de hausse a conduit à des valorisations plus tendues sur la plupart des marchés.
- Signes d'euphorie croissants sur les marchés actions des pays développés : flux record, faible volatilité, indices *bull/bear* et indicateurs techniques positifs conduisant à un consensus selon lequel la saisonnalité traditionnelle du marché (« vendre en mai ») pourrait se manifester cette année (contrairement à 2019 et 2020).
- *Spreads* résilients sur les marges de crédit malgré la volatilité des emprunts d'État américains et poursuite de la compression dans les compartiments les plus risqués du marché.

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 bénéficiers de la reflation), mais positionnement tactique plus neutre après un fort rebond des marchés au cours des douze derniers mois.
- Maintien de la 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.

Les actions émergentes impactées par les SORTIES DE FONDS

- Opinion neutre sur les actions américaines, compte tenu de valorisations plus élevées et de la plus grande vulnérabilité du style « croissance de qualité » à une nouvelle pentification potentielle des taux longs aux États-Unis.
- Maintien d'une vue positive à long terme sur l'Asie, centrée sur la Chine et diversifiée dans les secteurs cycliques en Asie du Sud-Est, mais actions émergentes affectées par des sorties de fonds dans un contexte de hausse du dollar et de forte progression des actions chinoises en 2019-2020 ; prudence maintenue sur l'Amérique latine.

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 la hausse des taux, mais *spreads* résilients.
- 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. Le dollar pourrait se renforcer à court terme, mais la paire EUR/USD devrait rebondir au second semestre 2021, parallèlement à la réouverture des économies européennes. Maintien d'une opinion positive sur le yuan, qui constitue une couverture intéressante, mais vulnérable à une hausse des taux américains à long terme.
- Maintien d'une vue prudente sur l'or à court terme (cours attirant sous 1 700 dollars et probablement plafonné autour de 1 850 dollars dans le contexte actuel). Le thème de la dépréciation monétaire reste un facteur de soutien à moyen et long terme.

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 21 AVRIL 2021



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PBS)	VARIATION ANNUELLE (PBS)
Bons du Trésor américain 10A	1,56 %	-5,29	64,23
France 10A	0,07 %	18,40	41,60
Allemagne 10A	-0,26 %	9,10	30,90
Espagne 10A	0,39 %	11,80	34,80
Suisse 10A	-0,25 %	4,10	30,00
Japon 10A	0,07 %	0,60	5,70

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	43,58	2,49 %	-3,69 %
Emprunts d'État en EUR	220,02	-0,44 %	-0,97 %
Entreprises haut rendement en EUR	210,80	0,56 %	1,81 %
Entreprises haut rendement en USD	322,47	1,00 %	1,35 %
Emprunts d'État américains	321,81	0,17 %	-1,25 %
Entreprises émergentes	52,12	0,10 %	-1,85 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	1,10	-0,14 %	2,08 %
GBP/USD	1,39	1,79 %	1,91 %
USD/CHF	0,92	-1,99 %	3,59 %
EUR/USD	1,20	1,88 %	-1,48 %
USD/JPY	108,08	-0,60 %	4,68 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	17,5	-3,70	-5,25

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4 173,42	7,31 %	11,11 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	6 895,29	2,72 %	6,73 %
Stoxx Europe 600	436,64	3,13 %	9,43 %
Topix	1 888,18	-2,09 %	4,63 %
MSCI World	2 932,98	5,99 %	9,03 %
Shanghai SE Composite	5 098,74	3,45 %	-2,16 %
MSCI Emerging Markets	1 336,87	2,96 %	3,53 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 396,22	6,30 %	-2,27 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	263,19	4,71 %	9,09 %
MSCI Asia Ex Japan	875,44	2,54 %	3,86 %
CAC 40 (France)	6 210,55	4,43 %	11,87 %
DAX (Allemagne)	15 195,97	4,01 %	10,77 %
MIB (Italie)	24 161,38	-0,20 %	8,67 %
IBEX (Espagne)	8 519,80	0,90 %	5,53 %
SMI (Suisse)	11 209,09	1,31 %	4,72 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	5 161,00	9,93 %	22,30 %
Or (USD/Oz)	1 793,79	3,41 %	-5,51 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	61,35	0,28 %	26,44 %
Argent (USD/Oz)	26,57	5,43 %	0,60 %
Cuivre (USD/Tonne)	9 445,00	5,21 %	21,62 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	2,70	6,91 %	6,03 %

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

JANVIER 2021	FÉVRIER 2021	MARS 2021	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (21 AVRIL 2021)
3,98 %	3,08 %	6,08 %	7,31 %	11,11 %
2,97 %	2,61 %	4,80 %	6,30 %	9,43 %
2,70 %	2,45 %	4,25 %	5,99 %	9,09 %
1,07 %	2,31 %	4,24 %	4,71 %	9,03 %
0,23 %	1,83 %	3,98 %	3,45 %	6,73 %
-0,80 %	1,22 %	3,55 %	3,13 %	4,63 %
-0,82 %	1,19 %	3,11 %	2,96 %	3,86 %
-1,05 %	0,73 %	-1,70 %	2,72 %	3,53 %
-1,11 %	-0,28 %	-2,66 %	2,54 %	-2,16 %
-6,80 %	-3,10 %	-5,40 %	-2,09 %	-2,27 %

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 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.

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 veulent 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 España (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de

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

- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B91.986, un établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (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. A 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 23.04.2021.

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.

