

MONTHLY HOUSE VIEW

Document Marketing - Juin 2021

Focus

Envolée des prix des matières premières :
un effet papillon lié à la COVID-19 ?

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	LE COMPTE À REBOURS A-T-IL COMMENCÉ POUR LA FED ?	
02•	Focus	P4
	ENVOLÉE DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES : UN EFFET PAPILLON LIÉ À LA COVID-19 ?	
03•	Macroéconomie	P6
	L'INFLATION AMÉRICAINE FOCALISE L'ATTENTION	
04•	Obligations	P8
	UN VENT D'OPTIMISME SOUFFLE SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES	
05•	Actions	P10
	SAISON DE PUBLICATION DES RÉSULTATS EXCEPTIONNELLE ET INFLATION	
06•	Devises	P12
	LE DOLLAR RESTE VULNÉRABLE	
07•	Allocation d'actifs	P14
	SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS	
08•	Market Monitor	P16
	APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18

LE COMPTE À REBOURS A-T-IL COMMENCÉ POUR LA FED ?



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Si l'on s'en tient aux dernières publications officielles, la Réserve fédérale américaine (Fed) a encore un peu de temps devant elle, le récent rapport de l'emploi américain montrant une stagnation dans la création de postes au mois d'avril. Cela pourrait a posteriori justifier la priorité donnée par Jerome Powell à l'emploi plus qu'à l'inflation pour fixer sa politique monétaire.

Mais si l'on se penche sur l'inflation américaine du mois d'avril, nous serions déjà au plus haut en termes d'évolution mensuelle de l'inflation depuis plusieurs années, même en retraçant l'effet de base liée à l'énergie, ce qui relance inévitablement et a minima la question de l'arrêt des achats d'actifs de la Fed. L'inflation anticipée par les ménages est aussi au plus haut, reflétant la forte sensibilité au prix de l'essence à la pompe mais aussi l'inflation présente dans de nombreux segments des biens de consommation. Tout ceci justifie que l'on reparle dans les prochains mois d'une réduction des achats d'actifs de la Fed qui pourrait s'engager début 2022 ; mais les taux courts devraient rester à ce niveau jusqu'au début de l'année suivante.

Cette question survient dans une année de croissance très particulière au cours de laquelle une relance coordonnée des principaux pays occidentaux doit contribuer à sortir de la récession et du sous-emploi le plus rapidement possible. Tout est dans ce que « rapidement » signifie : quelques mois ou trimestres aux États-Unis, et sans doute quelques années en zone Euro, dont le plan de relance tarde à se mettre en œuvre. C'est une question importante pour les devises au second semestre : le déconfinement et le plan de relance vont-ils ramener la croissance européenne au niveau de la dynamique constatée aux États-Unis ?

Pour autant, augmenter les dépenses publiques n'élève pas le sentier de croissance d'une économie à long terme, elle peut même le dégrader. Sauf si les dépenses portent sur des investissements (infrastructures, digital, éducation...) et s'accompagnent de réformes visant à accroître la productivité de l'économie.

Ce n'est donc pas par hasard que la réponse de l'Amérique de Biden comme celle des Européens mettent l'accent sur les investissements. Il est intéressant de noter que face à ce contexte, l'Italie semble vouloir profiter de cette phase pour engager des réformes de structures destinées à améliorer une productivité dont la dynamique demeure en retrait de celle de ses voisins européens.

Faut-il cependant craindre un tour fiscal en 2022, après une année 2020 très monétaire et une année 2021 marquée par la relance budgétaire ? Il serait logique d'anticiper en tout cas que le taux d'imposition sur les sociétés (qui a fortement reculé au cours des quatre dernières décennies) remonte pour contribuer au financement de ce retour en grâce de l'État providence pourfendu dans les années 80. C'est en substance le sens du propos de Janet Yellen au dernier sommet du Fonds monétaire international (FMI). Le challenge sera de trouver un équilibre durable du mode de financement des États dans une économie de plus en plus duale à mesure que la disruption digitale s'amplifie.

Une chose semble certaine : les États ne pourront pas durablement accroître leurs dépenses et en même temps continuer de baisser les taux d'imposition, sauf à mettre en danger leur trajectoire de retour aux équilibres. La croissance potentielle et l'innovation restent donc les objectifs à long terme de ces plans, et la trajectoire de croissance de 2022-2023 sera probablement l'épreuve de vérité de ces plans de relance.

Dans ce cadre, au-delà du rebond des valeurs Cycliques et *Value* qui devrait se poursuivre cette année, la croissance schumpéterienne¹ pourrait à nouveau dominer la croissance keynésienne² et les investisseurs pourraient à nouveau continuer de privilégier les pays et acteurs axés sur l'innovation et la croissance durable, peut être au détriment des secteurs Cycliques et des pays dont le modèle de croissance repose trop fortement sur l'accumulation de dettes. Passé ce rebond cyclique qui devrait s'élargir à l'ensemble des pays au second semestre, nous pourrions retrouver davantage de divergence l'année prochaine.

1 - Croissance schumpéterienne : modèle de croissance caractérisé par la mise en avant du progrès technique et des gains de productivité.

2 - Croissance Keynésienne : modèle de croissance caractérisé par l'interventionnisme de l'État via l'implémentation de mesures de relance contra cycliques afin de soutenir la demande lors de replis non désirés de l'activité.

ENVOLÉE DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES : UN EFFET PAPILLON LIÉ À LA COVID-19 ?

Alors que l'émergence et l'urbanisation de la Chine ont déclenché le dernier cycle des matières premières il y a deux décennies, les cours enregistrent depuis quelque temps une hausse constante. Des facteurs de court terme, tels que les contraintes imposées aux chaînes logistiques par la pandémie de COVID-19 et la réouverture des économies, alimentent ces pressions inflationnistes ; les plans d'investissement dans les infrastructures et la transition écologique devraient jouer un rôle à long terme.



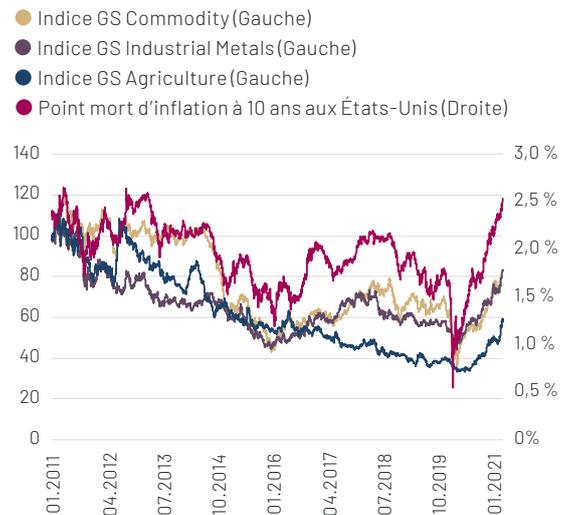
Depuis quelques mois, les cours de la quasi-totalité des matières premières s'envolent, prolongeant le rebond enclenché à la mi-2020. L'indice Goldman Sachs Commodity, dont la progression dépasse 90 % sur les douze derniers mois, atteint des niveaux inédits depuis 2015 (Graphique 1) dans un contexte de hausse des matières premières énergétiques et non énergétiques. En premier lieu, les prix des métaux précieux et industriels flambent, le cuivre et le palladium avoisinant leurs plus hauts historiques. En outre, les prix agricoles ont enregistré un bond spectaculaire à l'instar du soja et du maïs, dont les prix ont doublé en un an. Enfin, les cours du pétrole ont retrouvé leurs niveaux pré-pandémie, même si la récente augmentation des cas de COVID-19 en Asie - notamment en Inde - et l'éventualité d'une levée des sanctions contre l'Iran, susceptible de stimuler l'offre de brut, pèsent sur la tendance.

REPRISE MONDIALE DANS UN CONTEXTE DE CHAÎNES LOGISTIQUES BRIDÉES

Comme pour tout actif, le prix des matières premières dépend de l'offre et de la demande. Or la COVID-19, dans ce domaine, a incontestablement modifié l'équilibre à court terme. Si l'économie mondiale s'est effondrée en 2020, la reprise précoce de la Chine, combinée à la récente accélération des États-Unis - dont la croissance devrait atteindre 6,2 % cette année -, soutient fortement la demande mondiale de matières premières, notamment de cuivre (Graphique 2).

Du côté de l'offre, la pandémie a entraîné des pénuries dans plusieurs domaines : des mines ont dû fermer, l'extraction de pétrole de schiste a parfois été interrompue et le manque de travailleurs a pesé sur les capacités de production agricole. Associée à des événements tels que l'inondation de mines en Russie, la sécheresse au Brésil ou même le récent blocage du canal de Suez, cette situation a créé un contexte idéal pour une flambée des cours des matières premières.

GRAPHIQUE 1 : LA HAUSSE DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES ALIMENTE LES CRAINTES SUR L'INFLATION, BASE 100

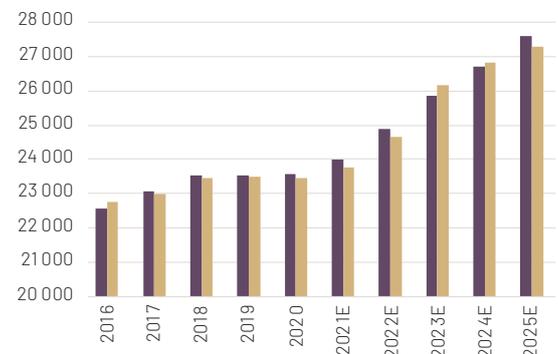


Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

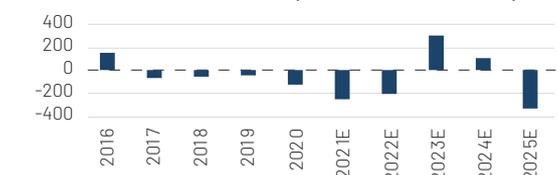
GRAPHIQUE 2 : LA COVID-19 A AGGRAVÉ LE DÉSÉQUILIBRE DU MARCHÉ DU CUIVRE À COURT TERME



BILAN MONDIAL DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE DE CUIVRE (EN MILLIERS DE TONNES)



SOLDE NET MONDIAL DU CUIVRE (EN MILLIERS DE TONNES)



E: Estimations.

Sources : Goldman Sachs, Indosuez Wealth Management.

Plus de
50 %
du marché des
matières premières
est désormais
en situation
de déport

En conséquence, plus de 50 % du marché des matières premières est désormais en situation de déport. Pour certaines matières premières, la prime actuelle des futures à un an atteint son plus haut niveau depuis au moins 2007 – 16 % pour le soja, 17 % pour l'étain, 22 % pour le maïs –, une situation qui souligne l'ampleur du déséquilibre entre l'offre et la demande.

Cependant, plusieurs facteurs clés sont à surveiller à moyen terme. En effet, le rallye pourrait faiblir une fois que les perturbations touchant l'offre se seront atténuées et que la demande se sera normalisée. Les cours du pétrole pourraient être affectés par l'augmentation de l'offre de l'OPEP, la reprise des exportateurs de matières premières et le recul de la relance budgétaire, tandis que le rééquilibrage du mix de croissance en Chine risque de limiter la hausse des prix des matières premières.

LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE : UN CATALYSEUR À LONG TERME

Au-delà des facteurs de court terme, les changements structurels joueront également un rôle. Les futurs plans d'investissement dans les infrastructures et la hausse de la demande de certaines matières premières liée au secteur électronique devraient soutenir les cours. Il convient également de noter que l'accent mis par les gouvernements sur la réduction des émissions de CO₂ et le développement de projets durables ciblant les objectifs de l'Accord de Paris sur le changement climatique agira comme un véritable catalyseur. Par exemple, la croissance du marché des biocarburants, qui pourrait atteindre 8,3 % au cours de la prochaine décennie, entraînera une hausse de la demande d'huile de soja, tandis que les métaux industriels tels que le cuivre, le platine ou le palladium bénéficieront de leur utilisation dans la construction d'infrastructures de recharge de batteries et de projets liés à la transition écologique.

RÉPERCUSSIONS SUR LES MARCHÉS

La flambée des prix des matières premières a eu un impact direct sur l'inflation. Alors que le niveau et la pérennité de l'inflation suscitent des interrogations, les prix des matières premières inquiètent les investisseurs et le point mort d'inflation à 10 ans bat des records aux États-Unis. Ainsi, dans une approche *top-down*, la hausse des prix des matières premières constitue un facteur clé pour l'allocation d'actifs globale des portefeuilles. Dans une approche *bottom-up*, la hausse des prix à la production observée en avril – 6,2 % aux États-Unis et 6,8 % en Chine – pose une question centrale : les entreprises seront-elles en mesure de répercuter le coût des intrants sur leurs prix de vente ?

Cela étant dit, certains pays pourraient bénéficier de l'inflation des matières premières. Par exemple, les métaux comme le cuivre, le fer ou l'aluminium représentent une source majeure de revenus d'exportation pour 35 % des économies émergentes et en développement. De fait, certaines devises sont positivement corrélées aux prix des matières premières. L'Australie, qui est le premier exportateur de charbon et de minerai de fer, ou le Canada, qui abrite de vastes régions inhabitées riches en matières premières, sont très sensibles à leurs prix, ce qui explique la récente surperformance de leurs devises (Graphique 3). Toutefois, les investisseurs doivent garder à l'esprit que ces observations s'interprètent « toutes choses égales par ailleurs » et que d'autres facteurs doivent naturellement être pris en compte. Par exemple, si le Brésil est l'un des principaux exportateurs de minerai de fer et de produits agricoles, la dégradation de la situation sanitaire a pesé sur la performance du real ces derniers mois.

GRAPHIQUE 3 : LA HAUSSE DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES PROFITE AUX DOLLARS AUSTRALIEN ET CANADIEN, BASE 100



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

03 • Macroéconomie

L'INFLATION AMÉRICAINE FOCALISE L'ATTENTION



En mai, les principales nouvelles macroéconomiques sont venues des États-Unis. Les récents chiffres officiels du marché du travail ont déçu les économistes et suggèrent que la Fed pourrait maintenir sa politique accommodante plus longtemps. Pour autant, la forte dynamique des prix a toutefois surpris les investisseurs, mettant en question la crédibilité de la Fed quant au caractère supposé temporaire de l'inflation.

ÉTATS-UNIS

La reprise économique s'est confirmée outre-Atlantique : le PIB a progressé de 6,4 % en rythme annualisé au premier trimestre et s'établit à 0,9 % en deçà des niveaux pré-pandémie. Stimulée par les plans de relance successifs, la consommation privée a augmenté de +10,7 % en rythme annualisé et s'affirme comme le principal moteur de la croissance. À l'inverse, la variation des stocks et le commerce extérieur sont logiquement restés à la traîne. Si l'activité continue toutefois de se renforcer, les investisseurs sont désormais focalisés sur le marché du travail et les chiffres de l'inflation. La principale nouvelle est venue du dernier rapport sur le marché du travail aux États-Unis avec des chiffres de l'emploi non agricole qui se sont révélés nettement inférieurs aux prévisions.

Si la réouverture de l'économie s'est traduite par des gains d'emplois notables dans le secteur des loisirs et de l'hôtellerie, ceux-ci ont été compensés par des pertes dans les services d'aide temporaire, l'industrie manufacturière automobile et l'activité des coursiers et messagers. Plusieurs facteurs expliquent ces mauvais chiffres : la pénurie de main-d'œuvre qualifiée, le manque de services de garde, les contraintes pesant sur les chaînes logistiques et le coût d'opportunité dû à l'amélioration des allocations chômage. Ainsi, seuls 266 000 emplois ont été créés, soit bien moins que le million attendu en avril, faisant grimper le taux de chômage à 6,1 % (contre une baisse attendue à 5,8 %).

À **4,2 %**,
l'inflation générale
a largement excédé
les prévisions
du consensus

Les chiffres de l'inflation pour avril ont constitué une autre surprise de taille. Même si les analystes avaient tous anticipé un effet de base, l'inflation générale a largement excédé les prévisions du consensus en atteignant 4,2 % (contre 3,6 % attendus). Si l'impact de la hausse des prix des matières premières – notamment de l'énergie (Graphique 4), le prix de l'essence ayant augmenté de 50 % en un an – est non négligeable, l'inflation de base reste supérieure à l'objectif de 3 % affiché par la Fed et a augmenté de 0,9 % par rapport à mars, soit la plus forte hausse depuis avril 1982. Ce bond est dû à la multiplication des goulets d'étranglement dans l'économie américaine, à l'envolée de 10 % des prix des voitures d'occasion et aux pressions inflationnistes dans le secteur des services (+2,5 %). Cette accélération de l'inflation dope les anticipations des consommateurs (4,6 % contre 3,4 %). La hausse rapide du coût des intrants et les mesures de grandes entreprises telles que McDonald's ou Amazon concernant les augmentations de salaire suscitent également des inquiétudes chez les investisseurs, qui redoutent l'émergence d'une inflation plus durable que prévu. Le FOMC a cependant réaffirmé que l'inflation progresserait de seulement 2,4 % cette année.

EUROPE

Alors que l'activité s'est contractée de 0,6 % en glissement trimestriel au premier trimestre (-0,8 % attendu), tous les signaux sont désormais au vert, les taux de vaccination continuant d'augmenter (32 % au sein de l'Union européenne) tandis que les restrictions sont progressivement assouplies. Même si elles ne sont pas totalement rétablies, les perspectives de production industrielle et de commandes continuent de s'améliorer et

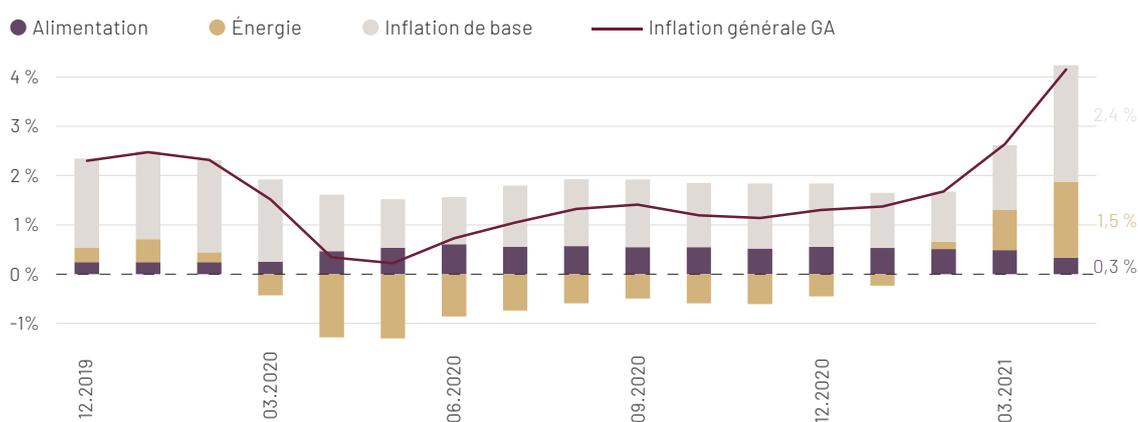
l'indicateur de sentiment économique ZEW a bondi de 18 points à 84 en mai, reflétant un optimisme croissant. L'utilisation des capacités a rapidement retrouvé son niveau le plus élevé depuis la mi-2017 et les ventes de détail se sont fortement redressées pour retrouver leur niveau d'avant-crise, malgré des contraintes persistantes en matière de mobilité.

Meilleures qu'attendu, les enquêtes d'activité (les indices PMI de mai ont été publiés le 21 du mois) ont confirmé la perspective d'une reprise macroéconomique en Europe au second semestre 2021.

CHINE

Si la Chine se distingue toujours au sein du monde émergent, sa dynamique macroéconomique est désormais en phase de décélération. La production industrielle a augmenté de 9,8 % en rythme annuel, contre 14,1 % le mois dernier, tandis que les ventes de détail ont progressé de 17,7 %, un chiffre inférieur aux prévisions (24,9 %). Toujours préoccupante, la hausse des prix immobiliers (+4,8 % en avril) guide en outre la politique monétaire. La croissance des nouveaux prêts a ainsi légèrement diminué à 12,3 % (12,5 % attendu), la Banque populaire de Chine (BPC) exigeant des principaux prêteurs une croissance stable et raisonnable. D'autre part, si l'inflation des prix à la consommation reste contenue par les cycles du porc, les prix à la production ont augmenté de 6,8 % – un chiffre supérieur aux attentes – dans un contexte de reprise régulière de la production intérieure, de hausse des prix des matières premières et d'effets de base.

GRAPHIQUE 4 : SI LA DYNAMIQUE DES PRIX EST SOUTENUE PAR L'ÉNERGIE, L'INFLATION DE BASE EXCÈDE L'OBJECTIF DE LA FED, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

UN VENT D'OPTIMISME SOUFFLE SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES

La vaccination s'accélère dans certains pays développés tandis que la pandémie fait rage dans d'autres, et les marchés anticipent une inflation durable supérieure aux objectifs des banques centrales. Alors que la prudence reste de mise, dans ce contexte économique anormal symétrique de celui observé en 2020, nous continuons d'explorer l'impact à long terme de la pandémie sur la démographie, la croissance et l'inflation.

L'inflation demeure le principal sujet de préoccupation des investisseurs, le chiffre du mois d'avril - 4,2 % en rythme annuel - ayant dépassé les prévisions de 0,6 % aux États-Unis, tandis que les créations d'emplois se sont avérées décevantes. Dans plusieurs pays, les prix à la production ont enregistré une progression à un chiffre robuste, voire légèrement supérieure à 10 %, confirmant ainsi les tensions inflationnistes sous-jacentes. La courbe des taux américains s'est néanmoins inscrite en recul en avril, notamment sur l'échéance à 30 ans, qui est passée de 2,39 % à 2,30 %. Sur le marché européen, qui affiche un décalage de trois mois, les rendements ont fortement augmenté depuis la mi-avril. L'accélération des campagnes de vaccination et les perspectives de réouverture à l'approche de la saison touristique estivale incitent les gouvernements et les analystes à relever leurs prévisions économiques. Cette hausse des rendements européens s'accompagne d'un élargissement des *spreads* sur les marchés périphériques.

de la Fed restera central pour les investisseurs obligataires dans les semaines à venir, en raison de la récente hausse de l'inflation. Sur ce sujet, Jerome Powell pourrait fournir des indications plus précises lors du prochain symposium de Jackson Hole. Il faudra également surveiller la réunion de la BCE prévue en juin. Entre-temps, la Banque d'Angleterre a réduit son programme d'achat d'obligations, essentiellement pour des raisons techniques. En revanche, la Banque du Canada et la Banco do Brazil ont relevé leurs taux directeurs, alors que les pays liés aux prix des matières premières et/ou certains pays émergents sont confrontés à une surchauffe de divers secteurs de leur économie.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISE

Les marchés du crédit restent stables dans un environnement très peu volatil. D'autre part, les fondamentaux s'améliorent grâce à une saison de publication des résultats robuste (Graphique 5). Les secteurs les plus touchés par la pandémie, comme les voyages et les loisirs, la construction automobile et les banques, sont toujours en phase de redressement. Le segment *Value* du marché du crédit (la catégorie CCC du secteur *high yield*) a surperformé, tant sur le marché américain que sur le marché européen.



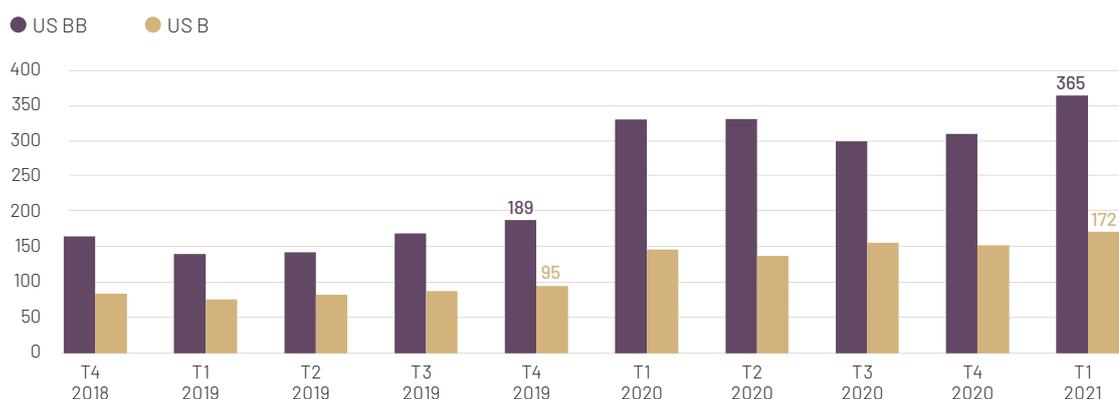
Tous les regards
sont tournés
vers le calendrier
de resserrement
des taux de la

FED

BANQUES CENTRALES

La Fed et la Banque centrale européenne (BCE) devraient conserver leurs politiques monétaires accommodantes dans un avenir prévisible, mais le débat sur le calendrier de resserrement des taux

GRAPHIQUE 5 : LIQUIDITÉS ET ÉQUIVALENTS MONÉTAIRES
DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES AMÉRICAINES BB ET B, MDS USD



Sources : Capital IQ, Indosuez Wealth Management.



De fait, les entreprises sont en mesure de financer leurs besoins de trésorerie à des taux qui ne menacent guère leur activité. Les faibles taux de défaut et la volatilité limitée de l'environnement international expliquent en partie le resserrement des *spreads*. Cela étant dit, le marché *high yield* ne serait pas immunisé contre un éventuel pic de volatilité sur les marchés actions.

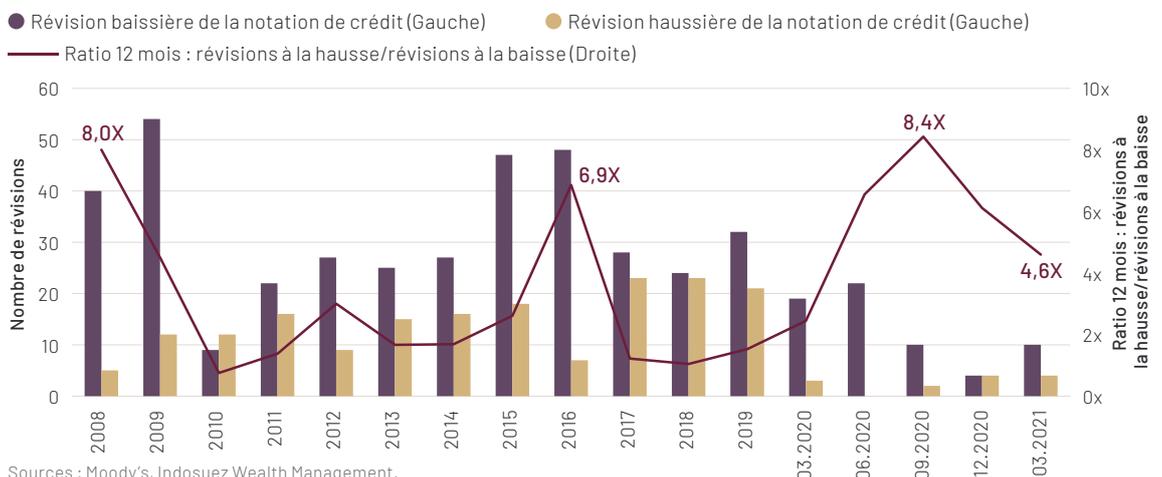
La dette bancaire très subordonnée (le marché « AT1 ») s'est bien comportée depuis le début de l'année et les banques ont toutes, à ce stade, remboursé leurs obligations dès la première date de remboursement anticipé. Elles refinancent ensuite leur dette en émettant de nouvelles obligations AT1 à moyen et long terme. Nous jugeons ces nouvelles obligations chèrement valorisées et abaissons notre opinion à « neutre » sur la classe d'actifs, en raison de considérations de valeur relative dans le sillage de la publication d'une série de résultats très solides.

DETTE ÉMERGENTE

Les marchés émergents manquent toujours de catalyseurs positifs au deuxième trimestre. La hausse des prix des matières premières, conjuguée aux pressions exercées sur les coûts par la faiblesse des taux de change et les goulets d'étranglement de l'offre sur les marchés à haut rendement, devrait renforcer l'inflation dans les pays émergents au cours des prochains mois.

Plus précisément, les obligations d'entreprise se montrent plus résistantes que les autres obligations émergentes en période de hausse des taux, et la période qui s'annonce ne devrait pas faire exception. Le fait de privilégier les obligations *high yield* de *duration* courte offre une protection contre les hausses de taux et la pression en faveur de la pentification des courbes de taux. Alors que nous identifions depuis des mois de la valeur dans le crédit asiatique, nous devons reconnaître que le sentiment général du marché se dégrade (Graphique 6) avec les sanctions liées au décret américain 13 959³, incertitudes entourant les LGFV⁴ en difficulté, récent scandale Huarong.

GRAPHIQUE 6 : HIGH YIELD ASIATIQUE, 2/3 DE CRÉDITS CHINOIS ; POTENTIEL D'AMÉLIORATION DES NOTES LIMITÉ PAR UNE FAIBLE LIQUIDITÉ



3 - Le décret 13959 est un décret présidentiel américain signé le 12 novembre 2020 par Donald Trump. Son objectif déclaré est de « répondre à la menace que représentent les investissements en valeurs mobilières finançant les entreprises militaires communistes chinoises ».

4 - Véhicules de financement des gouvernements locaux.

SAISON DE PUBLICATION DES RÉSULTATS EXCEPTIONNELLE ET INFLATION

Les records sont faits pour être battus. De ce point de vue, la saison des résultats a dépassé toutes les attentes, ce qui a entraîné une forte accélération des révisions de bénéfices, dont la progression au niveau mondial est désormais estimée à 35 % pour l'année 2021. Le cycle de reprise se confirme, soutenu par les campagnes de vaccination et l'assouplissement progressif des mesures de confinement. Cette phase d'expansion rapide évoluera ensuite vers une phase plus mature, caractérisée par des marchés actions moins directionnels, mais il est encore trop tôt pour parier sur cette évolution.

En dépit de perspectives globalement favorables, le risque d'une correction à court terme ne peut être exclu, dans un contexte où les sentiments/positionnements sont nettement haussiers et où certaines divergences négatives semblent émerger. Les préoccupations liées à l'inflation pourraient jouer le rôle de catalyseur de cette correction à court terme, mais la baisse devrait rester limitée.



La croissance mondiale des BPA pourrait atteindre

+35 %

ÉTATS-UNIS

La saison des résultats aux États-Unis s'avère exceptionnelle en termes de surprises : 85 % des entreprises du S&P 500 ont annoncé des profits supérieurs aux attentes, tandis que le taux de croissance des bénéfices du premier trimestre (50 %) est supérieur de 20 % aux attentes du marché.

De manière incontestable, l'absence de réaction positive des marchés actions est en décalage avec ces résultats exceptionnels. En effet, si la saison de publication des résultats a démarré sous le signe de l'euphorie pour les investisseurs, les inquiétudes liées à l'inflation éclipsent progressivement les annonces positives.

Alors que le PPI⁵ a augmenté de 6,2 % en avril, soit la plus forte hausse annuelle depuis que le Bureau américain des statistiques sur l'emploi a commencé à suivre cet indicateur en 2010, et que 175 entreprises du S&P 500 ont mentionné le terme « inflation » en publiant leurs résultats du premier trimestre (le nombre le plus élevé depuis au moins 2010), l'inflation suscite des inquiétudes croissantes.

Or l'inflation, tout comme les taux d'intérêt, joue un rôle essentiel dans la valorisation des actions. Dans un tel contexte, les écarts de performance entre les titres les plus chers et les titres très bon marché se trouvent exacerbés. Au cours des 30 derniers jours, les 25 % de titres ayant les ratios de valorisation les plus bas ont progressé de 6,2 % tandis que les 25 % de titres les plus chers ont chuté de 7,6 % aux États-Unis. L'inflation est un facteur de risque que nous surveillons dès lors attentivement.

EUROPE

Nous confirmons notre opinion positive des marchés actions européens. Premièrement, la croissance des bénéfices par action (BPA) sera solide cette année, sachant que les estimations pour 2021 et 2022 continuent d'être révisées à la hausse grâce aux excellents résultats annoncés au premier trimestre et que la vaccination s'accélère, ce qui est de bon augure pour la réouverture des économies. Deuxièmement, l'Europe est plus axée sur les secteurs *Value* que les États-Unis ou les marchés émergents. Or ces secteurs présentent toujours une décote importante par rapport à la moyenne du marché, bien qu'ils affichent la meilleure dynamique des BPA depuis plus de six mois. Troisièmement, les valorisations sont soutenues par des taux d'intérêt réels négatifs ; tant que ces derniers n'augmentent pas fortement, les investisseurs s'accommoderont des ratios cours/bénéfice actuels. Enfin, l'Europe est à l'avant-garde de la tendance ESG⁶ et offre la possibilité de s'exposer à certains thèmes de croissance séculaires que nous apprécions (technologies disruptives, développement durable ou nouvelles tendances de consommation, pour n'en citer que quelques-uns). Parmi les facteurs de risque à surveiller, une reprise décevante ou une forte hausse de l'euro pourraient pénaliser les actions européennes (notamment les exportateurs), comme cela s'est produit en 2017.

5 - Indice des prix à la production.

6 - Considérations environnementales, sociales et de gouvernance.

Des conditions favorables pour les actions **VALUE**

MARCHÉS ÉMERGENTS

À l'heure actuelle, les marchés boursiers asiatiques se montrent plutôt volatils, sans afficher de direction claire. Ces marchés semblent bien plus influencés par le sentiment général que par les fondamentaux : la propagation inquiétante de l'épidémie de COVID-19 (surtout en Inde), l'évolution en dents de scie des taux d'intérêt américains, les craintes d'inflation et la pression réglementaire sur certains secteurs chinois (notamment le commerce électronique et l'éducation) sont autant de facteurs d'instabilité.

Fondamentalement, la reprise économique continue en Chine, désormais en voie de normalisation, et les prévisions de croissance positive des BPA sont cependant de bon augure pour des secteurs tels que les semi-conducteurs, la consommation et l'industrie en Asie.

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

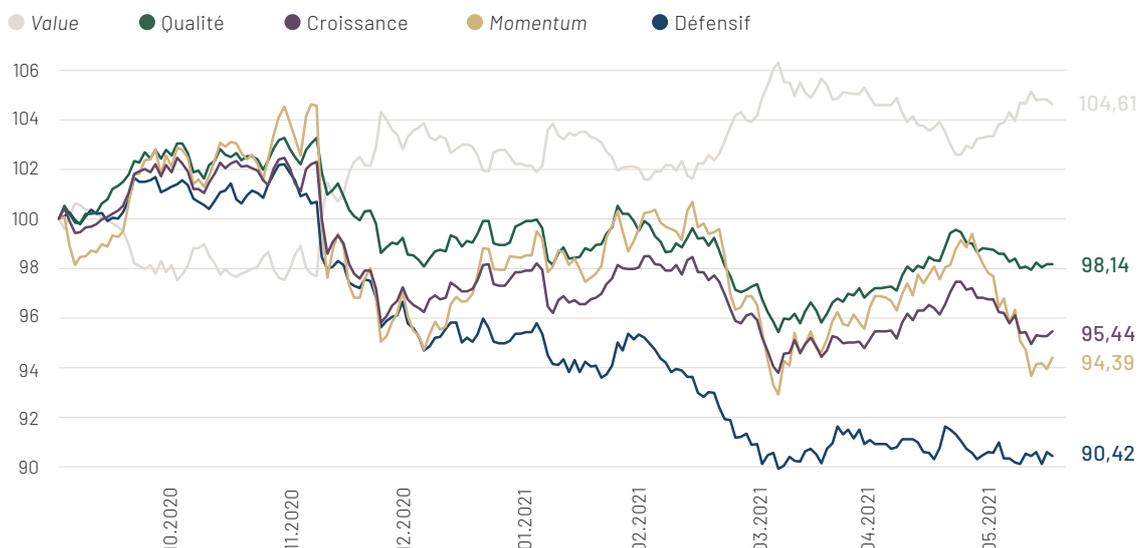
En tant qu'investisseurs fondamentaux, nous restons concentrés sur la génération, la durabilité et la visibilité des bénéfices.

STYLES ET SECTEURS

Les conditions qui favorisent les secteurs *Value*, telles que la montée des anticipations d'inflation, la pentification des courbes de taux ou la hausse des prix des matières premières, sont déjà observables. Ainsi, le facteur *Value* a surperformé le marché européen au sens large au cours des huit derniers mois tandis que les valeurs Qualité et Croissance sont en retrait en termes relatifs (Graphique 7).

Les valeurs Cycliques devraient rester soutenues dans le contexte actuel, mais certaines d'entre elles affichent déjà des valorisations tendues. C'est pourquoi nous délaissions certains secteurs industriels/Cycliques chers intégrant une reprise économique robuste (biens d'équipement, produits chimiques, semi-conducteurs, etc.) au profit de segments « *deep Value* » - ou du moins axés sur la reflation - qui sont restés à la traîne, comme les valeurs financières, qui devraient bénéficier de la hausse des rendements. Les ressources de base et le pétrole représentent également un bon moyen de jouer la revalorisation des matières premières et la hausse des anticipations d'inflation.

GRAPHIQUE 7 : MSCI EUROPE LE STYLE VALUE EN POLE POSITION



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



En mai, la faiblesse continue du dollar s'est traduite par des mouvements affectant aussi bien le marché des changes que les métaux précieux, dont le plus visible a été la forte reprise de l'or. Le deuxième trimestre reste toutefois favorable à l'euro, soutenu par les campagnes de vaccination et l'amélioration des perspectives de l'économie mondiale. Dans le même temps, une légère reprise de la volatilité des marchés d'options est symptomatique de marchés confrontés à une incertitude croissante.



L'USD
reste vulnérable

DOLLAR - FRAGILISÉ PAR LE CHIFFRE INATTENDU DE L'IPC

Le dollar américain reste vulnérable face à presque toutes ses contreparties, à l'exception du yen japonais, sensible aux taux d'intérêt. Malgré un bond inattendu de l'inflation de base (en partie anticipé), les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans n'ont pas réussi à dépasser les sommets d'avril. La rhétorique accommodante du FOMC (organe de politique monétaire de la Fed) a jusqu'à présent calmé les esprits au sujet de tensions inflationnistes qui semblent plus que « simplement passagères ». L'attention va désormais se tourner vers la prochaine série d'adjudications de bons du Trésor américain. Dans l'hypothèse d'une demande relativement soutenue, le rebond du dollar américain pourrait

s'avérer de courte durée, sauf nouvelle envolée des rendements américains. La forte accélération de la croissance américaine ainsi que les craintes liées à la progression de l'inflation en glissement annuel sont peut-être proches de leur pic. Dans un tel cas, le billet vert pourrait reprendre sa tendance baissière, au moment où l'on observe une amélioration des taux de vaccination et des dépenses de consommation hors des États-Unis. Au-delà de la relative et temporaire exception américaine, le dollar devrait sous-performer au troisième trimestre, notamment par rapport aux monnaies européennes et asiatiques, dans un contexte d'aggravation des déficits jumeaux (déficit budgétaire et déficit de la balance des paiements).



L'EUR
pourrait atteindre
de nouveaux
sommets

EURO – UNE LUEUR D'ESPOIR

L'Europe est clairement en voie de rétablissement et gagne, lentement mais sûrement, du terrain dans sa lutte pour vacciner la population. Cela prendra du temps et l'objectif devrait être atteint à un moment où le pic de croissance est déjà dépassé aux États-Unis et en Chine. Compte tenu de l'excédent de la balance courante de l'UE et du caractère procyclique des précédentes phases de reprise de la croissance mondiale, l'euro pourrait atteindre de nouveaux sommets en fin d'année 2021. Depuis le début de l'année, la paire EUR/USD est restée coincée dans une fourchette relativement étroite. Nous anticipons toutefois, au deuxième ou au troisième trimestre, une cassure à la hausse du sommet de 1,2349.

REAL – ENFIN UN SURSIS, POUR L'INSTANT

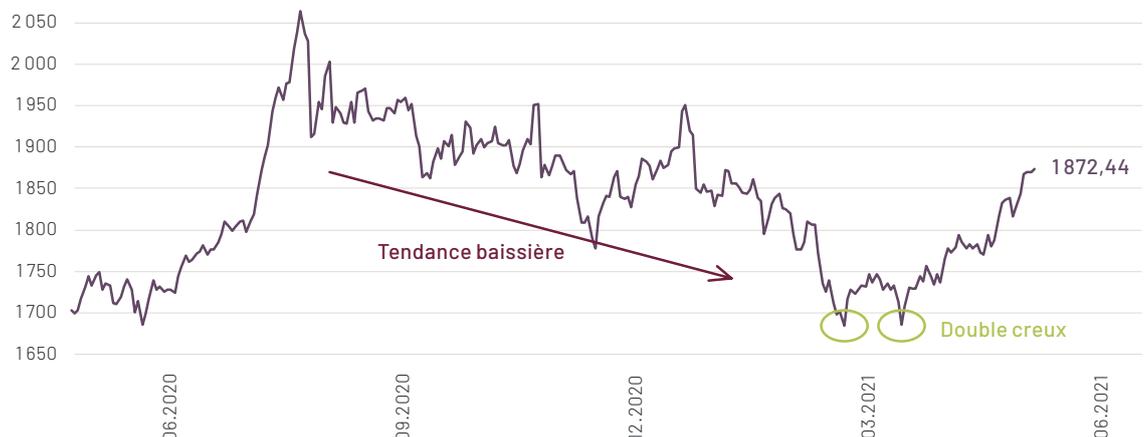
La devise brésilienne est finalement revenue à 5,25 USD/BRL, après que le gouvernement et le Congrès sont sortis de l'impasse budgétaire et que la banque centrale a relevé significativement ses taux directeurs, éliminant ainsi l'écart de rendement qui pénalisait le real. Malgré l'impact positif de ces deux événements, le real n'est pas encore tiré d'affaire.

Les fondamentaux macroéconomiques pourraient s'améliorer, mais comme l'ancien président Lula tentera de se faire réélire l'année prochaine (il devance le président sortant Bolsonaro dans les sondages), les nuages noirs des affrontements politiques et du dérapage budgétaire empêcheront probablement le real de dépasser 4,80.

OR – NOUVEAU DÉCOLLAGE ?

L'or a échoué à casser le support de 1670 USD par deux fois, avant de rebondir au-dessus de 1850 USD. Les analystes techniques ont souligné à juste titre une formation en « double creux » (Graphique 8), qui pourrait signaler la fin du mouvement de baisse enclenché depuis le record de l'année dernière à 2 075 USD. Les inquiétudes croissantes concernant l'inflation des mois à venir et la révision des anticipations de resserrement des taux d'intérêt par la Fed ont incité les investisseurs à acheter le métal jaune pour se protéger des pressions inflationnistes. La demande d'or physique en Asie et la diversification des réserves des banques centrales en dehors du dollar américain ont particulièrement soutenu le métal jaune. Les taux bas, le dollar faible et la hausse de l'inflation sont autant de facteurs favorables à l'or.

GRAPHIQUE 8 : DOUBLE CREUX SUR LE MARCHÉ DE L'OR, EN MARS, USD



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS

SCÉNARIO GLOBAL

- Fondé sur l'hypothèse d'une forte reprise stimulée par un *policy-mix* favorable et une accélération de la vaccination, notre principal scénario d'investissement reste solidement ancré.
- Cette reprise est bien avancée en Chine, probablement proche de son pic d'accélération aux États-Unis, mais retardée dans la zone euro et certains marchés émergents, à la traîne en termes de vaccination.
- Paradoxalement, la principale inflexion du scénario par rapport aux mois précédents concerne les États-Unis. Elle est liée à la déception en matière de création d'emplois (peut-être temporaire, ce phénomène suggère que la Fed peut maintenir sa politique accommodante plus longtemps) et à l'accélération de l'inflation (qui semble être plus qu'un facteur transitoire de court terme).
- L'autre source d'inflexion inclut l'amélioration des perspectives en zone euro – où les taux de vaccination se sont accélérés depuis début avril, ce qui devrait permettre une reprise plus large au second semestre – et la stabilisation/l'affaiblissement de la dynamique macroéconomique en Chine.
- Ce contexte global a des implications importantes sur les marchés financiers, avec un renforcement de la monnaie européenne, une pentification des courbes de taux depuis la fin mars et une réévaluation des actions européennes.
- Ce scénario nous incite à maintenir notre opinion positive des actifs risqués, mais à adopter une vue tactiquement plus neutre après la forte progression des marchés au cours des derniers mois : les *spreads* de crédit sont serrés et n'offrent qu'un faible potentiel de compression, tandis qu'une dégradation des fondamentaux est peu probable.
- Notre principal scénario alternatif repose sur le risque d'une hausse plus forte de l'inflation, entraînant une pentification accrue des courbes de taux, ce qui pourrait nuire à la fois aux obligations et aux actions.
- Le deuxième scénario alternatif, moins probable, serait déclenché par une reprise macroéconomique décevante, liée à de nouveaux confinements, une baisse des multiplicateurs

budgétaires ou un retard dans la transmission des plans de relance.

- Globalement, notre scénario positif anticipe davantage d'instabilité et de surprises macroéconomiques, susceptibles d'entraîner une volatilité accrue au sein des différentes classes d'actifs.

OBLIGATIONS

- Nous prévoyons une pentification modérée des courbes de taux.
- Nous n'anticipons pas de compression supplémentaire des *spreads* de crédit, déjà proches de planchers historiques, et sommes dès lors plus neutres sur les obligations financières subordonnées.
- Toutefois, les stratégies de portage sur les marchés *high yield* devraient générer une performance positive à moyen terme.
- Les obligations indexées sur l'inflation offrent une couverture intéressante à moyen terme, mais les points morts d'inflation ont fortement progressé ces dernières semaines et pourraient consolider.
- Opinion neutre/positive sur la dette émergente en dollar. Cette dernière pourrait souffrir des hausses de taux, mais compte tenu de la volatilité et des notations, le portage relatif reste attrayant pour la dette d'entreprise asiatique, malgré certains défis à court terme (COVID-19, normalisation et gestion de l'endettement en Chine, relèvement des taux par les banques centrales émergentes, risque politique).
- La dette émergente en devise locale pourrait bénéficier du retour du portage et du redressement de plusieurs devises émergentes.

ACTIONS

- Maintien d'une vue positive sur les actions internationales, après une saison des résultats solides qui a entraîné, des deux côtés de l'Atlantique, une forte révision à la hausse des prévisions de BPA pour 2021.
- Préférence pour les actions européennes cycliques ou exposées au thème *Value*, et positionnement neutre sur les actions américaines.



Meilleures perspectives sur la zone euro où la VACCINATION S'EST ACCÉLÉRÉE

- Les valorisations des actions sont tendues et probablement vulnérables à une hausse des taux, mais nous n'identifions pas de catalyseur susceptible de déclencher une forte correction à ce stade.
- Si le positionnement du portefeuille devrait privilégier les titres cycliques et *Value* au détriment des valeurs de qualité et défensives – plus vulnérables à la hausse des taux –, nous maintenons globalement un équilibre entre les titres *Value* et la croissance séculaire liée à l'innovation.
- Une surpondération du segment *Value* constitue en soi une bonne couverture contre l'inflation et la hausse des taux.
- Nous maintenons notre conviction stratégique sur la Chine, malgré les défis de court terme.

La *Value* reste
une bonne
couverture contre
L'INFLATION
ET LES TAUX
ÉLEVÉS

DEVICES ET MÉTAUX PRÉCIEUX

- EUR/USD : le potentiel d'affermissement du dollar au deuxième trimestre pourrait avoir disparu, alors que la zone euro met fin aux confinements et accélère les campagnes de vaccinations ; après une période au sein d'une fourchette étroite, la paire EUR/USD pourrait devenir plus volatile dans les prochains mois ; la BCE réagirait à une nouvelle appréciation de l'euro, ce qui suggère un plafond à 1,25.
- CNY : maintien de notre conviction positive sur le yuan, justifiée par des taux réels élevés et la normalisation monétaire.
- Maintien d'une opinion positive sur les devises liées aux matières premières, notamment le dollar australien et le dollar néo-zélandais.
- Devises émergentes : tendance intéressante dans les pays relevant leurs taux directeurs, qui pourrait annoncer le retour du portage sur le real brésilien par exemple, malgré les défis liés au contexte sanitaire, budgétaire et politique.
- Or : après une reprise au-dessus de la moyenne mobile à 200 jours due au recul des taux d'intérêt réels, l'or semble plus vulnérable à court terme à une hausse des taux longs, mais reste une bonne couverture à long terme contre l'inflation, la dépréciation des devises et l'affaiblissement du dollar.

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		
Dettes souveraines en monnaie forte	=	=/+
Dettes souveraines en monnaie locale	=	=
Crédit Am. Latine USD	=/-	=/-
Crédit asiatique USD	=	+
Oblig. chinoises CNY	=/+	+
ACTIONS		
ZONES GÉOGRAPHIQUES		
Europe	+	=
États-Unis	=	=/+
Japon	-	-/=
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 19 MAI 2021



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PBS)	VARIATION ANNUELLE (PBS)
Bons du Trésor américain 10A	1,67 %	11,55	75,78
France 10A	0,28 %	21,00	62,60
Allemagne 10A	-0,11 %	15,20	46,10
Espagne 10A	0,61 %	21,60	56,40
Suisse 10A	-0,13 %	12,50	42,50
Japon 10A	0,08 %	0,30	6,00

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	43,79	0,48 %	-3,23 %
Emprunts d'État en EUR	218,34	-0,76 %	-1,72 %
Entreprises haut rendement en EUR	210,88	0,04 %	1,85 %
Entreprises haut rendement en USD	322,40	-0,02 %	1,33 %
Emprunts d'État américains	321,35	-0,14 %	-1,39 %
Entreprises émergentes	52,03	-0,17 %	-2,02 %

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	1,10	-0,31 %	1,76 %
GBP/USD	1,41	1,32 %	3,26 %
USD/CHF	0,90	-1,40 %	2,15 %
EUR/USD	1,22	1,16 %	-0,34 %
USD/JPY	109,22	1,05 %	5,78 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	22,18	4,68	-0,57

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4'115,68	-1,38 %	9,57 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	6'950,20	0,80 %	7,58 %
Stoxx Europe 600	436,34	-0,07 %	9,35 %
Topix	1'895,24	0,37 %	5,02 %
MSCI World	2'910,94	-0,75 %	8,21 %
Shanghai SE Composite	5'172,27	1,44 %	-0,75 %
MSCI Emerging Markets	1'327,54	-0,70 %	2,81 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2'479,34	3,47 %	1,12 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	269,71	2,48 %	11,79 %
MSCI Asia Ex Japan	863,16	-1,40 %	2,40 %
CAC 40 (France)	6'262,55	0,84 %	12,81 %
DAX (Allemagne)	15'113,56	-0,54 %	10,17 %
MIB (Italie)	24'486,69	1,35 %	10,14 %
IBEX (Espagne)	9'070,70	6,47 %	12,35 %
SMI (Suisse)	11'045,20	-1,46 %	3,19 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	5'379,00	4,22 %	27,46 %
Or (USD/Oz)	1'869,62	4,23 %	-1,51 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	63,36	3,28 %	30,59 %
Argent (USD/Oz)	28,01	5,41 %	6,04 %
Cuivre (USD/Tonne)	10'001,50	5,89 %	28,79 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	2,96	10,10 %	16,74 %

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

FÉVRIER 2021	MARS 2021	AVRIL 2021	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (19 MAI 2021)
3,08 %	6,08 %	5,24 %	3,47 %	11,79 %
2,61 %	4,80 %	4,52 %	2,48 %	9,57 %
2,45 %	4,25 %	3,82 %	1,44 %	9,35 %
2,31 %	4,24 %	3,19 %	0,80 %	8,21 %
1,83 %	3,98 %	2,41 %	0,37 %	7,58 %
1,22 %	3,55 %	2,37 %	-0,07 %	5,02 %
1,19 %	3,11 %	2,02 %	-0,70 %	2,81 %
0,73 %	-1,70 %	1,81 %	-0,75 %	2,40 %
-0,28 %	-2,66 %	1,49 %	-1,38 %	1,12 %
-3,10 %	-5,40 %	-2,85 %	-1,40 %	-0,75 %

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 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 Espana (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comision 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 Région administrative spéciale 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 25.05.2021.

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.

