

# MONTHLY HOUSE VIEW

Document Marketing - Mars 2021

Focus

Retour vers le futur pour les cours du pétrole

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	V.I.S.A. : UN NOUVEAU RÉGIME DE MARCHÉ ?	
02•	Focus	P4
	RETOUR VERS LE FUTUR POUR LES COURS DU PÉTROLE	
03•	Macroéconomie	P6
	LE LIÈVRE ET LA TORTUE	
04•	Obligations	P8
	PENTIFICATION DES COURBES ET RESSERREMENT DES ÉCARTS DE RENDEMENT	
05•	Actions	P10
	LES ACTIONS ENREGISTRENT DE NOUVEAUX RECORDS	
06•	Devises	P12
	UN DOLLAR HÉSITANT	
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



VINCENT  
MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth  
Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Au vu des excellents résultats d'entreprises publiés ces dernières semaines pour le quatrième trimestre, nul besoin, à priori, de s'interroger sur l'origine de l'euphorie sur les marchés actions de ce début d'année.

Pourtant il semble que les marchés financiers de manière plus globale soient déterminés par d'autres facteurs ces temps-ci. C'est le syndrome V.I.S.A. :

Vaccin / Inflation / *Stimulus* / Accommodation :

- **Vaccin** : c'est aujourd'hui le rythme différencié des campagnes de vaccination qui détermine la perspective de croissance de 2021 avec un net avantage pour les États-Unis et le Royaume-Uni, et une zone euro en retrait ;
- **Inflation** : les investisseurs sont passés en quelques mois de la crainte de la récession à la crainte d'une reprise de l'inflation, alimentant la remontée des taux longs. Au risque d'en faire un peu trop sans doute : après tout, au-delà des effets de base à court terme que nous anticipions, le chômage reste élevé et les pressions déflationnistes de la décennie précédente n'ont pas disparu, mais un nouvel équilibre de politique économique peut changer la donne ;
- **Stimulus** : en effet, nous nous dirigeons avec plus de certitude vers un accord sur une relance budgétaire massive aux États-Unis, ceci dans une économie déjà en phase de rebond et en passe de relever le challenge de la vaccination avant la mi-année ; un contexte qui conduit autant à rehausser les anticipations de croissance qu'à laisser craindre un excès de soutien budgétaire ;
- **Accommodation** : la situation actuelle est inhabituelle avec d'un côté un rebond très rapide de l'économie américaine mais de l'autre une Réserve fédérale américaine (Fed) qui entend prolonger sa posture accommodante jusqu'en 2023. La vraie crainte des marchés serait donc que la reprise se transforme en surchauffe conduisant la Fed à abandonner sa politique de taux zéro.

Derrière cet acronyme se profile peut-être un changement de régime, du moins un nouvel équilibre déterminé par la politique économique la plus procyclique que l'on ait connue dans une économie américaine déjà censée croître de 6 % cette année. Au fond, nul ne sait dire aujourd'hui si cette reprise peut conduire à une accélération plus rapide et plus durable des salaires et de l'inflation. Une certitude cependant : une reprise plus forte devrait se traduire par une décrue rapide du chômage, ce qui peut reposer la question de la normalisation des taux courts par la Fed, qui écarte pour le moment cette perspective.

La question que se posent les économistes aujourd'hui consiste donc à évaluer les risques qui se profilent vers le soutien budgétaire que tous appelaient de leurs vœux, mais dont les effets positifs à court terme sur la croissance pourraient être neutralisés à terme par une normalisation monétaire.

De leur côté, les taux longs n'attendent ni la Fed ni la réponse des économistes, et la courbe des taux a commencé à se repentir depuis l'été dernier. Il y a deux découvertes derrière cette pentification. Premièrement, un rappel douloureux plus qu'une découverte : la Fed ne contrôle pas tout et surtout pas les taux à 10 ans. Deuxièmement, les taux longs traduisent non seulement les anticipations d'inflation (qui pourraient se stabiliser) mais également la vigueur de la reprise (qui est boostée par le *stimulus*).

Une équation complexe se pose pour les investisseurs : garder des obligations qui commencent à plafonner, ou les vendre pour acheter des actions plus volatiles et dont certaines ne sont pas immunes face à la remontée des taux ? Est-il encore temps de se couvrir ou bien existe-t-il des styles actions qui bénéficient de ce contexte de reflation ?

Ce sont ces thèmes que nous vous proposons d'évoquer dans cette *house view*.

Bonne lecture à tous.

Avec une hausse supérieure à 10 % le mois dernier, les cours du pétrole semblent légèrement en avance sur la reprise économique, principalement en raison de contraintes d'approvisionnement. Si les facteurs géopolitiques brouillent quelque peu la perspective, les fondamentaux du marché ne plaident pas en faveur d'une poursuite de la hausse des cours.

### UNE REPRISE DES COURS DU PÉTROLE PRÉCÉDANT LA REPRISE ÉCONOMIQUE ?

Le cours du Brent a grimpé à plus de 60 dollars le baril, alors qu'il était inférieur à 40 dollars lorsque le premier vaccin a été mis au point en novembre 2020 et inférieur à 20 dollars au pire de la pandémie, en avril dernier. Principalement soutenus par des facteurs temporaires, les cours du pétrole se rapprochent désormais de leur moyenne de 2019 (graphique 1).



# -9 %

Effondrement de la demande de pétrole en 2020

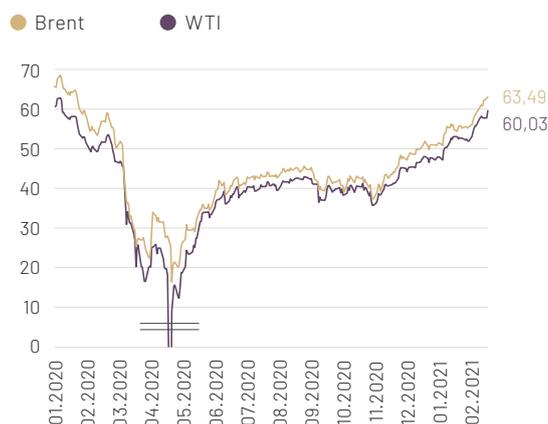
### UN CHOC D'OFFRE INDUIT PAR LE CARTEL, LE MARCHÉ ET UNE MÉTÉO DEFAVORABLE

En 2020, la demande mondiale quotidienne de pétrole s'est effondrée de 8,9 millions de barils en moyenne (-9 %) – un recul historique –, pour s'établir à 92,3 millions de barils. L'offre de pétrole a largement dépassé la demande au cours du premier semestre, ce qui s'est traduit par la constitution de réserves d'une ampleur inédite. La chute des cours s'est poursuivie jusqu'à la mise en œuvre de trois mesures non anticipées :

- Disposant de stocks massifs et soumise à la menace de possibles nouveaux confinements, l'Arabie saoudite a annoncé en janvier 2021 une baisse de production atteignant 1 million de barils par jour, applicable à compter de février et mars ;
- Les conditions climatiques exceptionnellement mauvaises du début d'année, tant aux États-Unis qu'en Asie, ont entravé la production texane et incité les producteurs d'électricité asiatiques à privilégier le pétrole, en raison de la forte hausse des prix du gaz ;
- L'optimisme du marché concernant la reprise de la demande après les campagnes de vaccination a renforcé les perspectives de la consommation de pétrole.

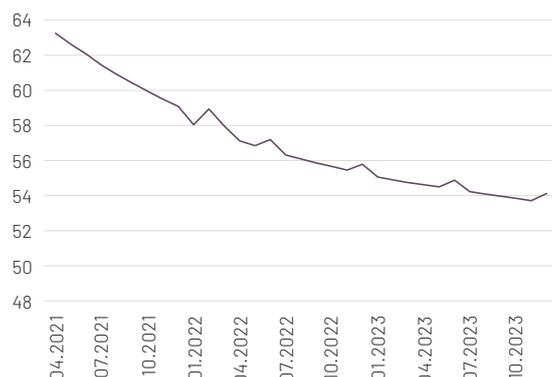
Plus durables qu'anticipé, ces contraintes sur l'offre et la demande ont déclenché une flambée des cours du pétrole brut et le marché du Brent est entré en situation de déport – le cours du Brent livré en avril est plus élevé que celui des livraisons de novembre (graphique 2) –, les *traders* tablant sur un besoin de production supplémentaire pour le reste de l'année.

GRAPHIQUE 1 : COURS DU PÉTROLE, USD/BARIL



Sources : Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 2 : LES CONTRATS À TERME SUR LE PÉTROLE BRENT EN SITUATION DE DÉPORT, USD/BARIL



Sources : Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

## SI LA DEMANDE DE PÉTROLE N'EST PAS LE FACTEUR ESSENTIEL, ELLE POURRAIT S'AVÉRER PLUS FORTE QUE PRÉVU

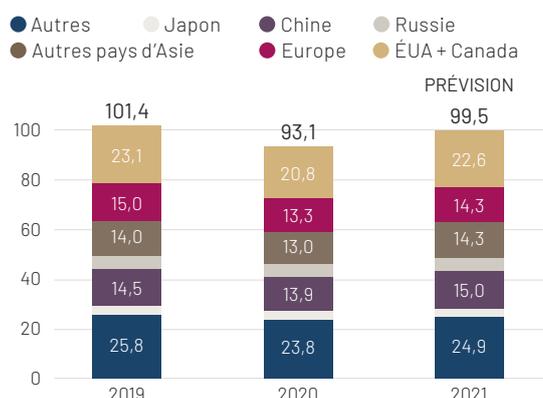
Au premier trimestre 2021, la demande mondiale de pétrole s'établit à environ 96 millions de barils par jour, ce qui est supérieur à l'offre (94 millions) tout en restant nettement inférieur aux niveaux pré-pandémie (101 millions, graphique 3). La demande de pétrole devrait chuter d'un million de barils par jour entre le quatrième trimestre 2020 et le premier trimestre 2021, mais l'amélioration des perspectives économiques suggère une demande plus robuste au cours du second semestre 2021. L'Agence d'information sur l'énergie (AIE) a récemment révisé à la hausse ses prévisions de consommation de carburant pour février aux États-Unis et, dans une moindre mesure, en Europe mais continue d'estimer que la demande mondiale ne devrait pas retrouver les niveaux antérieurs à la COVID-19 avant le deuxième trimestre 2022, à l'exception notable de la Chine (14 % de la demande mondiale) et de l'Inde, où un redressement complet est attendu à la fin 2021. Au niveau sectoriel, la reprise des transports mondiaux sera un élément clé dans la consommation de pétrole avec tous les yeux rivés sur l'incertitude qui entoure le trafic aérien (environ 8 % de la consommation mondiale de pétrole en 2019), à nouveau en recul depuis le mois de décembre dernier, quoique de manière inégale selon les régions. L'Association internationale du transport aérien (IATA) a averti début février que le nombre de kilomètres parcourus par des passagers payants ne devrait guère dépasser, en 2021, 50 % des niveaux de 2019 (contre environ 13 % aujourd'hui).



### T2-2022

retour prévu de l'offre et de la demande mondiales de pétrole aux niveaux pré-COVID-19

GRAPHIQUE 3 : DEMANDE MONDIALE DE PÉTROLE, MBPJ\*



\* Mbpj : milliers de barils par jour.

Sources : Perspectives de l'énergie à court terme (AIE, février 2021), Indosuez Wealth Management.

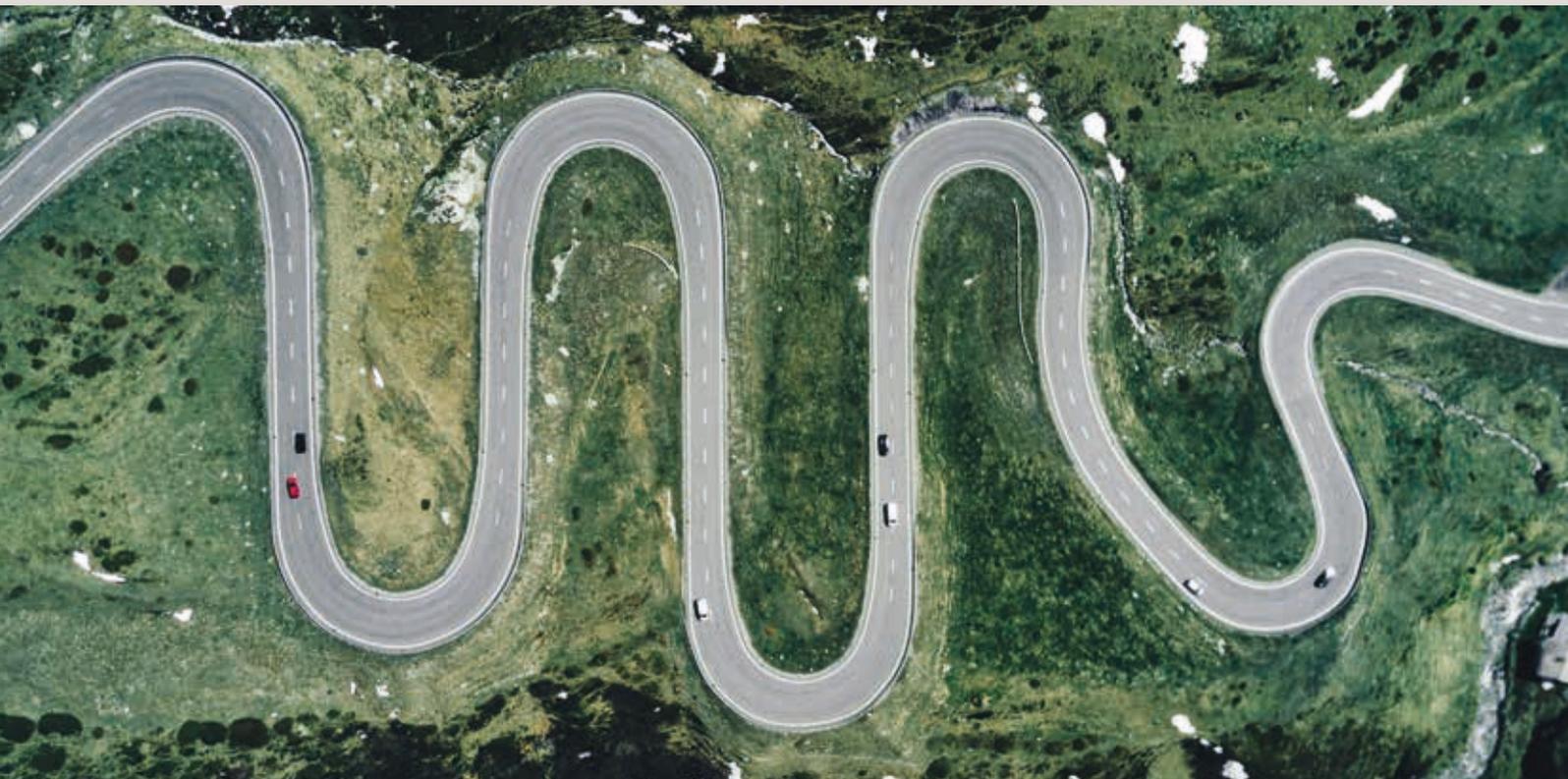
## LA DISSIPATION DES PRESSIONS TEMPORAIRES SUR L'OFFRE DEVRAIT LIMITER LA HAUSSE DES COURS DU PÉTROLE

Selon l'AIE, l'offre mondiale devrait retrouver ses niveaux d'avant la COVID-19 d'ici mai 2022, grâce à l'allègement des restrictions de l'OPEP et à l'augmentation des productions nord-américaine et eurasiennne. La production américaine devrait en effet s'accélérer, car les puits nouvellement forés (liés à des investissements soutenus par la récente hausse des cours) devraient permettre de compenser la baisse des taux de production des puits américains existants au premier semestre 2021 (les stocks de pétrole brut américains ont constamment diminué au cours des trois dernières semaines). Compte tenu de l'épuisement des stocks et d'une visibilité sur la demande meilleure qu'en fin d'année grâce au lancement des campagnes de vaccination, l'Arabie saoudite devrait supprimer les restrictions d'approvisionnement à partir d'avril 2021. Nous suivrons attentivement la prochaine réunion OPEP-JMMC (Joint Ministerial Monitoring Committee), prévue pour le 3 mars.

Dans l'ensemble, si l'offre de pétrole se desserre, les prix devraient atteindre environ 55 dollars le baril en 2021, restant en dessous des niveaux pré-pandémie jusqu'en 2022. Nous ne nous attendons pas à ce que les producteurs de pétrole permettent aux prix du pétrole de revenir à des sommets historiques, car cela ne serait pas dans leur intérêt à long terme étant donné que la pression est déjà forte en faveur des investissements dans des solutions énergétiques décarbonées, les prix élevés du brut viendraient ajouter « de l'huile sur le feu ».

Néanmoins, nous ne pouvons pas exclure des pressions à court terme (principalement à la hausse), dues au fait que les prévisions de l'AIE ne tiennent pas compte de l'impact éventuel de la relance américaine et/ou de l'accélération de la vaccination sur les marchés matures qui pourraient entraîner une reprise plus rapide de la demande. Les risques géopolitiques, comme récemment mis en évidence par le retour des tensions au Moyen-Orient (risque des prix à la hausse), l'apaisement des relations US/Iran et leur impact inhérent sur les prix du pétrole (risque de baisse).

Si les prix devaient se consolider à ce niveau élevé actuel (pas dans notre scénario central), cela ajouterait une pression sur l'inflation totale, avec un premier effet de transmission sur les prix des intrants manufacturiers.



Le plus rapide n'est pas toujours le vainqueur<sup>1</sup>. Le plan de relance économique américain – s'il est adopté dans son intégralité – propulserait l'économie vers une reprise solide fondée sur la consommation, alors que la zone euro demeure à la traîne. Cela étant dit, la politique de relance de la zone euro est centrée sur la croissance à long terme et les États-Unis risquent un contrecoup violent, tandis que la Chine est lancée dans une course à la normalisation.

### LES ÉTATS-UNIS À TOUTE VAPEUR

Le marché du travail américain constitue la principale préoccupation des responsables politiques. Le rapport sur l'emploi de janvier n'a montré qu'une modeste progression (+49 000 après -227 000 en décembre), portant à 9,9 millions le nombre total de pertes d'emplois depuis le début de la crise. Les ventes de détail ont dépassé les attentes en janvier (7,4 % en glissement annuel), tandis que les enquêtes auprès des entreprises indiquent une croissance plus robuste dans l'industrie et les services, susceptible de s'affermir dans les prochains mois si la campagne de vaccination permet la réouverture progressive de l'économie. Les démocrates font pression pour un « processus de réconciliation » sur l'adoption de leur vaste plan de relance budgétaire de 1 900 milliards de dollars, comportant de nombreuses dépenses immédiates en faveur des chômeurs et des petites entreprises en difficulté. Ce processus,

qui permettrait d'adopter un plan d'aide sans le soutien des républicains, ouvre la voie à un plan de relance plus conséquent, principalement axé sur une stimulation immédiate de la consommation. À ce stade, l'accord envisagé ne mentionne pas les mesures structurelles annoncées durant la campagne et visant à « reconstruire en mieux » les infrastructures américaines pour les rendre plus « vertes ». Les analystes redoutent un scénario « expansion-contraction » qui verrait la croissance américaine dépasser son potentiel de 2 % en 2021, puis de 1 % 2022 (estimations du Bureau du budget du Congrès), ce qui créerait des pressions artificielles sur les prix (le point mort d'inflation à 10 ans est supérieur à 2 %) et favoriserait excessivement la consommation au détriment de réformes nécessaires. Comme l'a souligné la Brookings Institution<sup>2</sup>, le risque est que le retour du PIB à un niveau extrêmement élevé prépare une trajectoire économique difficile après la suppression des mesures de soutien en 2021.



La croissance américaine dépassera son potentiel de

**2 %**

si le plan Biden est accepté

1 - Aesop, Greek fabulist and storyteller.

2 - Think tank américain spécialisé dans la recherche et la formation dans les domaines des sciences sociales dont le siège est à Washington.

## LA ZONE EURO EN RETARD (À CE STADE)

Avec moins de 3 % de la population vaccinée (contre 12 % aux États-Unis et 23 % au Royaume-Uni), la zone euro est incontestablement à la traîne dans la course à la reprise. Les avancées sur le front politique (le retour de Mario Draghi) n'ont pas été suivies d'améliorations significatives sur le front économique (l'indice de confiance PMI auprès des entreprises de retour à 48,1 en février). La résurgence de l'inflation (0,9 % en glissement annuel) en janvier n'est pas non plus rassurante, car elle repose exclusivement sur des facteurs temporaires/techniques. À la fin juillet 2021, 70 % de la population de l'Union européenne (UE) devrait être vaccinée. Cela coïncidera avec les décaissements du fonds de relance de l'UE, qui seront consacrés à hauteur de 37 % à des objectifs écologiques, et à hauteur de 20 % à des objectifs numériques. L'Espagne prévoit d'injecter environ 70 % des 72 milliards d'euros de subventions dues au titre du fonds de relance, entre 2021 et 2023, dans les investissements verts et la transformation numérique. Selon les prévisions de la Commission européenne, après une contraction temporaire au premier trimestre, la croissance du PIB devrait s'accélérer au second semestre pour atteindre 3,7 % sur l'ensemble de l'année 2021 (contre -6,8 % en 2020), avec une inflation de 1,4 % (contre 0,3 % en 2020).

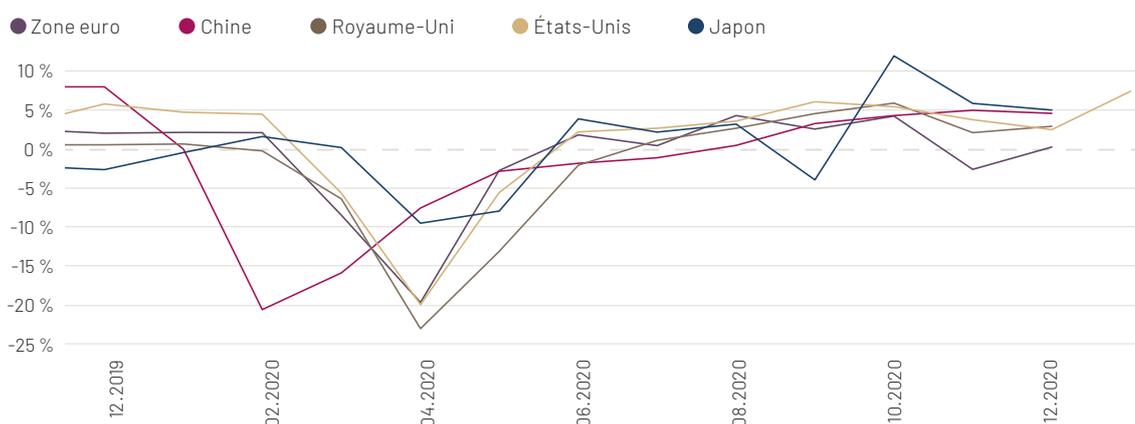


En Espagne,  
**70 %**  
des subventions  
de l'UE seront  
consacrées aux  
investissements  
verts et à la  
transformation  
numérique

## LA CHINE EN VOIE DE NORMALISATION

L'économie chinoise devrait croître de 8,5 % en 2021, ce qui la placerait en première position en termes de croissance du PIB. Toutefois, malgré une dynamique de croissance proche de 6,6 % à la fin 2020, la reprise en Chine n'est pas aussi importante qu'il y paraît. Si l'industrie s'est montrée robuste en fin d'année dernière (+7,3 % en décembre), la croissance est censée s'appuyer sur la reprise de la consommation en 2021. Or, cette dernière est plus hésitante (graphique 4) et devrait faiblir en début d'année, car la période du Nouvel An se télescope avec l'imposition de nouvelles restrictions de voyage. Les dirigeants politiques chinois visent une normalisation de la croissance et tentent d'éviter les déséquilibres macroéconomiques en freinant progressivement la croissance du crédit, qui a soutenu la hausse des investissements en 2020. Enfin, la croissance des exportations devient plus incertaine. Si la reprise des marchés développés devrait leur être favorable au second semestre 2021, les exportations dans les domaines de la santé et du travail à domicile, qui ont soutenu la croissance en 2020, devraient ralentir cette année. Dans l'ensemble, il convient de ne pas interpréter le rééquilibrage de la croissance vers la demande intérieure comme un signe de ralentissement économique. Les autorités chinoises resteront concentrées sur la croissance, mais devront surveiller l'évolution des ratios d'endettement. Si d'autres mesures de stabilisation de l'économie sont envisageables, elles seront progressives. À titre d'exemple, les taux directeurs devraient être relevés de 25 points de base au second semestre 2021.

GRAPHIQUE 4 : VENTES DE DÉTAIL, GLISSEMENT ANNUEL, %



Sources : Sources nationales, Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

## PENTIFICATION DES COURBES ET RESSERREMENT DES ÉCARTS DE RENDEMENT



Les politiques très accommodantes des banques centrales incitent les investisseurs à évaluer les actifs risqués sur la base d'un scénario optimiste quant à l'évolution de l'épidémie de coronavirus. Nous restons positifs sur les obligations d'entreprise au vu de la stabilisation des paramètres de crédit, mais les valorisations tendues et la hausse des anticipations d'inflation, en particulier aux États-Unis, incitent à la prudence.

### LES BANQUES CENTRALES SE CONCENTRENT SUR LES RISQUES BAISSIERS

Après la relance monétaire distillée par la Banque centrale européenne (BCE) en décembre, la Fed a confirmé sa position accommodante lors de la réunion du FOMC (organe de politique monétaire de la Fed) de janvier, indiquant qu'elle

restait concentrée sur la prévention des risques baissiers. Selon son président Powell, le principal risque reste un calibrage insuffisant des politiques visant à contrôler la pandémie, et non une hausse de l'inflation. En cas de mauvaise surprise, la Fed est prête à augmenter ses achats d'actifs. Dans ce contexte, les marchés de taux d'intérêt n'anticipent pas de hausse des taux directeurs avant la fin de 2023.

Les marchés  
**high yield**  
continuent de  
surperformer

Depuis le début de l'année, la courbe des taux américaine connaît une « pentification baissière » significative (le rendement du 10 ans a dépassé 1,2 %, tandis que celui du 30 ans a franchi le seuil de 2 %). Les scénarios de reflation expliquent cette pression continue sur les taux longs. Parmi les moteurs qui l'alimentent, on peut notamment citer la perspective de nouvelles dépenses liées à la pandémie, mais aussi la hausse des anticipations d'inflation. Aux États-Unis, les points morts d'inflation ont en effet enregistré une surperformance significative depuis le début de l'année 2021 (graphique 5). Néanmoins, de puissantes forces de rappel – une politique monétaire accommodante, un marché du travail toujours dégradé et des incertitudes quant au rythme de la reprise – devraient contenir leur progression.

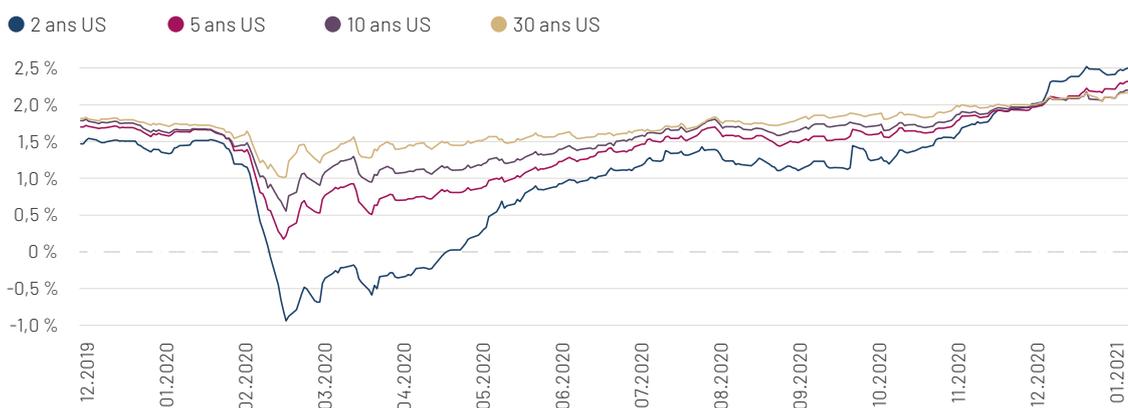
En Europe, le rendement du 10 ans allemand a répercuté la volatilité de la courbe des taux américaine (+15 points de base le mois dernier), tandis que le rendement du 30 ans allemand est repassé en territoire positif pour la première fois depuis début septembre 2020. La crédibilité de la BCE et l'intégration de la zone euro ne sont plus remises en question, comme le montre l'évolution récente de la situation politique en Italie. La formation d'un nouveau gouvernement par Mario Draghi a permis au *spread* du BTP-Bund d'enfoncer le seuil des 100 points de base, pour la première fois depuis fin 2015.

## NOUS SOMMES OPTIMISTES SUR LES SPREADS DE CRÉDIT

Les *spreads* de crédit poursuivent leur rallye en 2021, grâce à l'optimisme entourant le nouveau plan de relance américain, les campagnes de vaccination et une saison des résultats meilleure que prévu. Sur les segments *investment grade* (IG) en euro et en dollar, les niveaux de valorisation pré-pandémie sont désormais à portée de main. Les marchés *high yield* (HY) continuent de surperformer, grâce à la stabilisation des indicateurs de crédit. Ils devraient notamment bénéficier de l'évolution des taux de défaut (sur le segment *high yield*, les taux de défaut pourraient culminer en mars à 8,4 % et 4,9 % aux États-Unis et en Europe, contre respectivement 9,1 % et 5,4 % il y a un mois) et du recul de l'offre. Les crédits notés CCC et les secteurs « *deep value* » tels que les transports, l'énergie et l'audiovisuel ont enregistré les progressions les plus importantes.

Les chiffres concernant l'activité des marchés émergents restent robustes, alors qu'une reprise incomplète est toujours en cours. L'évolution de l'épidémie est de nouveau au centre de l'attention, mais la COVID-19 ne devrait pas faire dérailler le rebond de l'économie mondiale prévu en 2021. Les entreprises des marchés émergents continueront probablement à bénéficier de fondamentaux plus résistants, reflétant une détérioration très limitée de l'endettement et une hausse modeste des taux de défaut. Malgré des *spreads* plus élevés pour les obligations d'entreprise d'Amérique latine, les valorisations du crédit asiatique semblent plus attrayantes dans une perspective de performance ajustée du risque.

GRAPHIQUE 5 : ÉVOLUTION DES POINTS MORTS D'INFLATION  
AUX ÉTATS-UNIS, %



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



Alors que l'agitation créée par l'hystérie des investisseurs particuliers aux États-Unis est retombée (sans avoir totalement disparu), de nombreux indices majeurs atteignent de nouveaux sommets historiques. Certes, les marchés actions doivent encore traverser la troisième vague épidémique et les confinements qui en résultent. Cependant, tant que la confiance dans l'efficacité du vaccin n'est pas affectée, les investisseurs peuvent se projeter dans le cycle qui succédera au ralentissement économique.

La politique monétaire accommodante, la relance budgétaire et la reprise attendue des bénéfices sont les piliers de notre scénario haussier sur les marchés actions. En ce qui concerne le troisième point, la saison des résultats en cours s'avère rassurante. Les bénéfices dépassent les attentes dans toutes les régions – davantage aux États-Unis qu'en Europe – et les révisions de bénéfices atteignent des proportions rarement vues au cours de la dernière décennie. Les investisseurs sont toutefois de plus en plus préoccupés par le regain de vigueur du 10 ans américain. Cependant, comme cette évolution est presque entièrement fonction du point mort de l'inflation, nous ne la jugeons pas problématique, à ce stade, pour l'ensemble des marchés actions.



Au quatrième trimestre, les bénéfices des entreprises américaines dépassent les estimations de

**15 %**

### ÉTATS-UNIS

Les marchés américains restent concentrés sur la saison des bénéfices du quatrième trimestre, qui apporte un flux record de surprises positives. Globalement, les entreprises déclarent des bénéfices supérieurs de 15,1 % aux estimations, ce qui est nettement supérieur à la moyenne sur cinq ans de 6,3 %. Les surprises positives, qui concernent de nombreux secteurs, se sont

traduites par l'amélioration des bénéfices de l'indice au cours de la semaine écoulée.

Sur le marché américain, il convient également de signaler l'impact récent des investisseurs de détail. Comme l'indique la forte progression des ouvertures de comptes, les investisseurs individuels manifestent un intérêt croissant pour les marchés financiers. Un certain nombre de ces nouveaux investisseurs semblent adopter une attitude très spéculative, notamment en intervenant sur les marchés d'options et les petites capitalisations.

### EUROPE

La saison des résultats est également très positive en Europe, même si elle réserve moins de surprises qu'aux États-Unis. En moyenne, les entreprises ont annoncé 12 % de surprises positives (contre 19 % aux États-Unis). En termes de croissance des bénéfices, la variation par rapport au quatrième trimestre 2019 est fortement influencée par le secteur de l'énergie (-70 % de croissance du BPA en glissement annuel). Les bénéfices de l'ensemble du marché affichent un recul de -15 % par rapport à la même période, mais sont stables pour le Stoxx 600 si l'on exclut le secteur de l'énergie.

Cela démontre la capacité des entreprises à s'adapter à l'environnement actuel, ainsi que l'efficacité significative des programmes mis en place par les gouvernements pour soutenir le secteur privé. Au-delà de l'actualité récente, notre opinion positive du marché européen repose sur deux moteurs structurels. Premièrement, le marché européen est plus orienté vers les secteurs cycliques et *value* que le reste du monde, ce qui doit être considéré comme un avantage lorsque l'activité économique s'accélère. Deuxièmement, l'Europe est à l'avant-garde de la tendance ESG (environnemental, social et de gouvernance) et offre la possibilité de s'exposer à certains thèmes de croissance séculaires solides (technologies disruptives, développement durable ou nouvelles tendances de consommation, pour n'en citer que quelques-uns).

## MARCHÉS ÉMERGENTS

La dynamique positive des actions asiatiques s'est prolongée en janvier et février 2021. La Chine, premier pays à être sorti de la crise déclenchée par l'épidémie de COVID-19, poursuit sa reprise économique. Nous estimons que les perspectives de croissance des bénéfices des entreprises, l'abondance de liquidités au niveau mondial et les taux d'intérêt bas sont de bon augure pour les actions asiatiques. Le positionnement sectoriel est également intéressant en Asie : la région offre une combinaison de croissance séculaire et de secteurs cycliques, respectivement en Chine et dans les marchés de l'ASEAN.

À l'inverse, les marchés d'Amérique latine ont subi des sorties de capitaux au cours du mois dernier, après un quatrième trimestre robuste.

Nous continuons donc, à ce stade, à surpondérer la Chine.

Nous sommes désormais plus confiants sur certaines valeurs industrielles (liées aux infrastructures) et cycliques dans le reste de l'Asie, notamment en Asie du Sud-Est. La sélectivité restera essentielle. Une campagne de vaccination mondiale chaotique, la possibilité de nouveaux confinements et l'incertitude entourant les relations sino-américaines restent des risques majeurs dans un avenir proche, sachant que la hausse des taux à long terme et le renforcement du dollar pourraient peser sur les flux.

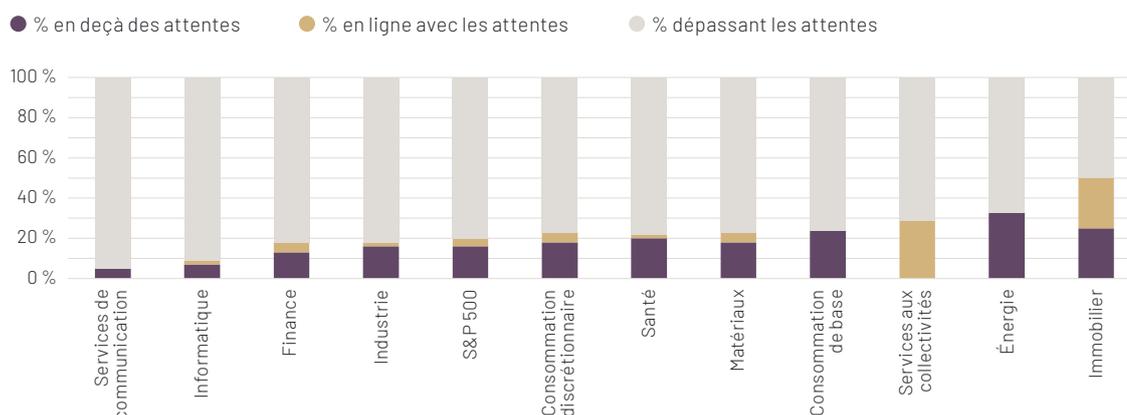
## STYLES D'INVESTISSEMENT

La hausse des rendements des bons du Trésor à 10 ans et des anticipations d'inflation a historiquement eu un impact sur la performance relative du style cyclique par rapport au style défensif, et sur celle du style *value* par rapport au style croissance. L'évolution récente des anticipations d'inflation aux États-Unis confirme notre préférence pour les styles cyclique/*value* et favorisera des secteurs tels que les banques, l'automobile, les ressources de base et la construction.

## SECTEURS

Les entreprises appartenant aux secteurs des services financiers, des technologies de l'information et des communications ont été les principaux contributeurs à la hausse globale des bénéfices de l'indice depuis la fin du quatrième trimestre (graphique 6). À cet égard, il convient de garder à l'esprit qu'Alphabet, Facebook, Netflix, Snap et Pinterest font partie du secteur des « Services de communication ». À l'inverse, le secteur de l'énergie continue de souffrir et constitue la principale déception de cette saison des résultats.

GRAPHIQUE 6 : BÉNÉFICES DU S&P 500 AU T4 2020, %



Sources : FactSet - Mise à jour sur la saison des résultats au 12.02.2021, Indosuez Wealth Management. Les performances passées ne préjugent pas des performances.



Si le dollar peut fluctuer à court terme en réponse aux mouvements des bons du Trésor d'échéance longue, il restera dans une fourchette étroite en l'absence d'évolution macroéconomique significative. Pour la reflation de 2021, nous privilégions les devises liées aux matières premières – le dollar australien (AUD), le dollar canadien (CAD) et la couronne norvégienne (NOK) –, tandis que la livre sterling (GBP) conserve un potentiel de hausse après son rallye des six derniers mois. Compte tenu de leurs applications industrielles, l'argent et le platine devraient surperformer l'or, mais le métal jaune restera soutenu.



Affaiblissement du  
**DOLLAR**  
au second  
semestre 2021

#### DOLLAR US (USD)

Le dollar continue d'hésiter entre la hausse et la baisse en écho à la volatilité des bons du Trésor américain à 5-10 ans et aux vicissitudes des discussions entourant le plan de relance, même si la Fed martèle qu'elle n'augmentera pas les taux avant un certain temps (autrement dit, quand l'inflation moyenne aura rattrapé son retard... ce qui n'est pas pour demain). Il convient de noter que la devise américaine est généralement influencée par les taux à court terme, d'échéance inférieure ou égale à deux ans. Cependant, lorsque les taux à court terme sont gelés par les banques centrales et que le risque politique disparaît, la dynamique macroéconomique relative devient le seul facteur d'influence. Or l'existence d'une tendance macroéconomique plus robuste aux États-Unis qu'en zone euro a contribué à l'appréciation du dollar à court terme, tout comme l'espoir qu'un vaste plan de relance permette de propulser la

croissance du PIB américain au-delà de 6%. À plus long terme, le second semestre 2021 pourrait bien être marqué par une baisse du dollar, une fois que le marché cessera de monter en épingle un écart de quelques semaines dans les campagnes de vaccination et se concentrera sur les implications macroéconomiques des vaccins pour le second semestre – autrement dit la croissance en dehors des États-Unis, qui pourrait peser sur le dollar.

#### DEVISES LIÉES AUX MATIÈRES PREMIÈRES – AUD, NOK ET CAD

Alors que la reprise économique mondiale s'installe, les marchés anticipent désormais des pressions inflationnistes dues aux mesures de relance budgétaire dans les pays développés. Dans ce contexte, un panier de devises liées aux matières premières (AUD, CAD, NOK) permet de constituer une position longue très intéressante contre le dollar américain.

Ces trois devises bénéficient d'un bêta élevé sur les prix des matières premières et de l'appétit pour le risque des investisseurs, étant donné que leurs économies dépendent largement de la production d'énergie et des matières premières industrielles (graphique 7). Si les pressions inflationnistes se concrétisent, les prix des matières premières continueront probablement à augmenter, tandis qu'une reprise de la croissance économique soutiendra encore les bêtas à risque élevé. Par conséquent, le dollar canadien et la couronne norvégienne devraient avoir le vent en poupe si la reflation s'impose en 2021. Il convient toutefois de noter que dans un scénario où la reprise économique serait compromise, les trois devises pourraient reculer significativement (décembre 2021). La situation de déport des contrats à terme sur le pétrole (les cours de l'échéance décembre sont inférieurs au cours au comptant) pourrait être un élément à surveiller à cet égard.



### LIVRE STERLING (GBP)

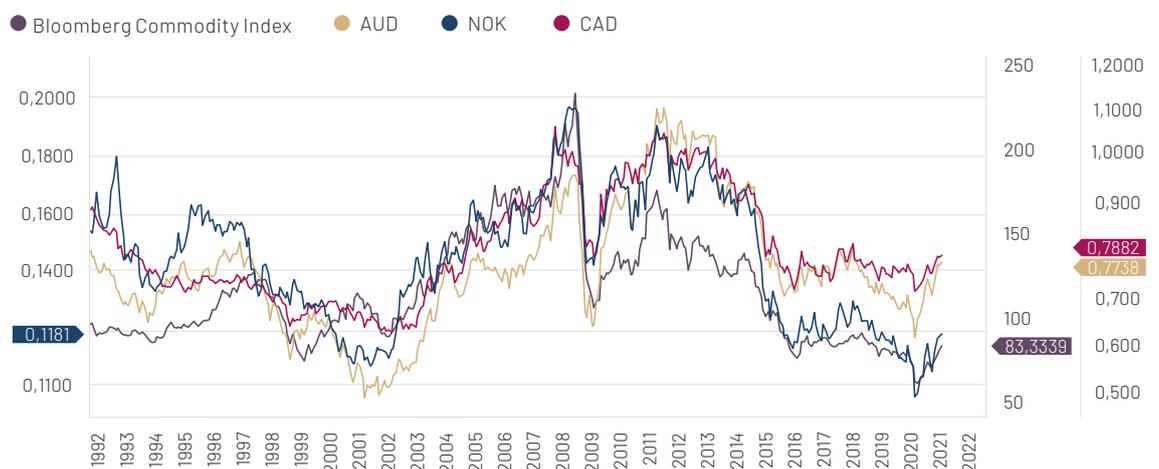
Comme nous l'avions anticipé fin décembre, l'accord commercial avec l'Union européenne a permis une normalisation de la livre sterling autour de 1,38. Nos prévisions ont même été dépassées lorsque la paire GBP/USD a atteint 1,395. À y regarder de plus près, la tendance haussière est plutôt régulière, la paire EUR/GBP ayant régulièrement baissé depuis septembre dernier (à l'exception d'un épisode de volatilité à la mi-décembre, à l'approche de l'échéance de Brexit). La vigueur de la livre s'explique par la conclusion de l'accord de Brexit, mais aussi par le fait que la balance courante du Royaume-Uni est positive pour la première fois depuis des décennies, la pandémie ayant ralenti le tourisme à l'étranger

et la demande d'importations. Les flux d'actions fournissent un autre facteur explicatif, puisque les gérants de fonds réduisent une sous-pondération des actions britanniques constante depuis cinq ans, ce qui fait grimper la livre sterling. Après mûre réflexion, nous ne croyons plus aux conséquences négatives d'un éventuel second référendum sur l'indépendance de l'Écosse (cette année), car il y a peu de chances que le gouvernement central britannique, accaparé par la gestion de la pandémie et du Brexit, approuve son organisation. Le potentiel d'appréciation de la livre est donc intact, tout au moins jusqu'aux sommets atteints après 2016 : 0,83 EUR/GBP et 1,434 GBP/USD.

### MÉTAUX PRÉCIEUX

Au moment où nous écrivons ces lignes, l'or se situe dans le bas de sa fourchette, à proximité de 1 770 USD, tandis que l'argent et le platine ont grimpé en flèche au mois de février. La surperformance des métaux blancs par rapport au métal jaune n'est pas uniquement due à la spéculation des particuliers alimentée par le site Reddit - en raison de leurs applications industrielles, ces deux métaux sont fortement corrélés à la croissance mondiale et à l'appétit pour le risque. L'argent, en particulier, bénéficie de la perspective « d'investissements massifs dans l'économie verte » aux États-Unis, étant donné son utilisation dans la production de panneaux solaires. Si l'argent et le platine peuvent encore augmenter considérablement en raison de leur moindre liquidité et de leur nature volatile, nous sommes convaincus que l'or restera soutenu cette année, car les rendements réels américains demeurent annihilés par la Fed et les anticipations d'inflation liées aux mesures de relance budgétaire.

GRAPHIQUE 7 : INDICE DES MATIÈRES PREMIÈRES ET AUD, CAD, NOK



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

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT  
ET ALLOCATION D'ACTIFS5 ASPECTS DE NOTRE SCÉNARIO  
POUR 2021

- **Une année de reprise de la croissance**, stimulée par la campagne de vaccination aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais retardée dans la zone euro ;
- **Une année de rebond des bénéfiques**, confirmée et amplifiée par la saison des résultats du quatrième trimestre ;
- **Une année de soutien ferme du *policy-mix***, tant au plan monétaire que budgétaire ;
- **Une année de normalisation** de l'inflation et des taux à long terme, favorisant la rotation des obligations vers les actions ;
- **Une année de transformation**, avec une accélération des bouleversements numériques et une vague d'investissements environnementaux.

3 SOURCES DE TURBULENCES  
POTENTIELLES À COURT TERME

- **Hystérie des investisseurs particuliers** : en Chine et aux États-Unis, le volume d'activité des investisseurs particuliers devient presque alarmant – progression spectaculaire des transactions sur options d'achat aux États-Unis et bond des prêts sur marge en Chine. Historiquement, lorsque tout le monde veut se joindre à la fête, cela signifie que la hausse du marché touche à sa fin ;
- **Pentification de la courbe des taux** : une pentification de la courbe des taux peut être inquiétante pour les détenteurs d'obligations à long terme, mais ce n'est pas nécessairement une mauvaise nouvelle pour les marchés boursiers. À cet égard, il suffit de se rappeler l'anxiété générée par une courbe des taux plate en 2018-2019. La pentification de la courbe des taux est le signe d'une économie qui accélère, et de nombreux secteurs sont susceptibles d'en bénéficier. Les investisseurs bien positionnés sur les secteurs cycliques et *value* sont bien récompensés par les marchés boursiers en ce moment. Cependant, comme la progression

des marchés boursiers au cours de la dernière décennie est en grande partie liée à la qualité/la croissance/la technologie, la hausse des taux à long terme ne manquera pas, à partir d'un certain point, de peser sur ce segment des marchés actions ;

- **Optimisme budgétaire** : une part importante de l'accélération enregistrée par les marchés depuis octobre est liée à l'espoir d'un effort de relance budgétaire supplémentaire aux États-Unis. Rationnellement, on considère que l'impact sur les bénéfiques stimulera effectivement la croissance. Par conséquent, si la taille, le calendrier ou l'effet multiplicateur du plan de relance devait décevoir, les investisseurs pourraient revoir leur positionnement.

3 INCONNUES ÉCONOMIQUES  
À MOYEN TERME

- **Le plan de relance américain** soulève des questions concernant son impact à moyen terme sur la croissance et l'inflation, avec le risque d'un calibrage excessif générant une surchauffe qu'il faudrait contenir via une normalisation monétaire, ce qui pourrait se traduire à terme par un scénario « expansion-contraction » pour les marchés ;
- Au-delà du cas particulier des États-Unis, le **régime d'inflation** des dernières décennies a été déterminé par des facteurs structurels toujours actifs (numérisation et mondialisation), mais aussi par un *policy-mix* moins favorable (austérité budgétaire en Europe, ciblage de l'inflation) que le régime actuel, qui pourrait entraîner une reflation ;
- Le débat sur le dosage des politiques est totalement axé sur le calibrage et le ciblage adéquats pour maximiser l'impact sur la croissance, tandis que le discours sur la **viabilité de la dette** a été mis de côté... pour l'instant. Il convient donc de rester vigilant sur les pays vulnérables à une hausse des taux à long terme et du dollar au-delà de 2021.

---

LA PENTIFICATION  
DE LA COURBE  
DES TAUX  
n'est pas  
nécessairement une  
mauvaise nouvelle

---

Nous sommes positifs sur les  
**ACTIFS RISQUÉS**

## 6 IMPLICATIONS EN TERMES D'ALLOCATION D'ACTIFS, PAR RÉGION ET PAR CLASSE D'ACTIFS

- Nous restons **positifs sur les actifs risqués** et privilégions les actions, la dette émergente et la dette *high yield*, plutôt que la dette *investment grade* des marchés matures, chèrement valorisée et offrant un rendement absolu vulnérable à la pentification de la courbe des taux ;
- Nous continuons de rechercher un bon équilibre entre les thèmes de croissance séculaires et les positions sur des titres cycliques/*value*, tout en restant à l'écart des secteurs dits « défensifs » (quasi-obligations), qui sont vulnérables à toute hausse des taux et ne bénéficient pas de l'accélération du cycle économique ou des tendances numériques et environnementales. Ce positionnement s'est avéré particulièrement bénéfique pour nos portefeuilles au cours des derniers mois ;
- Pour l'avenir, le **positionnement en termes de style et de secteur compte davantage** que le positionnement géographique entre les États-Unis et l'Europe, deux régions sur lesquelles nous sommes neutres au niveau mondial, mais où nous identifions des opportunités attrayantes (innovation et moyennes capitalisations aux États-Unis, valeurs cycliques, titres *value* et petites capitalisations en Europe) ;
- Nous maintenons notre **surpondération des marchés émergents**, en effectuant une rotation de la Chine (qui reste une position stratégique) vers des marchés émergents plus cycliques ;
- Une **rotation des facteurs de risque justifie une rotation des valeurs refuges** au sein des portefeuilles. Nous sommes tactiquement moins positifs sur l'or et restons modérément sous-pondérés en duration, tandis que nous avons accru notre exposition aux obligations indexées sur l'inflation ;
- Notre anticipation d'un recul du dollar est mise entre parenthèses en raison du plan de relance américain et d'une dynamique macroéconomique plus robuste, qui nous incite à rester neutres à court terme sur la paire EUR/USD et à étudier des opportunités de diversification dans le yuan et les devises des matières premières.



Rotation des  
**VALEURS REFUGES**

## CONVICTIONS CLÉS

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

Source : Indosuez Wealth Management.

## 08 • Market Monitor (devises locales)

### APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 17 FÉVRIER 2021



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PBS)	VARIATION ANNUELLE (PBS)
Bons du Trésor américain 10A	1,27 %	19,01	35,71
France 10A	-0,13 %	17,50	21,40
Allemagne 10A	-0,37 %	16,10	20,30
Espagne 10A	0,29 %	21,30	24,40
Suisse 10A	-0,28 %	17,50	26,70
Japon 10A	0,10 %	5,90	7,80

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	44,88	-0,49 %	-0,82 %
Emprunts d'État en EUR	220,78	-0,44 %	-0,63 %
Entreprises haut rendement en EUR	209,72	0,70 %	1,29 %
Entreprises haut rendement en USD	321,69	0,55 %	1,11 %
Emprunts d'État américains	323,81	-0,33 %	-0,64 %
Entreprises émergentes	52,98	0,26 %	-0,23 %

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	1,08	0,45 %	0,07 %
GBP/USD	1,39	1,49 %	1,37 %
USD/CHF	0,90	1,03 %	1,55 %
EUR/USD	1,20	-0,56 %	-1,46 %
USD/JPY	105,87	2,25 %	2,54 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	21,50	-0,08	-1,25

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	3 931,33	2,06 %	4,67 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	6 710,90	-0,44 %	3,88 %
Stoxx Europe 600	416,10	1,28 %	4,28 %
Topix	1 961,49	6,05 %	8,69 %
MSCI World	2 815,98	1,97 %	4,68 %
Shanghai SE Composite	5 768,38	6,05 %	10,69 %
MSCI Emerging Markets	1 444,93	3,14 %	11,90 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 415,93	-2,08 %	-1,46 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	255,94	1,21 %	6,08 %
MSCI Asia Ex Japan	957,55	3,72 %	13,60 %
CAC 40 (France)	5 765,84	2,44 %	3,86 %
DAX (Allemagne)	13 909,27	-0,09 %	1,39 %
MIB (Italie)	23 178,56	2,33 %	4,25 %
IBEX (Espagne)	8 122,70	-0,99 %	0,61 %
SMI (Suisse)	10 809,28	-1,24 %	0,99 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	4 402,00	3,02 %	4,31 %
Or (USD/Oz)	1 776,13	-5,11 %	-6,44 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	61,14	14,84 %	26,01 %
Argent (USD/Oz)	27,32	6,01 %	3,42 %
Cuivre (USD/Tonne)	8 390,00	4,29 %	8,04 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	3,22	26,78 %	26,78 %

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

NOVEMBRE 2020	DÉCEMBRE 2020	JANVIER 2021	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (17 FÉVRIER 2021)
21,61 %	11,60 %	3,98 %	6,05 %	13,60 %
13,93 %	7,15 %	2,97 %	6,05 %	11,90 %
13,73 %	6,62 %	2,70 %	3,72 %	10,69 %
12,66 %	6,32 %	1,07 %	3,14 %	8,69 %
12,35 %	5,06 %	0,23 %	2,06 %	6,08 %
11,12 %	4,14 %	-0,80 %	1,97 %	4,68 %
10,75 %	3,71 %	-0,82 %	1,28 %	4,67 %
9,21 %	3,10 %	-1,05 %	1,21 %	4,28 %
7,98 %	2,84 %	-1,11 %	-0,44 %	3,88 %
5,64 %	2,48 %	-6,80 %	-2,08 %	-1,46 %

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

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE





**AEMF** : Autorité européenne des marchés financiers.

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

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

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

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

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

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

**BPA** : bénéfice par action.

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

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

**Bund** : obligation d'État allemande à 10 ans.

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

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

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

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

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

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

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

**Duration** : elle évalue la sensibilité d'une obligation ou d'un fonds obligataire aux variations des taux d'intérêt. Cette valeur est exprimée en années. Plus la durée d'une obligation est longue, plus son cours est sensible aux variations des taux d'intérêt.

**EBIT (Earnings Before Interests and Taxes)** : terme anglo-saxon désignant les bénéfices générés avant la prise en compte des intérêts financiers et des impôts. Ce ratio, qui correspond à la notion de résultat d'exploitation, est calculé en soustrayant les dépenses hors exploitation aux bénéfices.

**EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation)** : ce ratio est calculé en rajoutant les intérêts financiers, les impôts, la dépréciation et les charges d'amortissement aux bénéfices. Il est utilisé pour mesurer la rentabilité du cycle d'exploitation de l'entreprise avant les dépenses hors exploitation et les charges hors caisse.

**ESG** : environnemental, social et de gouvernance.

**Fed** : Réserve fédérale américaine, c.-à-d. la banque centrale des États-Unis.

**FMI** : le Fonds monétaire international.

**FOMC (Federal Open Market Committee)** : il est l'organe de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine.

**Futures** : mot anglais désignant des contrats à terme permettant de négocier le prix futur d'un actif sous-jacent.

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

**GES** : gaz à effet de serre.

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

**Huard** : appellation populaire du dollar canadien.

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

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

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

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

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

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

**ISR** : investissement socialement responsable.

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

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

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

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

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

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

**OCDE** : Organisation de coopération et de développement économiques.

**OPEP** : Organisation des pays producteurs de pétrole composée de 14 membres.

**OPEP+** : Organisation constituée des pays de l'OPEP et de 10 autres pays producteurs, dont la Russie, le Mexique et le Kazakhstan.

**OMC** : Organisation mondiale du commerce.

**PIB (produit intérieur brut)** : mesure le niveau de production de biens et de services d'un pays au cours d'une année par les agents résidant à l'intérieur du territoire national.

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

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

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

**Quantitative easing (QE)** : instrument de politique monétaire par l'intermédiaire duquel la banque centrale acquiert des actifs, par exemple des obligations, afin d'injecter des liquidités dans l'économie.

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

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

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

**Spread (pour Spread de crédit)** : correspond à l'écart entre deux actifs, généralement entre les taux d'intérêt, par exemple entre le taux d'une obligation d'entreprise et celui d'une obligation d'État.

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

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

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

**VIX** : indice de volatilité implicite de l'indice S&P 500. Il mesure les anticipations des opérateurs sur la volatilité à 30 jours sur la base des options contractées sur l'indice.

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

**WTI (West Texas Intermediate)** : à l'image du Brent, le WTI constitue une référence du pétrole brut. Le WTI est produit en Amérique et est un mélange de plusieurs pétroles bruts doux.

## AVERTISSEMENT

Ce document intitulé « Monthly House View » (la « Brochure ») est publié exclusivement à titre de communication marketing.

Les langues dans lesquelles la Brochure est rédigée font partie des langues de travail de Indosuez Wealth Management.

Les informations publiées dans la Brochure n'ont pas été revues ni soumises à l'approbation ou l'autorisation d'une quelconque autorité de régulation ou de marché dans aucune juridiction.

La Brochure n'est pas pensée pour, ou destinée à des personnes d'un pays en particulier.

La Brochure n'est pas destinée à des personnes citoyennes, domiciliées ou résidentes d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication, sa disponibilité ou son utilisation contreviendraient aux lois ou réglementations applicables.

Le présent document ne constitue ni ne contient une offre ou une invitation à acheter ou à vendre un instrument et/ou un service financier, quel qu'il soit. De même, il ne constitue en aucune manière un conseil ou une recommandation de stratégie, d'investissement ou de désinvestissement personnalisé ou général, ni un conseil juridique ou fiscal, un conseil en matière d'audit ou tout autre conseil de nature professionnelle. En aucun cas ce document n'affirme qu'un investissement ou une stratégie est adapté et approprié à une situation individuelle ou qu'un investissement ou une stratégie constitue un conseil d'investissement personnalisé pour un investisseur.

Sauf indication contraire, la date pertinente dans ce document est la date d'édition mentionnée à la dernière page du présent avertissement. Les informations contenues dans le présent document sont fondées sur des sources considérées comme fiables. Nous faisons de notre mieux pour assurer l'actualité, l'exhaustivité et l'exhaustivité des informations contenues dans ce document. Toutes les informations, ainsi que tous les prix, valorisations de marché et calculs indiqués dans le présent document sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Les prix et les performances passés ne préjugent pas nécessairement des prix et des performances futurs.

Les risques incluent, entre autres, les risques politiques, les risques de crédit, les risques de change, les risques économiques et les risques de marché. Avant toute transaction, vous devez consulter votre conseiller en investissement et, si nécessaire, obtenir l'avis d'un conseiller professionnel indépendant concernant les risques et toutes les conséquences juridiques, réglementaires, fiscales comptables et de crédit. Nous vous recommandons de contacter vos conseillers habituels afin de prendre vos décisions de manière indépendante, à la lumière de votre situation financière et de vos connaissances et expérience financières.

Les taux de change sont susceptibles d'affecter négativement la valeur, le prix ou les revenus de l'investissement après conversion dans la monnaie de référence de l'investisseur.

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

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

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

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

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

- **en France** : la présente Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (France), société anonyme au capital de 82 949 490 euros, établissement de crédit et société de courtage d'assurances immatriculée au Registre des Intermédiaires en Assurance sous le numéro 07 004 759 et au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, et dont les autorités de contrôle sont l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers. Les informations qui figurent dans la présente Brochure ne constituent ni (i) de la recherche en investissement au sens de l'article 36 du Règlement délégué (UE) 2017-565 de la Commission du 25 avril 2016 et de l'article 3, paragraphe 1, points 34 et 35 du Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, ni (ii) une recommandation personnalisée telle que visée par l'article D. 321-1 du Code monétaire et financier. Il est recommandé au lecteur de ne mettre en œuvre les informations contenues dans la présente Brochure qu'après avoir échangé avec ses interlocuteurs habituels au sein de CA Indosuez Wealth (France) et recueilli, le cas échéant, l'opinion de ses propres conseils spécialisés en matière comptable, juridique et fiscale ;
- **au Luxembourg** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 45 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du Commerce et des Sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de 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<sup>er</sup> - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du Commerce de Monaco sous le numéro 56S0034 ;
- **en Suisse** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 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, 29<sup>th</sup> floor Pacific Place, 88 Queensway. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571) (SFO). La Brochure est susceptible d'être distribuée exclusivement à des investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme) (Cap. 571D) ;
- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. 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 1<sup>st</sup> Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> 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, 37<sup>th</sup> 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, 3<sup>rd</sup> 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.

Achévé de rédiger le 19.02.2021.

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.

