

MONTHLY HOUSE VIEW

Document Marketing - Juillet 2021

Focus

Pouvoir de fixation des prix :
une réponse à la hausse de l'inflation

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	LE TEMPS DES SURPRISES	
02•	Focus	P4
	POUVOIR DE FIXATION DES PRIX : UNE RÉPONSE À LA HAUSSE DE L'INFLATION	
03•	Macroéconomie	P6
	L'INFLATION S'ENVOLE AUX ÉTATS-UNIS TANDIS QUE L'EUROPE RATTRAPE SON RETARD	
04•	Obligations	P8
	L'ENVIRONNEMENT DE FAIBLES SPREADS DE CRÉDIT POURRAIT PERSISTER UN CERTAIN TEMPS	
05•	Actions	P10
	LES MARCHÉS ACTIONS SUR DES SOMMETS	
06•	Devises	P12
	LE CALME DES MARCHÉS ESTIVAUX FAVORABLE AU DOLLAR	
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

02 • Éditorial

LE TEMPS DES SURPRISES



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Dans ce scénario bien balisé depuis plusieurs trimestres de forte reprise économique avec une inflation également attendue en hausse, ce printemps nous offre heureusement quelques surprises pour nous maintenir alertes.

La principale d'entre elles concerne l'évolution des taux longs américains. Logiquement, avec une économie qui accélère davantage et une inflation qui surprend à la hausse, même temporairement, on pourrait s'attendre à une reprise de la hausse des taux longs. En réalité au cours du deuxième trimestre la courbe des taux américains s'est aplatie – malgré le rebond des taux longs observés postérieurement à la réunion de la Fed –, comme en témoignent des émissions du trésor américain largement souscrites. Les tentatives d'interprétation ne manquent pas, entre l'idée que les marchés regardent déjà au-delà de la hausse de l'inflation, à celle selon laquelle les déceptions sur les créations d'emplois donnent du temps à la Fed et donc aux marchés obligataires.

D'où l'importance de la réaction des marchés à la conférence de Jerome Powell le 16 juin, avec une hausse surprise des projections de taux sur 2023 qui a fait remonter le taux à 10 ans américain et a donné lieu à un redémarrage des valeurs dites *Value* (et notamment les financières) qui sous-performaient depuis un mois. C'est l'or qui souffre le plus dans ce contexte, nous rappelant qu'il n'est pas de valeur refuge qui fonctionne dans tous les régimes de marché.

Ne jamais désespérer de l'Europe : c'est peut-être une autre surprise positive de ce printemps caractérisé par une forte accélération des campagnes de vaccination qui avaient pris du retard par rapport aux États-Unis. Face à la dynamique conquérante de l'Amérique de Biden, les médias présentaient une Europe engluée par la technocratie bruxelloise. Quelques mois plus tard, la France revendique 30 millions de personnes partiellement vaccinées et au final il semble qu'il n'y ait probablement qu'un trimestre de décalage entre le cycle américain et le cycle européen.

Si on met bout à bout une reprise historique, une saison de résultats record et une politique économique en soutien, auquel il faut ajouter des taux réels négatifs qui poussent à la hausse la valorisation des marchés actions, les investisseurs ont bénéficié de conditions exceptionnelles ce printemps, rarement réunies en réalité.

La question qui se pose cependant est de savoir si les marchés ne sont pas trop optimistes et si cette conjonction de facteurs très favorables est amenée à perdurer. Si la dynamique d'accélération a vocation à se tasser un peu, ce qui serait logique, les perspectives du second semestre reposent désormais sur les banques centrales, plus que jamais au centre du jeu. Avec un rebond rapide de la croissance et de l'inflation, qui peut perdurer au-delà de ce trimestre, il serait cohérent que les banques centrales laissent entrevoir une fin prochaine de leur politique de bilan.

C'est la question centrale de cet été : la Fed va-t-elle pouvoir maintenir longtemps une politique ultra-accommodante ? Si cela se fait de manière anticipée et graduelle, et permet de maintenir à la fois des taux réels bas assurant maintien des valorisations et soutenabilité des dettes, les investisseurs peuvent rester sereins, mais ce chemin ressemble de plus en plus à une ligne de crête.

En effet, si le message de la Fed reste encore prudent sur la possibilité d'un resserrement de sa politique monétaire dans les mois à venir, le point clé de la dernière réunion des membres du FOMC était la surprise sur les *dot plots*¹, avec désormais deux hausses de taux attendues pour 2023 contre aucune précédemment. Si ce séquençage entre la réduction des achats de la Fed et la hausse des taux se réduit, cela pourrait apporter plus de perturbations dans le marché.

En d'autres termes, la poursuite de la hausse des marchés repose donc sur une équation subtile, qu'une erreur de communication de banque centrale peut vite déséquilibrer.

Encore une fois, tout se jouera probablement autour des perspectives d'inflation ; si cette hausse est temporaire les banques centrales et donc les investisseurs ont encore du temps devant eux. Si l'inflation continue de surprendre et se stabilise à un niveau plus élevé, et fait craindre une erreur de politique monétaire trop accommodante, les investisseurs devraient renforcer l'ajustement de leur positionnement actions, tandis que les dettes souveraines pourraient voir revenir le questionnement de leur soutenabilité. On passe décidément rapidement du cercle vertueux à l'Enfer de Dante...

Rendez-vous donc fin août à Jackson Hole et d'ici là passez un bel été !

1 - Désigne les prévisions de taux à moyen terme par les gouverneurs, membres du comité de politique monétaire (FOMC) de la Réserve fédérale américaine.

POUVOIR DE FIXATION DES PRIX : UNE RÉPONSE À LA HAUSSE DE L'INFLATION

Dans un contexte de demande accrue due à la réouverture des économies, les problèmes d'approvisionnement causés par l'augmentation des tarifs du fret, la hausse des prix des matières premières et les divers goulets d'étranglement poussent les coûts des intrants à la hausse. Si ces facteurs menacent les marges des entreprises, celles qui détiennent un fort pouvoir de fixation des prix devraient mieux résister à la hausse de l'inflation et seront certainement recherchées par les investisseurs.

Pour le troisième mois consécutif, la hausse des prix à la consommation aux États-Unis a dépassé les attentes, le taux d'inflation annuel atteignant 5 % en mai, soit 0,3 % de plus que prévu. Au-delà des effets de base, des hausses conséquentes ont frappé le secteur de l'énergie et le secteur automobile, les prix des voitures et camions d'occasion s'élevant de 30 % en rythme annuel. Dans un marché perturbé par la pénurie de véhicules neufs, les loueurs achètent aux enchères d'importantes quantités de véhicules d'occasion afin de reconstituer leurs flottes. Enfin, le marché du logement a également joué un rôle important, la hausse des prix des matériaux de construction se traduisant indirectement par une augmentation continue des loyers.

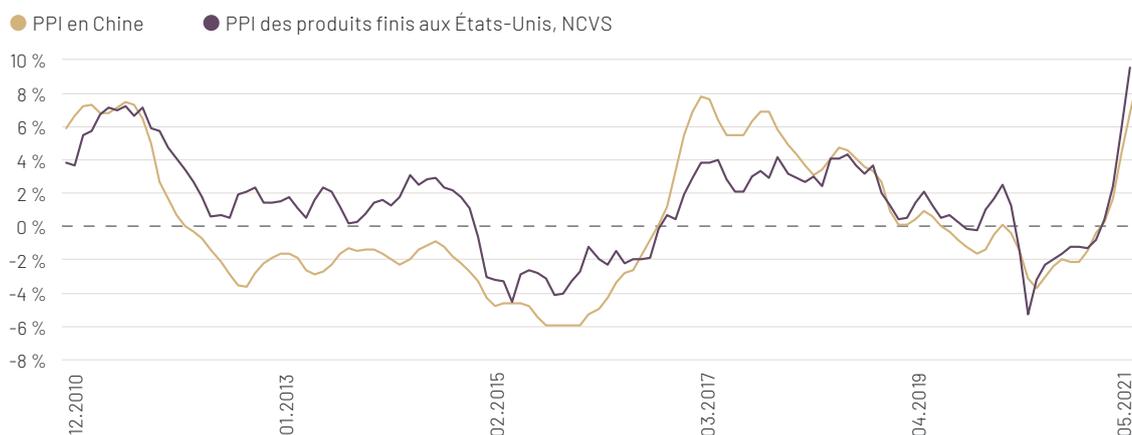
L'inflation des prix à la consommation demeure naturellement au centre des attentions, car elle constitue – aux côtés des données concernant le marché du travail – l'un des indicateurs suivis par la Réserve fédérale pour piloter sa politique monétaire. Cependant, la hausse des prix vient également gonfler les coûts des intrants utilisés par les entreprises américaines. Cette situation pourrait provoquer des turbulences au niveau *bottom-up*.

PLUSIEURS FACTEURS MENACENT LES MARGES BÉNÉFICIAIRES DES ENTREPRISES

Nous avons alerté sur la hausse des prix des matières premières dans le *Monthly House View* de juin. Le cuivre, les minerais de fer et d'autres matières premières ont effectivement atteint des records dans le sillage de la réouverture des économies, des plans d'infrastructures et des nouveaux investissements dans la transition écologique.

Au niveau des entreprises, cette évolution se traduit par une forte hausse des prix des intrants. En Chine, l'indice des prix à la production a augmenté de 9 % en mai par rapport à l'année précédente, alors que les prévisions s'établissaient à 8,5 %. Ce rythme de progression – le plus rapide depuis douze ans – a freiné les nouvelles commandes des entreprises et fait chuter la confiance à son plus bas niveau en quatre mois. Une situation similaire est observée de l'autre côté de l'Atlantique, où les prix à la production ont augmenté de 6,2 % contre 5,9 % le mois dernier (graphique 1).

GRAPHIQUE 1 : LES PRIX À LA PRODUCTION AUGMENTENT
À UN RYTHME INÉDIT DEPUIS DIX ANS, %, GLISSEMENT ANNUEL



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



LES COÛTS D'EXPÉDITION de Shanghai vers l'Europe ont été multipliés par huit en un an

Au-delà des prix des matières premières, les coûts d'entreposage, de stockage et de transport ont grimpé en flèche (graphique 2). Si le blocage du canal de Suez a mis le trafic maritime sous pression à la fin mars, il est survenu à un moment où les principaux ports européens, comme celui de Rotterdam, étaient déjà au bord de l'asphyxie en raison des perturbations causées par la COVID-19. Parallèlement, le temps d'attente des navires pour accoster au port de Shenzhen est passé d'une demi-journée à 16 jours, stimulant par effet *domino* la demande de transports routiers.

Le coût d'expédition d'un conteneur de Shanghai vers un port européen a été multiplié par huit depuis août 2020, tandis que l'indice Baltic Dry, qui suit le coût du fret des matières premières sur une vingtaine de routes maritimes internationales, a atteint son plus haut niveau depuis 2010.

À l'avenir, certaines pressions pourraient également provenir du marché du travail. Comme l'ont montré les récentes données sur le marché du travail américain, les entreprises peinent toujours à embaucher, notamment des travailleurs qualifiés. En conséquence, certains employeurs commencent à augmenter les salaires – le salaire horaire moyen aux États-Unis a progressé de 0,5 % en mai.

DYNAMIQUE FAVORABLE POUR LES ENTREPRISES DISPOSANT D'UN POUVOIR DE FIXATION DES PRIX

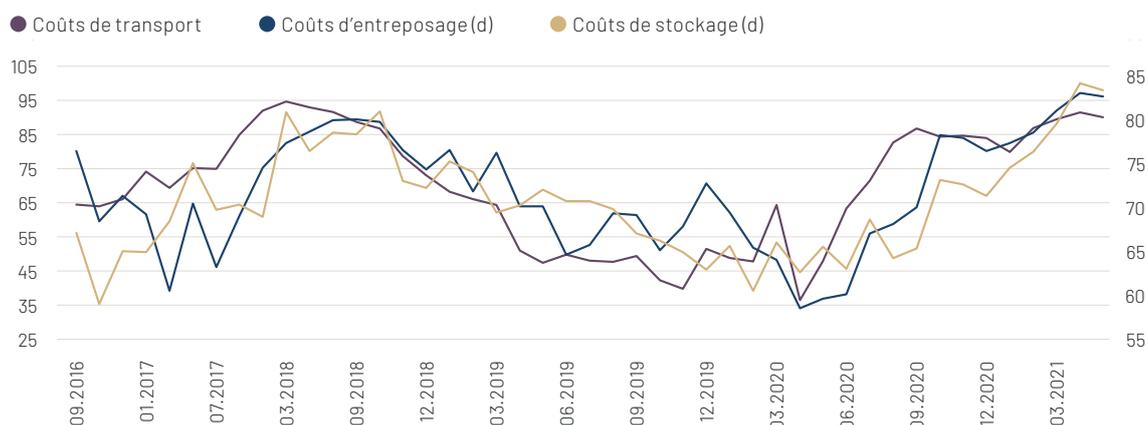
Dans ce contexte, les entreprises américaines confrontées à une hausse du coût des intrants sont de plus en plus nombreuses.

Cependant, si un contexte inflationniste et concurrentiel fait peser une menace sur les bénéfices des entreprises, celles qui disposent d'un solide pouvoir de fixation des prix pourraient résister à un retour de l'inflation. Deux types d'entreprises sont susceptibles de défendre leurs marges face à l'inflation. Premièrement, celles qui détiennent un pouvoir de fixation des prix vis-à-vis des clients et ont la capacité de répercuter la hausse des prix sur leurs clients finaux sans éroder les marges et les volumes. Deuxièmement, celles qui ont la capacité de dicter les prix à leurs fournisseurs, évitant ainsi l'augmentation du prix des intrants.

À cet égard, certaines caractéristiques du modèle économique permettent d'évaluer le pouvoir de fixation des prix d'une entreprise. Par exemple, posséder une marque forte, opérer dans un monopole ou dans un oligopole, détenir de nombreux brevets, être propriétaire d'une technologie de pointe, offrir des produits haut de gamme ou avoir la capacité de gérer la rareté des produits sont autant d'atouts susceptibles de se traduire par un pouvoir de fixation des prix élevé.

Alors même que le débat sur l'aspect transitoire de l'inflation est loin d'être tranché, on constate ainsi que certaines entreprises ont commencé à augmenter leurs prix. À condition que les volumes demeurent stables – comme c'est le cas actuellement –, ces entreprises devraient tirer parti du nouvel environnement et attirer les investisseurs dans les mois à venir.

GRAPHIQUE 2 : LES COÛTS D'ENTREPOSAGE, DE STOCKAGE ET DE TRANSPORT ONT GRIMPÉ EN FLÈCHE AU COURS DES 12 DERNIERS MOIS



Sources : LMI, Estimations Exane BNP Paribas, Indosuez Wealth Management.

L'INFLATION S'ENVOLE AUX ÉTATS-UNIS TANDIS QUE L'EUROPE RATTRAPE SON RETARD

En juin, la hausse des prix à la consommation aux États-Unis a atteint un rythme inédit depuis 2008, tandis que la croissance est soutenue par une forte reprise du secteur des services. Dans le même temps, l'accélération des campagnes de vaccination et la réouverture progressive des économies permettent à l'Europe de rattraper son retard.

L'inflation globale progresse à un rythme inédit depuis 2008 :

5 %

ÉTATS-UNIS

La dynamique économique est restée forte aux États-Unis, les PMI de l'ISM atteignant des niveaux très élevés en mai : le PMI manufacturier est passé de 60,7 en avril à 61,2 en mai, tandis que le PMI des services s'est établi à 64, un record depuis sa création en 1997.

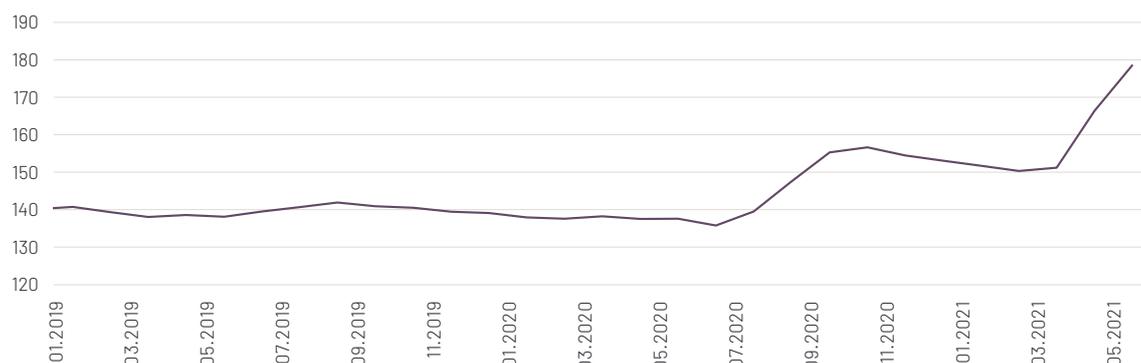
L'économie américaine a créé 559 000 nouveaux emplois au mois de mai, un niveau inférieur aux prévisions des marchés (650 000), mais supérieur au chiffre décevant du mois d'avril (278 000). En conséquence, le taux de chômage a reculé à 5,8 %, contre 6,1 % en avril. Des gains d'emplois notables ont été enregistrés dans le secteur des services, qui a créé 489 000 emplois (292 000 pour le secteur des loisirs et de l'hôtellerie). Néanmoins, les entreprises (notamment dans les secteurs industriels) peinent toujours à embaucher, ce qui s'est traduit par une augmentation de 0,5 % du salaire horaire moyen en mai. Cette hausse pourrait s'avérer temporaire, car le système des chèques versés par le gouvernement aux ménages prendra fin début septembre.

L'inflation reste au centre de l'attention des marchés : après une nouvelle accélération en mai, elle dépasse les prévisions du marché de 4,7 % pour atteindre 5 %, contre 4,2 % en avril.

Dans le même temps, l'inflation sous-jacente s'établit à 3,8 %, bien au-dessus de l'objectif de la Fed. Au-delà des effets de base, les facteurs expliquant l'accélération de l'inflation – qui devrait culminer au deuxième trimestre 2021 – incluent la demande accrue des consommateurs liée à la réouverture des économies, la hausse des prix des matières premières, les contraintes d'approvisionnement et la hausse des salaires, alors que les entreprises font face à une pénurie de main-d'œuvre. En outre, l'indice mesurant les prix des voitures et camions d'occasion a augmenté de 7,3 % en mai (graphique 3). Dans ce contexte d'inflation temporairement élevée, le FOMC a maintenu les taux directeurs et le rythme de l'assouplissement quantitatif (QE) inchangés en juin. Les responsables de la Fed ont toutefois indiqué que des hausses de taux pourraient intervenir dès 2023, alors qu'aucune hausse n'était prévue avant au moins 2024 lors de la réunion de mars. La Fed a également relevé ses prévisions de PIB pour 2021 à 7 % et anticipe une inflation globale atteignant 3,4 % cette année (contre 2,4 % attendus en mars), avant de retomber à 2,1 % en 2022. Quant au taux de chômage, il est attendu à 4,5 % en 2021, puis à 3,8 % en 2022.

GRAPHIQUE 3 : L'INDICE MESURANT LES PRIX DES VOITURES ET CAMIONS D'OCCASION* A AUGMENTÉ DE 7,3 % EN MAI

● CPI américain : indice mesurant les prix des voitures et camions d'occasion



* Les voitures et camions d'occasion expliquent environ un tiers de la hausse du CPI en mai.

Sources : Réserve fédérale de Saint-Louis, Indosuez Wealth Management.



EUROPE

Le climat économique continue de s'améliorer en zone euro, alors que la campagne de vaccination s'accélère (plus de 40 % de la population a reçu au moins une dose de vaccin en juin, contre moins de 10 % à la mi-mars) et que certains pays commencent à rouvrir leur économie. C'est notamment le cas de l'Allemagne, où plusieurs villes enregistrent chaque semaine un nombre de nouveaux malades inférieur au seuil de 100 pour 100 000 habitants qui avait déclenché des confinements stricts. Les indices du sentiment économique témoignent de l'amélioration de la confiance dans la région : le PMI composite a ainsi bondi de 53,8 en avril à 57,1 en mai, dépassant à nouveau les attentes. Si les ventes de détail pour le mois d'avril ont reculé de 3,3 % en raison des restrictions imposées aux magasins non essentiels, elles devraient se redresser car les taux d'épargne constatés à la fin du premier trimestre 2021 étaient supérieurs de 9,2 % à leur niveau pré-pandémie.

Après avoir atteint 1,6 % en avril, le taux d'inflation annuel a bondi à 2 % en mai – son niveau le plus élevé depuis octobre 2018 –, dépassant des prévisions situées à 1,9 % principalement sous l'effet de la hausse du coût de l'énergie (13,1 % contre 10,4 % en avril). Ce pic d'inflation était attendu en raison d'effets de base et de facteurs temporaires.

Bien que son niveau cible de 2 % ait été atteint, la Banque centrale européenne (BCE) n'a dès lors pas modifié le rythme de ses achats d'actifs après sa réunion de juin. La BCE a cependant revu à la hausse ses prévisions de croissance du PIB et d'inflation, respectivement à 4,6 % et 1,9 % pour 2021, puis 4,7 % et 1,5 % pour 2022, tandis que l'inflation sous-jacente est restée bien en deçà de son objectif en mai, passant simplement de 0,7 % à 0,9 %.

CHINE

L'indice de vigueur du crédit en Chine a de nouveau reculé en mai, touchant un plancher depuis mars 2020, alors que la Banque populaire de Chine (BPC) tente de normaliser progressivement sa politique en réduisant les mesures de relance liées à la pandémie et en limitant le niveau d'endettement. Pékin a en outre dévoilé son intention de renforcer le contrôle des prix du minerai de fer, du cuivre, du maïs et d'autres matières premières essentielles afin que la flambée des prix n'entrave pas la reprise, alors que l'écart entre le PPI et le CPI a augmenté de 7,7 % en mai, ce qui constitue un record. Parmi les composantes qui pèsent sur le CPI, les prix du porc ont chuté de 23,8 % en mai en glissement annuel, les éleveurs tentant de vendre leurs animaux dans un contexte de nouvelle épidémie de grippe porcine.

L'ENVIRONNEMENT DE FAIBLES SPREADS DE CRÉDIT POURRAIT PERSISTERER UN CERTAIN TEMPS

Le consensus fort sur la dynamique positive de la croissance économique, la stabilité des politiques budgétaires et monétaires de relance et l'énorme quantité de liquidités en circulation maintiennent une forte demande de crédit, malgré des anticipations de rendement modestes.

BANQUES CENTRALES

Malgré l'accélération de la croissance et la publication de chiffres d'inflation en hausse, les banques centrales maintiennent leur politique ultra-accommodante. La BCE a réaffirmé qu'elle fournirait des conditions de financement très bon marché et renouvelé son engagement de maintenir un programme d'achats obligataires d'urgence volontariste. De son côté, la Fed a commencé à évoquer une possible inflexion de sa politique. Sachant que la banque centrale juge la récente hausse de l'inflation essentiellement temporaire et que le taux de chômage actuel est loin de son niveau pré-pandémie, nous ne prévoyons toutefois aucun changement avant début 2022. Néanmoins, les membres du Comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) ont avancé la date prévue pour le premier relèvement des taux directeurs, la projection médiane illustrée par les *dot plots* indiquant désormais que deux hausses de taux auront lieu en 2023.

La Fed surprend ainsi par sa fermeté, alors que les investisseurs anticipaient simplement un changement de ton/d'orientation concernant la réduction progressive des achats obligataires.

Depuis le début de l'année, la courbe des taux américaine connaît une « pentification baissière » significative. Quant aux taux européens, on observe qu'ils ne sont guère immunisés contre une hausse de la prime de terme touchant l'ensemble des courbes de taux au niveau mondial. Au cours des deux derniers mois, la pression est retombée et les rendements ont chuté malgré la hausse des indicateurs d'inflation. De fait, la récente baisse des rendements des bons du Trésor américain confirme l'appréciation de la Fed, dont la politique ultra-accommodante n'évoluera que très progressivement. Nous anticipons cependant, comme l'a suggéré la dernière réunion du FOMC, une volatilité accrue (graphique 4) et une pression croissante sur les taux d'intérêt américains dans les mois à venir.

GRAPHIQUE 4 : ÉVOLUTION DE LA VOLATILITÉ IMPLICITE DES TAUX D'INTÉRÊT AMÉRICAINS - 2021



Sources : Indice ICE BofA MOVE, Indosuez Wealth Management.



OBLIGATIONS D'ENTREPRISE

Après l'impressionnant rallye de 2021, les *spreads* de crédit ont marqué une pause le mois dernier. Les valorisations du crédit *investment grade* (IG) restent tendues, mais le contexte de reprise devrait permettre à la classe d'actifs de surperformer les obligations souveraines. Au sein de l'univers IG, les opportunités d'investissement sont de plus en plus rares. Nous continuons à privilégier le segment BBB et les obligations financières subordonnées, en espérant au mieux un rendement similaire à celui du portage. Cet environnement de *spreads* bas est susceptible de perdurer pendant de nombreux mois. En effet, le consensus fort sur la dynamique positive de la croissance économique, la stabilité des politiques budgétaires et monétaires de relance et l'énorme quantité de liquidités en circulation maintiennent une forte demande de crédit IG, malgré des anticipations de rendement modestes. Des taux sans risque faibles/négatifs incitent les investisseurs à cibler les positions de portage, même s'ils pensent qu'un ralentissement économique se profile dans les 16 à 24 mois.

En ce qui concerne le crédit *high yield* (HY), les fondamentaux s'améliorent et les taux de défaut devraient rester contenus. Avec des volumes de trading très faibles sur les actifs décotés, des marchés de capitaux largement ouverts et un contexte solide pour la reprise et les bénéfiques, les taux de défaut aux États-Unis pourraient reculer vers 2 % à la fin 2021, un niveau nettement inférieur à la moyenne historique.

DETTE ÉMERGENTE

Le différentiel de croissance entre les pays émergents et les marchés développés devient négatif au deuxième trimestre 2021. Cependant, au vu de l'environnement macroéconomique, l'amélioration des indicateurs de crédit des pays émergents est une bonne nouvelle. Les *spreads* des marchés émergents pourraient se resserrer légèrement sur certains segments bon marché. Étant donné l'aplatissement des courbes de crédit des pays émergents, nous continuons de cibler les durations courtes et le segment *high yield*, qui offre une meilleure protection contre une éventuelle remontée des rendements. Sur le plan stratégique, nous privilégions le crédit asiatique, même si la confiance du marché s'est quelque peu effritée en raison du resserrement du crédit, d'une actualité négative et de la montée des risques idiosyncratiques en Chine.



Les taux de défaut pourraient reculer vers

2 %

à la fin 2021

Le pic du cycle se rapproche, mais il est encore trop tôt pour adopter un positionnement défensif. Si le PMI américain a atteint un sommet historique, qui évoque la proximité d'un pic, le PMI de la zone euro devrait continuer à progresser dans les prochains mois, notamment dans le secteur des services.



Revue à la hausse, la croissance mondiale des BPA pourrait atteindre

+35 %
en 2021, puis
+11 %
en 2022

La phase d'expansion est soutenue par les campagnes de vaccination, l'assouplissement progressif des restrictions encore en vigueur dans de nombreux domaines et les effets de base concernant toute une série d'indicateurs liés à la consommation. La mise en œuvre prochaine du plan de relance américain et du fonds de relance de l'Union européenne (UE) aura également un impact positif.

Les craintes inflationnistes ont été renforcées par la flambée des prix des matières premières, mais se sont récemment estompées avec leur stabilisation. La Fed devrait dès lors maintenir son point de vue, selon lequel l'inflation est « transitoire », et la « falaise budgétaire » devrait continuer à être repoussée.

ÉTATS-UNIS

Le S&P 500 enchaîne les records tandis que l'indicateur de volatilité implicite – le VIX – atteint des planchers inédits depuis un an, même si un rebond a été observé après le comité de la Fed. Le marché est porté par un climat serein lié à la réouverture de l'économie, aux campagnes de vaccination et aux plans de dépenses budgétaires. Provoquée initialement par la remontée des taux longs américains, la forte rotation de style entre les valeurs de croissance et les titres *Value* observée depuis le début de l'année a marqué une pause, dans un environnement impacté par la détente des taux d'intérêt depuis fin mars.

En rythme mensuel, les marchés actions ont à nouveau été dominés par les technologies de l'information et les services de communication, tandis que les matériaux et les services financiers ont enregistré les plus mauvaises performances.

Enfin, les investisseurs restent très attentifs à tout signe de pressions inflationnistes, le moindre dérapage étant susceptible de peser lourdement sur les actions américaines.

EUROPE

Nous confirmons notre opinion positive des marchés actions européens pour les mois à venir. En effet, la reprise économique est en bonne voie : le rythme de vaccination devrait rattraper celui du Royaume-Uni et des États-Unis, le PMI composite poursuivra probablement son amélioration (graphique 5) et le Fonds de relance sera mis en œuvre à partir de l'été. En outre, le marché européen est plus orienté vers les secteurs *Value* que le reste du monde, ce qui doit être considéré comme un avantage lorsque l'activité économique s'accélère. Deuxièmement, les prévisions de bénéfices par action continueront d'être revues à la hausse. Troisièmement, les niveaux de valorisation absolus actuels semblent soutenables, étant donné le contexte de taux d'intérêt réels négatifs qui devrait perdurer.

GRAPHIQUE 5 : PMI DES SERVICES AUX ÉTATS-UNIS ET EN EUROPE



Les indices PMI manufacturiers ont atteint des sommets historiques et devraient bientôt culminer. Cependant, les services sont susceptibles de rattraper leur retard, notamment en Europe où la réouverture des économies est très récente.

Sources : Bloomberg Finance L.P., Indosuez Wealth Management.

Enfin, les positions historiquement faibles sur la zone euro et les récents afflux de capitaux constitueront des atouts supplémentaires. Il convient toutefois de noter que les facteurs techniques et les indicateurs de sentiment sont tendus, ce qui incite à une certaine prudence (graphique 6).

MARCHÉS ÉMERGENTS

À l'heure actuelle, les marchés actions asiatiques sont plutôt incertains. Les menaces que font peser l'évolution de la pandémie de COVID-19 et l'inflation/la hausse des taux aux États-Unis devraient inciter les investisseurs internationaux à rester vigilants sur les actions des marchés émergents à court terme.

Cependant, l'économie chinoise est désormais en voie de normalisation. Les indicateurs économiques récents restent largement positifs en termes absolus, même s'ils suggèrent un ralentissement ces derniers mois. Dans ce contexte, la croissance chinoise devait désormais être soutenue par les secteurs bénéficiant de la réouverture de l'économie et de la reprise de la consommation. En termes fondamentaux, nous restons positifs sur les actions chinoises, ainsi que sur le secteur des semi-conducteurs en Asie.

Nous estimons néanmoins que le marché n'a pas encore intégré la gravité de la vague de COVID-19 qui touche actuellement l'Inde et l'Asie du Sud-Est. Ce facteur pourrait peser sur les marchés boursiers de la région à l'avenir.

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

Au sein des actions asiatiques, nous avons récemment accru notre exposition à la Corée, désormais surpondérée. Nous surpondérons également la Chine, la Corée du Sud et Singapour, mais restons neutres sur l'Indonésie et les Philippines, et sous-pondérons l'Inde, Taiwan, la Malaisie et la Thaïlande.

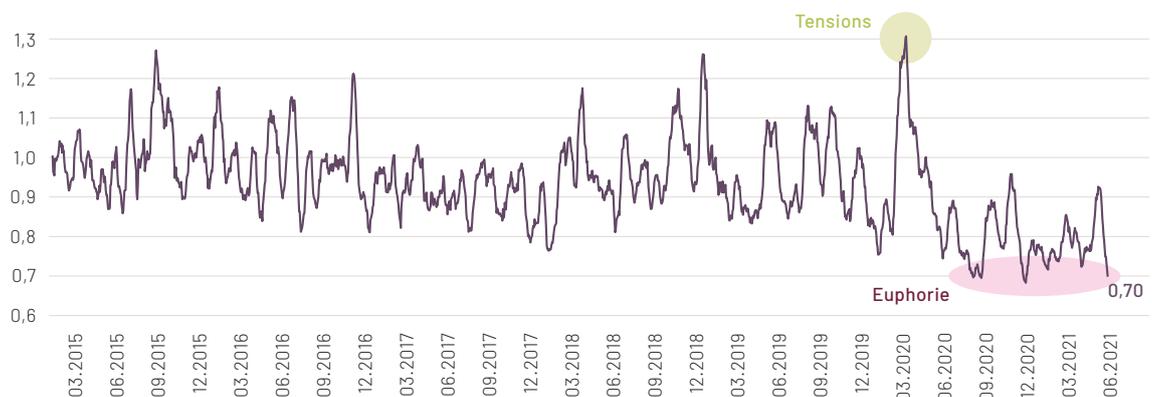
STYLES ET SECTEURS

Un certain nombre de secteurs défensifs, tels que la santé et les biens de consommation courante, ont enregistré une meilleure performance au cours des dernières semaines, ce qui correspond à une pause dans la hausse des rendements obligataires américains et les anticipations d'inflation. Toute nouvelle hausse des rendements obligataires pèserait à nouveau sur ces secteurs. L'affaiblissement de la dynamique de révision des bénéfices et un faible pouvoir de fixation des prix devraient également pénaliser leur performance relative.

Les conditions qui favorisent les secteurs *Value* restent en place, même si nous avons assisté le mois dernier à une stabilisation des prix des matières premières et des anticipations d'inflation.

En revanche, la dynamique des valeurs de croissance s'améliore après la faiblesse de ces derniers mois. Au vu de la hausse des coûts des intrants, le marché se concentrera sans doute davantage sur le pouvoir de fixation des prix et le levier opérationnel que sur l'impact en matière de valorisation. De ce point de vue, le segment technologique offre une bonne alternative.

GRAPHIQUE 6 : RATIO PUT/CALL - LE MARCHÉ MONTRE DES SIGNES D'EUPHORIE



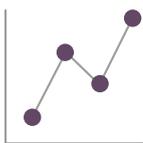
Le ratio Put/Call a retrouvé des niveaux planchers, confirmant que le marché est principalement positionné à la hausse, avec d'importantes positions ouvertes sur les Calls. Face à ce phénomène, nous adoptons une analyse à contre-courant. L'excès d'optimisme rend les marchés plus vulnérables à un catalyseur négatif potentiel, susceptible d'inciter les investisseurs à retourner leurs positions.

Sources : Bloomberg Finance L.P., Indosuez Wealth Management.

LE CALME DES MARCHÉS ESTIVAUX FAVORABLE AU DOLLAR



La faiblesse du dollar a finalement connu un répit en juin, dans un contexte d'activité modérée conjuguée à un discours plus ferme de la Fed. À l'approche de la période estivale, le marché des changes est en quête de nouveaux thèmes de trading. Si le calme de l'été permet généralement de « nettoyer » les positions et de faire le point, l'attitude plus ferme de la Fed pourrait inciter d'autres banques centrales à modifier leur politique.



Niveaux
post-pandémie
solides
à proximité de
5,00
USD/BRL

GBP – MANQUE D'ÉNERGIE

Jusqu'à présent, la livre a surfé sur une vague alimentée par les accords de Brexit conclus l'année dernière, un programme de vaccination bien avancé et des indicateurs économiques très positifs. Cette vague semble maintenant s'épuiser et la livre peine à enregistrer de nouveaux gains depuis la mi-mai. Le régime gouvernemental de chômage technique expire ce mois-ci, ce qui permettra de tester l'état réel du marché du travail, tandis que le report forcé de la réouverture – décalée de quatre semaines – risque d'entamer la confiance à court terme. Les perspectives des taux d'intérêt sont toutefois une source de réconfort : la Banque d'Angleterre (BoE) a introduit quelques nuances plus fermes dans son discours et la réouverture de l'économie pourrait, si elle confirme les attentes, voir la livre sterling repartir à la hausse.

BRL – SUR DES SOMMETS

En juin, le réal brésilien a atteint des niveaux post-pandémie solides. Grâce à la hausse des taux d'intérêt, à une éclaircie politique (à court terme) et au rallye des matières premières, qui ont favorisé le dénouement des couvertures en USD, le seuil de 5,00 USD/BRL est en vue. Nous estimons que le réal pourrait s'apprécier jusqu'à 4,80 USD (le meilleur niveau enregistré après le déclenchement de la pandémie, en juin 2020), en particulier si le dollar continue de reculer pendant l'été. L'horizon plus lointain est toutefois moins encourageant, puisque l'élection présidentielle de 2022 placera sur le devant de la scène les discours et la volatilité associés à la candidature de l'ancien président Lula. Si le réal affiche des risques haussiers non négligeables, nous ne pensons pas que ces derniers l'emportent sur les risques baissiers à ce stade.

CNY - VERS LA NEUTRALITÉ

Le yuan chinois s'est apprécié de 12 % par rapport au dollar américain depuis le plancher de 7,19 atteint en mai 2020 (graphique 7). Alors que les autorités chinoises s'étaient contentées d'interventions verbales jusqu'à présent, la Banque Populaire de Chine (BPC) a annoncé une augmentation du ratio de réserve de change pour la première fois en dix ans. La Banque centrale affiche ainsi sa réticence à accepter une appréciation continue du yuan. Si les fondamentaux de la Chine favorisent la devise à longue échéance, nous sommes désormais plus neutres à court terme. Sur le long terme, nous restons acheteurs de yuan chinois dans les phases de repli et attendons une correction vers 6,50 contre le dollar américain pour initier une position longue.

En conséquence, la hausse de la paire EUR/USD devrait être limitée. Dans le sillage de la récente inflexion rhétorique de la Fed, le marché sera désormais plus concentré sur les indicateurs américains et le discours de la banque centrale des États-Unis. Après une chute sous le seuil de 1,20, la paire EUR/USD devrait rester globalement stable durant l'été, au-dessus d'un support situé à 1,18.

USD - PAUSE NETTE DANS LE RECUIL DU DOLLAR

La réunion de la Fed de juin a mis provisoirement un terme à la faiblesse du dollar. Alors que les marchés de taux doutaient encore du message ultra-accommodant de la Fed, la tendance baissière s'est finalement inversée sur le marché des changes, où la devise américaine a retrouvé le milieu de sa fourchette de *trading* pour l'année 2021. Cela étant dit, l'attitude plus ferme de la Fed ne justifie pas encore un scénario haussier pour le dollar. La Banque centrale promet toujours une politique très accommodante pendant une période prolongée et le marché devrait, après l'excitation initiale, rester neutre sur le dollar durant l'été. Dans l'intervalle, l'inflation et les déficits américains demeurent très élevés, ce qui génère une grande incertitude. Les données économiques susciteront certainement une volatilité accrue, des indicateurs positifs étant susceptibles de favoriser la remontée des taux d'intérêt.

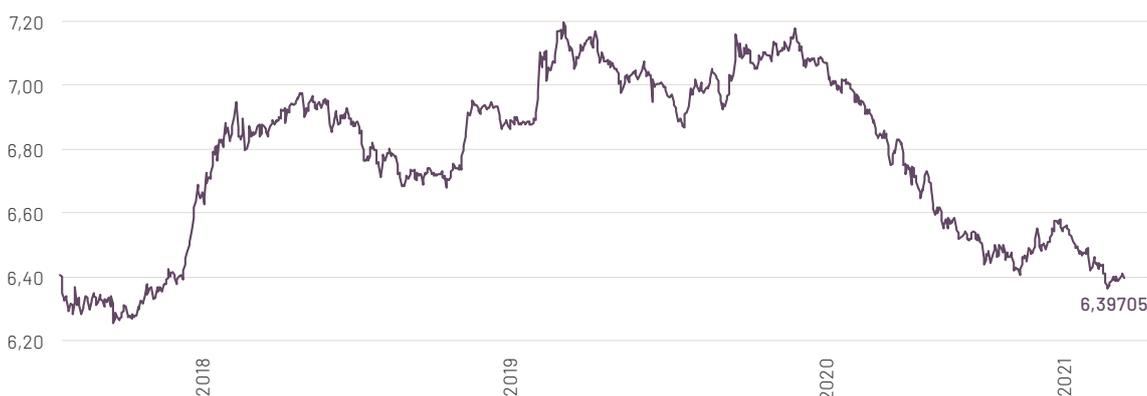


La hausse
de la paire
EUR/USD
devrait être
limitée

EUR - RÉSISTANCE IDENTIFIÉE

Sans surprise, la BCE a laissé la semaine dernière ses taux d'intérêt inchangés : 0 % pour le taux de refinancement et -0,5 % pour le taux des dépôts. Les achats d'actifs du programme PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) devraient s'accélérer nettement au cours de l'été. D'autre part, l'inflation et la croissance du PIB de la zone euro ont été révisées à la hausse pour les deux prochaines années. Christine Lagarde a toutefois déclaré que toute discussion sur un éventuel resserrement était totalement prématurée ; elle a également rappelé que l'UE et les États-Unis se trouvaient à des stades différents du cycle économique.

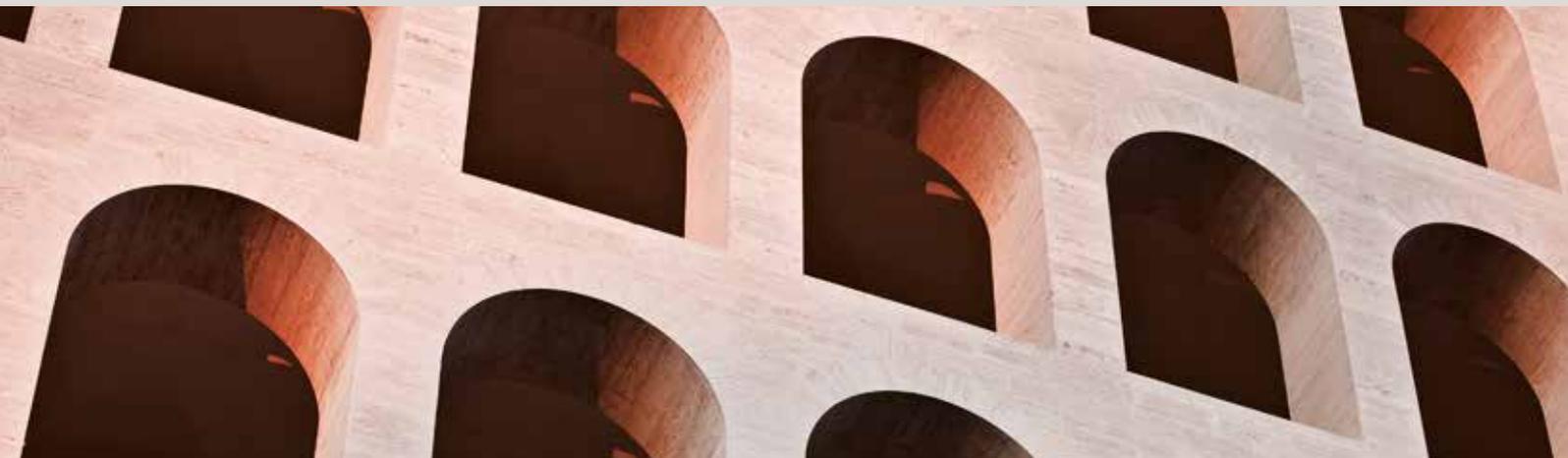
GRAPHIQUE 7 : DOUBLE SOMMET CONFIRMÉ SUR LA PAIRE USD/CNH



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 des campagnes de vaccination, notre principal scénario d'investissement reste solidement ancré.
- La reprise approche son pic d'accélération aux États-Unis, tandis que la zone euro est en phase de rattrapage.
- Cette inflexion du scénario est confirmée par les enquêtes sur l'activité de mai en zone euro, qui reflètent l'assouplissement des mesures de confinement et laissent entrevoir une forte reprise du PIB au second semestre 2021.
- Les données macroéconomiques restent volatiles, la création d'emplois aux États-Unis étant affectée par les chèques de relance distribués aux ménages, un effet qui devrait se résorber au cours des prochains mois.
- L'inflation américaine a surpris à la hausse en mai, avec une progression des prix de 5 % et une inflation sous-jacente de 3,8 % en glissement annuel, reflétant des effets de base et un nombre croissant de goulets d'étranglement. Malgré un pic anticipé au deuxième trimestre 2021, l'inflation pourrait se maintenir sur un plateau élevé au second semestre, les effets de base jouant un rôle jusqu'à la fin 2021 (impact des confinements imposés durant le quatrième trimestre 2020).
- L'amélioration continue de l'environnement renforce la croissance des bénéfiques (notamment dans les secteurs cycliques ou liés à la réouverture des économies) et fait reculer les taux de défaut.

- Simultanément, elle pose la question du calendrier de normalisation des banques centrales, qui sera au centre des préoccupations des investisseurs et influencera les actifs risqués dans les prochains mois.

OBLIGATIONS

- Nous prévoyons une pentification modérée des courbes de taux, après un léger aplatissement au deuxième trimestre 2021.
- 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 produits *high yield* devraient générer une performance positive à moyen terme.
- Si les obligations indexées sur l'inflation offrent une couverture intéressante à moyen terme, les points morts d'inflation ont fortement progressé en avril, avant de consolider en mai comme attendu.
- Opinion neutre/positive maintenue 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 reste attrayant pour la dette d'entreprise asiatique. Les fondamentaux des entreprises montrent également des signes d'amélioration en Amérique latine.
- La dette émergente en devise locale a bénéficié du retour du portage et du redressement de plusieurs devises émergentes, comme nous l'avions anticipé ces deux derniers mois.

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 l'exercice 2021.
- Préférence pour les actions européennes cycliques ou exposées au thème *Value*, et positionnement neutre sur les actions américaines.
- Les valorisations des actions sont tendues et probablement vulnérables à une hausse des taux, à une euphorie excessive et à la volatilité saisonnière, mais nous n'identifions pas de catalyseur susceptible de déclencher une correction estivale massive.
- Si le positionnement devrait privilégier les titres cycliques et *Value* au détriment des valeurs de qualité et défensives – plus vulnérables à la hausse des taux –, nous maintenons un bon équilibre entre les titres *Value* et la croissance séculaire.
- Une surpondération du segment *Value* constitue en soi une bonne couverture contre l'inflation et la hausse des taux.
- Conviction stratégique maintenue sur la Chine, après la reprise des marchés initiée à la mi-mai.

DEVICES ET MÉTAUX PRÉCIEUX

- EUR/USD : la réunion de la Fed de juin a mis un terme à la faiblesse du dollar. À l'avenir, la paire EUR/USD pourrait être plus influencée par les débats sur un éventuel resserrement aux États-Unis que par la reprise macroéconomique européenne, ce qui pourrait limiter la vigueur de l'euro.
- CNY : tactiquement plus neutre depuis fin mai ; affaiblissement vers 6,50/6,60 contre le dollar.
- JPY : niveau d'entrée intéressant, correspondant à un point bas de plusieurs années contre l'euro.
- Devises émergentes : après la reprise attendue du réal, positionnement neutre contre le dollar.
- Or : après la récente reprise liée à la baisse des taux d'intérêt réels, la pentification des courbes de taux qui a suivi la réunion de la Fed a pesé sur l'or. Vulnérable à court terme, le métal jaune 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 16 JUIN 2021



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PBS)	VARIATION ANNUELLE (PBS)
Bons du Trésor américain 10A	1,58 %	-9,56	66,22
France 10A	0,13 %	-15,00	47,60
Allemagne 10A	-0,25 %	-13,90	32,20
Espagne 10A	0,40 %	-21,10	35,30
Suisse 10A	-0,21 %	-8,70	33,80
Japon 10A	0,05 %	-3,20	2,80

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	43,72	-0,16 %	-3,38 %
Emprunts d'État en EUR	220,07	0,79 %	-0,94 %
Entreprises haut rendement en EUR	213,05	1,03 %	2,90 %
Entreprises haut rendement en USD	326,13	1,16 %	2,50 %
Emprunts d'État américains	321,58	0,07 %	-1,32 %
Entreprises émergentes	52,11	0,15 %	-1,86 %

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	1,09	-0,94 %	0,80 %
GBP/USD	1,40	-0,90 %	2,33 %
USD/CHF	0,91	0,50 %	2,65 %
EUR/USD	1,20	-1,48 %	-1,81 %
USD/JPY	110,71	1,36 %	7,23 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	18,15	-4,03	-4,60

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4'223,70	2,62 %	12,45 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7'184,95	3,38 %	11,21 %
Stoxx Europe 600	459,86	5,39 %	15,24 %
Topix	1'975,86	4,25 %	9,49 %
MSCI World	3'008,48	3,35 %	11,84 %
Shanghai SE Composite	5'080,49	-1,77 %	-2,51 %
MSCI Emerging Markets	1'370,00	3,20 %	6,10 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2'650,39	6,90 %	8,10 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	281,56	4,39 %	16,70 %
MSCI Asia Ex Japan	882,57	2,25 %	4,70 %
CAC 40 (France)	6'652,65	6,23 %	19,84 %
DAX (Allemagne)	15'710,57	3,95 %	14,52 %
MIB (Italie)	25'767,54	5,23 %	15,90 %
IBEX (Espagne)	9'202,20	1,45 %	13,98 %
SMI (Suisse)	11'982,03	8,48 %	11,94 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	4'966,00	-7,68 %	17,68 %
Or (USD/Oz)	1'811,47	-3,11 %	-4,58 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	72,15	13,87 %	48,70 %
Argent (USD/Oz)	27,81	-0,70 %	5,30 %
Cuivre (USD/Tonne)	9'667,00	-3,34 %	24,48 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	3,25	9,68 %	28,04 %

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

MARS 2021	AVRIL 2021	MAI 2021	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (16 JUIN 2021)
6,08 %	5,24 %	7,75 %	6,90 %	16,70 %
4,80 %	4,52 %	5,29 %	5,39 %	15,24 %
4,25 %	3,82 %	4,06 %	4,39 %	12,45 %
4,24 %	3,19 %	2,14 %	4,25 %	11,84 %
3,98 %	2,41 %	2,12 %	3,38 %	11,21 %
3,55 %	2,37 %	1,30 %	3,35 %	9,49 %
3,11 %	2,02 %	1,26 %	3,20 %	8,10 %
-1,70 %	1,81 %	1,01 %	2,62 %	6,10 %
-2,66 %	1,49 %	0,76 %	2,25 %	4,70 %
-5,40 %	-2,85 %	0,55 %	-1,77 %	-2,51 %

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 Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- **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, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- **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 18.06.2021.

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.

