

MONTHLY HOUSE VIEW

Document Marketing - Septembre 2021

Focus

Une inflation pro-cyclique

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	PROSPÉRITÉ COMMUNE : CONVERGENCE OU DIVERGENCE ENTRE EST ET OUEST ?	
02•	Focus	P4
	UNE INFLATION PRO-CYCLIQUE	
03•	Macroéconomie	P6
	LA DYNAMIQUE MACROÉCONOMIQUE COMMENCE-T-ELLE DÉJÀ À S'ESTOMPER ?	
04•	Obligations	P8
	UN RESSERREMENT MONÉTAIRE ORDONNÉ	
05•	Actions	P10
	BÉNÉFICES SOLIDES ET RESSERREMENT MONÉTAIRE	
06•	Devises	P12
	UN ÉTÉ CALME ÉMAILLÉ DE MOUVEMENTS DUS À L'ILLIQUIDITÉ	
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

PROSPÉRITÉ COMMUNE : CONVERGENCE OU DIVERGENCE ENTRE EST ET OUEST ?



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

Chère lectrice, Cher lecteur,

Décidément cette décennie ne ressemble pas aux précédentes. En un an, les pays occidentaux sont passés du consensus autour du triptyque libéralisme/mondialisation/rigueur budgétaire à une vision plus contrôlée du capitalisme et plus protectrice de leurs frontières tout en se lançant dans des programmes de relance budgétaire jamais vus par leur ampleur. De quoi faire repenser à l'État providence des années Roosevelt et de l'après-guerre européen, où le rôle de l'État s'était fortement accru et où l'objectif économique affiché des gouvernements ne se résumait pas au taux de croissance mais à l'augmentation du bien-être de la population. La question qui se pose désormais pour les entreprises est de savoir si les hausses d'impôt et l'acceptabilité d'une dose plus forte d'inflation salariale ne finiront pas par impacter les taux de marge records enregistrés au deuxième trimestre et qui ont poussé les bourses vers de nouveaux sommets.

A l'autre bout du monde, changement de décor également en Chine. Après trois décennies d'un développement un peu débridé du capitalisme initié par les premières réformes de Deng Xiaoping et poursuivies par Jiang Zemin puis Hu Jintao, la Chine de Xi Jinping semble procéder à un réglage différent entre État et marché. Le tour de vis réglementaire constaté cet été dans une liste croissante de secteurs s'inscrit dans une recherche de "prospérité commune", concept employé maintes fois par les prédécesseurs de Xi Jinping, et relancé récemment lors du 100^{ème} anniversaire du parti.

Ce n'est pas qu'un slogan : il s'agit cette fois de recréer les conditions d'un meilleur partage et d'une meilleure participation de la population à la croissance -après une forte augmentation des inégalités-, et aussi de favoriser la démographie d'un pays déjà vieillissant, dont les coûts associés au fait d'avoir des enfants (logement, éducation) sont devenus exorbitants.

Ce qui s'apparente à du dirigisme économique, avec des décisions spectaculaires qui ont réduit quasiment à néant la valeur boursière de pans entiers de la cote comme l'éducation n'est pas un retour en arrière. Ce n'est pas la fin du capitalisme chinois, mais une nouvelle phase marquée par une présence plus forte de l'État et une recherche d'équilibre entre le marché et la société, condition de la stabilité sociale du pays, vitale pour le parti. Il s'agit enfin de limiter le pouvoir des grands groupes technologiques et l'usage qu'ils font des données. Trois enseignements peuvent être tirés : premièrement, en Chine les discours sont suivis d'effets, et plus rapidement qu'anticipés ; deuxièmement, les décideurs semblent imperméables au *lobbying* des secteurs concernés. Troisièmement, la liste des secteurs concernés pourrait s'allonger.

Après 18 mois où les investisseurs se sont focalisés sur la pandémie puis les plans de relance monétaire et budgétaire, il est peut-être temps de se repencher sur la question du cadre politique et des changements de tendance à l'œuvre, qui font peut être émerger trois versions du capitalisme et du *policy-mix* : un modèle néo-rooseveltien à Washington (l'État réformateur et bâtisseur), un modèle néo-beveridgien en Europe (l'État assureur et redistributeur) et un modèle de prospérité dirigée en Chine. Il est d'autant plus nécessaire de s'y repencher que l'actualité géopolitique estivale a accéléré des tendances déjà ancrées: le repli américain, l'impossible interventionnisme de l'Europe, la montée en puissance régionale de la Chine.

UNE INFLATION PRO-CYCLIQUE

Ces derniers mois, l'attention des marchés s'est focalisée sur la hausse des prix aux États-Unis, l'inflation atteignant des niveaux inédits au cours de la dernière décennie. La théorie de la Fed sur l'inflation transitoire – expliquée par des effets de base et des goulets d'étranglement de l'offre dus à la forte reprise suscitée par la réouverture des économies – a été finalement adoptée par les marchés et s'est traduite par une stabilisation des prévisions d'inflation après les sommets récents. À moyen terme, il n'est toutefois pas impossible que la hausse des anticipations et l'accélération de la croissance des salaires déclenchent une inflation soutenue.

En juin, le secteur des loisirs et de l'hôtellerie a créé 394 000 emplois en données corrigées des variations saisonnières. Nombre d'entreprises dépendant de travailleurs faiblement rémunérés ont cependant eu des difficultés à embaucher et à satisfaire la demande croissante générée par la forte reprise de l'économie américaine. Dans ce contexte, des entreprises telles que Chipotle ou McDonald's ont décidé d'augmenter les salaires afin d'attirer de nouveaux employés. Si cette décision a permis une accélération des embauches chez Chipotle, l'entreprise a décidé de répercuter la hausse des coûts salariaux sur les prix, renchérissant le prix du menu de 3,5 à 4 %. Bien que certains jugent l'inflation actuelle transitoire, l'inflation des salaires n'a rien de temporaire, car ces derniers s'avèrent bien plus rigides que les prix et ne peuvent être baissés aisément.

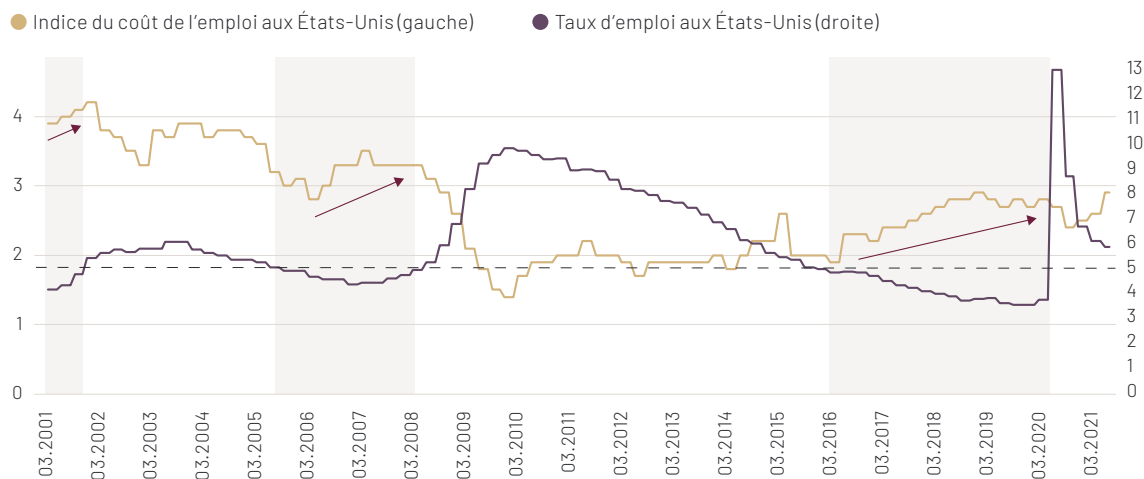
Pour faire face à la hausse des coûts de main-d'œuvre (et donc à la baisse des marges), les entreprises disposent de deux options : augmenter leurs prix pour absorber les coûts, ou accroître la productivité. Cette dernière option représente plus spécifiquement un levier permettant aux entreprises d'absorber une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre sans augmenter les prix. En outre, le fait qu'une entreprise choisisse d'augmenter les salaires peut contraindre ses concurrents à faire de même, afin de rester attractifs pour les demandeurs d'emploi.

Alors que l'inflation a largement dépassé l'objectif de la Fed depuis avril, le taux de chômage (5,4 % en juillet) est encore loin du niveau pré-pandémie de 3,5 %. Le marché du travail devrait toutefois rester solide et refléter une participation élevée dans les prochains mois, alors que la Fed anticipe un taux de chômage de 3,8 % en décembre 2022 et 3,5 % en décembre 2023. Selon les estimations du Bureau du budget du Congrès des États-Unis, le taux de chômage n'accroissant pas l'inflation se situait, au cours du XX^e siècle, entre 4 et 5 %. Comme le montre le graphique 1, les phases de hausse des salaires observées dans les cycles récents se sont produites lorsque le taux de chômage était inférieur à 5 %.

INFLATION DES SALAIRES :
UNE HISTOIRE POUR 2022 ?

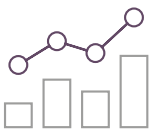
La croissance des salaires joue un rôle essentiel dans l'émergence d'un cycle d'inflation : la hausse des prix renforcent les anticipations d'inflation des travailleurs et les incitent à demander des salaires plus élevés.

GRAPHIQUE 1 : LES PÉRIODES D'INFLATION SALARIALE SURVIENNENT GÉNÉRALEMENT LORSQUE LE TAUX DE CHÔMAGE EST INFÉRIEUR À 5 %



Le revenu réel
des travailleurs
a reculé de

1,7 %
en rythme annuel



Le salaire de réserve des travailleurs à bas salaire est supérieur de **26 %** à son niveau pré-pandémie

Par conséquent, si le chômage passe sous le seuil de 5 % en 2022, les tensions affectant le marché du travail pourraient doper les salaires à moyen terme, bien que cela ne soit probablement pas encore le cas en 2021. En outre, si le salaire horaire moyen a progressé de 3,6 % en glissement annuel, les chiffres ajustés de l'inflation signalent une perte de pouvoir d'achat de 1,7 % pour les consommateurs américains au cours de l'année écoulée. Tandis que le revenu réel des travailleurs s'est effondré, les entreprises américaines ont enregistré des bénéfices conséquents, soutenus par une croissance économique solide. Dans un rapport publié au mois d'août, TS Lombard anticipe une montée des revendications salariales en 2022, visant à compenser la perte de revenus réels et à permettre aux travailleurs de prendre part aux profits réalisés par les employeurs, les salaires suivant généralement les bénéfices des entreprises avec un an de retard. En cas de renforcement du marché du travail l'an prochain – synonyme de pouvoir de négociation accru pour les travailleurs –, des hausses de salaire sont probables. Ainsi, en fonction de la capacité des entreprises à accroître leur productivité, cette situation est susceptible d'ouvrir la voie à un processus inflationniste.

LE RÔLE DES ANTICIPATIONS D'INFLATION

Un autre élément essentiel des processus inflationnistes est l'anticipation d'inflation des consommateurs. Si l'on table sur une inflation positive, il est logique d'emprunter sur ses revenus futurs pour acheter aujourd'hui ce qui sera plus cher demain. Cette démarche repose sur la conviction que les salaires augmenteront à l'avenir. Or on observe que les anticipations salariales des consommateurs se sont récemment redressées – tout en restant inférieures au niveau pré-pandémie –, alors que l'anticipation d'inflation publiée par l'Université du Michigan demeure à des niveaux élevés (4,2 % au mois de juin). En ce qui concerne les anticipations d'inflation intégrées par les marchés obligataires, les points morts d'inflation (à 5 ans) se sont stabilisés depuis mars à un niveau proche de 2,5 %.

Grâce aux campagnes de vaccination, l'économie devrait retrouver un environnement plus normal et voir les pressions sur les salaires reculer, ce qui laissera plus de temps à la Fed pour normaliser complètement sa politique monétaire.

Selon Goldman Sachs, la fin des prestations de l'assurance chômage fédérale augmentera considérablement l'offre de main-d'œuvre et réduira le pouvoir de négociation des travailleurs faiblement rémunérés. Parallèlement, le retour au plein-emploi ramènera la croissance des salaires vers le niveau de 3,5 à 4 %, un taux compatible avec l'objectif d'inflation de la Fed, sous réserve de gains de productivité moyens compris entre 1,5 et 2 %. Cette prévision va à l'encontre de l'idée selon laquelle une spirale salaires/prix déjà en place monterait en puissance à partir de 2022.

DES MARGES BÉNÉFICIAIRES À RISQUE

De l'autre côté de l'Atlantique, les marges bénéficiaires des entreprises ont atteint le niveau record de 11,1 % au deuxième trimestre, la croissance sans précédent des bénéfices entraînant l'indice S&P 500 vers des sommets en 2021. Néanmoins, Bank of America observe que les références à l'inflation ont atteint des niveaux sans précédents lors de la présentation des résultats du deuxième trimestre, les termes « inflation » et « inflation salariale » progressant respectivement de 900 % et 117 % en glissement annuel. Cela suggère une pression salariale potentiellement croissante, en particulier dans l'industrie et la consommation discrétionnaire, deux des secteurs employant le plus de main-d'œuvre au sein de l'indice.

Du point de vue des investisseurs, si l'inflation devait s'avérer plus persistante que ne la prévoient les marchés, une inflation induite par les salaires se traduirait par une augmentation des dépenses, ce qui correspond généralement à des contextes de forte croissance économique. En supposant que la boucle prix-salaires reste sous contrôle, sans aboutir à une situation de forte inflation non souhaitée impliquant une intervention des banques centrales, ce scénario constituerait un défi pour des marchés d'actions chèrement valorisés, tout en pénalisant les actifs nominaux. La hausse des salaires créerait des pressions sur les marges des entreprises, ce qui pousserait les investisseurs à privilégier les actions des acteurs bénéficiant d'un solide pouvoir de fixation des prix et étant en mesure de répercuter la hausse des coûts de main-d'œuvre sur les prix de vente. En tout état de cause, les chiffres du marché du travail et de l'inflation seront à surveiller pour déterminer si l'inflation salariale pourrait être une histoire de 2022.

LA DYNAMIQUE MACROÉCONOMIQUE COMMENCE-T-ELLE DÉJÀ À S'ESTOMPER ?

Alors que l'impact positif des principaux effets de base devrait diminuer au fil du temps, la dynamique macroéconomique a faibli aux États-Unis, même si la situation encourageante du marché du travail soulève des questions sur le calendrier du resserrement monétaire. En Asie, les dernières statistiques macroéconomiques chinoises ont déçu et les investisseurs attendent désormais un geste de la banque centrale, tandis qu'en Europe l'activité reste à des niveaux élevés ce mois-ci, malgré un léger ralentissement.



L'économie américaine a créé **943 000** emplois en juillet

ÉTATS-UNIS : LE PIC D'ACCÉLÉRATION SEMBLE DÉSORMAIS DERRIÈRE NOUS

Au cours de l'été et dans un contexte de résurgence de la pandémie de COVID-19, les indicateurs macroéconomiques américains ont globalement déçu. Cette évolution se reflète dans l'indice Citi de surprise économique, qui n'a cessé de baisser pour entrer en territoire négatif ces dernières semaines (graphique 2). La déception causée par les ventes de détail (-1,1 % en rythme mensuel contre -0,3 % attendu), l'effondrement de l'indice de confiance des consommateurs de l'université du Michigan (de 81,2 à 70,2 en août), ainsi que les goulets d'étranglement et les difficultés observées dans les transports ont conduit certains analystes à réviser à la baisse leurs prévisions de croissance du PIB pour l'économie américaine. Sachant que cet accès de faiblesse est partiellement lié au variant Delta, les dépenses de consommation pourraient cependant rebondir davantage, aidées par la reprise du marché du travail, tandis que la politique budgétaire américaine devrait soutenir la croissance. Ces éléments devront être suivis de près dans les mois à venir.

Au cours de l'été, le marché du travail américain a en effet montré de nets signes de reprise : l'économie américaine a créé 943 000 emplois en juillet, soit la plus forte augmentation en sept mois, tandis que les chiffres de mai et juin ont également été révisés à la hausse, entraînant une baisse du taux de chômage de 5,9 % à 5,4 % (ce taux reste néanmoins supérieur de 2 points au niveau pré-pandémie). En conséquence, si l'inflation s'est maintenue à 5,4 % en juillet et que les marchés semblent avoir validé le scénario d'inflation transitoire retenu par la Fed, la bonne dynamique du marché du travail a relancé le débat sur la réduction progressive des mesures d'assouplissement monétaire. Le marché anticipe désormais un début de resserrement d'ici la fin de l'année, ce qui a contribué au renforcement récent du dollar.

Fin août, la Chambre des représentants a adopté le budget de 3 500 mds USD (comprenant des mesures sur l'éducation, les soins de santé et le changement climatique) déjà voté par le Sénat en début de mois. Il reste à définir son financement, qui devrait notamment reposer sur une augmentation des impôts sur les sociétés et sur le revenu, un sujet qui pourrait diviser les démocrates et susciter l'opposition des républicains.

GRAPHIQUE 2 : LA DYNAMIQUE MACROÉCONOMIQUE A RÉCEMMENT FAIBLI

- Indice Citi de surprise économique pour les États-Unis
- Indice Citi de surprise économique pour l'UE
- Indice Citi de surprise économique pour la Chine



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



D'autre part, le Sénat a adopté le projet de loi sur les infrastructures de 1 000 mds USD (dont 550 mds USD de nouvelles dépenses pour les infrastructures domestiques physiques). Il reste à obtenir l'approbation de la Chambre des représentants, qui doit examiner ce projet avant la fin du mois de septembre.

CHINE : LES RÉGULATEURS SERRENT LA VIS

Dans le contexte du 100^{ème} anniversaire du Parti communiste chinois, la pression réglementaire et politique s'est intensifiée en Chine, celle-ci visant des secteurs aussi divers que l'éducation privée et les jeux. Invoquant des préoccupations en matière de confidentialité des données et de sécurité nationale, Pékin a également annoncé de nouvelles réglementations pour les grandes entreprises technologiques. Plus récemment, le président Xi Jinping a souhaité l'avènement d'une « prospérité commune ». Cette expression souligne les efforts visant à lutter contre les inégalités excessives et l'allocation inadéquate des ressources afin de mieux distribuer les richesses à la société, notamment en soutenant le niveau de vie de la classe moyenne et le taux de fécondité, la démographie étant l'une des préoccupations majeures du gouvernement. Dernièrement, les autorités ont durci la réglementation des jeux en ligne en limitant à 3 heures par semaine la participation des mineurs.

Alors que ces annonces ont rendu les marchés volatils, les investisseurs sont également préoccupés par l'affaiblissement de la dynamique macroéconomique, même si l'évolution de l'indice Citi de surprise économique suggère qu'un plancher a été atteint fin juillet. S'ajoutant aux mauvaises conditions météorologiques, les restrictions prises pour contenir une nouvelle vague de COVID-19 ont renforcé les goulets d'étranglement

dans certains secteurs qui s'en seraient bien passés. De fait, les ventes de détail et la production industrielle ont largement déçu en juillet, tandis que l'indice PMI non manufacturier du mois d'août a fortement chuté à 47,5. Dans ce contexte, les investisseurs attendent désormais une nouvelle baisse du taux de réserves obligatoires visant à soutenir les PME, confrontées à d'importantes difficultés ces derniers mois.

EUROPE : L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE SE STABILISE À DES NIVEAUX ÉLEVÉS

En Europe, si les PMI se sont légèrement repliés (l'indice composite de la zone euro est passé de 60,2 à 59,5 en août), ils restent à des niveaux très élevés. Cela étant dit, les derniers indicateurs macroéconomiques de la région ne constituent plus des surprises positives pour les marchés. On observe ainsi un recul de l'indice PMI manufacturier en Allemagne, lié notamment à la situation sanitaire, aux inondations et à une exposition accrue à la Chine. Parallèlement, l'indicateur de sentiment économique ZEW a perdu 23 points en août pour s'établir à son plus bas niveau depuis novembre.

Au chapitre des nouvelles macroéconomiques, l'Union européenne (UE) a effectué mardi les premiers versements aux États membres au titre de son plan de relance post-coronavirus de 750 mds EUR. Les principaux pays bénéficiaires de ce plan – l'Italie et l'Espagne – ont reçu respectivement 25 et 9 mds EUR.

Pour résumer, le contexte macroéconomique mondial demeure favorable, mais il reflète un découplage entre les économies matures et les économies émergentes, ainsi qu'un affaiblissement de la dynamique au cours de l'été.

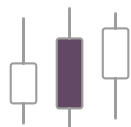


LA PRESSION
RÉGLEMENTAIRE
ET POLITIQUE
S'EST
INTENSIFIÉE
EN CHINE



La fin de l'année sera une fois de plus intéressante, car les banques centrales tenteront de réduire leur soutien monétaire alors que les économies ont probablement dépassé leur pic d'accélération sur le chemin de la reprise.

BANQUES CENTRALES



Baisse des rendements à long terme due à la

FAIBLESSE DES INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES ET À LA STABILISATION DE L'INFLATION

Les courbes des taux des marchés développés ont une fois de plus surpris la plupart des investisseurs, le rendement du 10 ans américain atteignant un plancher de 1,16 % au cours de l'été. De nombreux acteurs ayant anticipé des turbulences avant le symposium de Jackson Hole, organisé par la Réserve fédérale américaine à la fin août, ont ainsi été pris à contre-pied. Les indicateurs économiques sont en effet restés orientés à la baisse, tant aux États-Unis qu'en Europe, tandis que les chiffres de la consommation chinoise se sont avérés décevants.

Les taux longs ont intégré ces informations et ignoré les chiffres encore élevés de l'inflation. Alors que l'argument d'une inflation « transitoire » domine, la partie courte des courbes de swap d'inflation traduit l'anticipation d'une forte baisse de l'inflation dans les 18 prochains mois. À court terme, nous considérons que la surperformance des obligations indexées sur l'inflation est derrière nous, ce qui nous conduit à abaisser notre degré de conviction sur cette classe d'actifs. En Chine, la Banque populaire de Chine (BPC) a assoupli ses conditions monétaires en juillet, ce qui a contribué à faire baisser les rendements à long terme.

Jerome Powell a laissé entendre qu'il souhaitait réduire le rythme des achats d'actifs d'ici la fin de l'année – une mesure largement anticipée par les marchés –, mais sans fournir de calendrier. Afin d'éviter tout accès de turbulences rappelant la situation de 2013, cette annonce s'accompagne d'une communication très accommodante, qui réaffirme en outre le caractère temporaire de l'inflation. En ce qui concerne les flux de l'année 2022, la baisse du déficit budgétaire entraîne une diminution des besoins de financement, et donc des émissions du Trésor sur les marchés. Globalement, la réduction des achats d'obligations ne devrait pas affecter sensiblement l'équilibre des marchés.

Les économies liées aux matières premières ont envoyé des signaux intéressants aux grands marchés : le Canada, le Brésil et le Mexique ont relevé leurs taux directeurs pour des raisons liées à l'inflation, tandis que la hausse de 25 pb envisagée par la Banque de Nouvelle-Zélande a été retardée, le pays ayant adopté des mesures de confinement à la fin du mois d'août. Selon le gouverneur de la banque centrale, cette hausse reste d'actualité pour la réunion d'octobre.



LES MARCHÉS
DE CRÉDIT
ont connu
un été calme

CRÉDIT

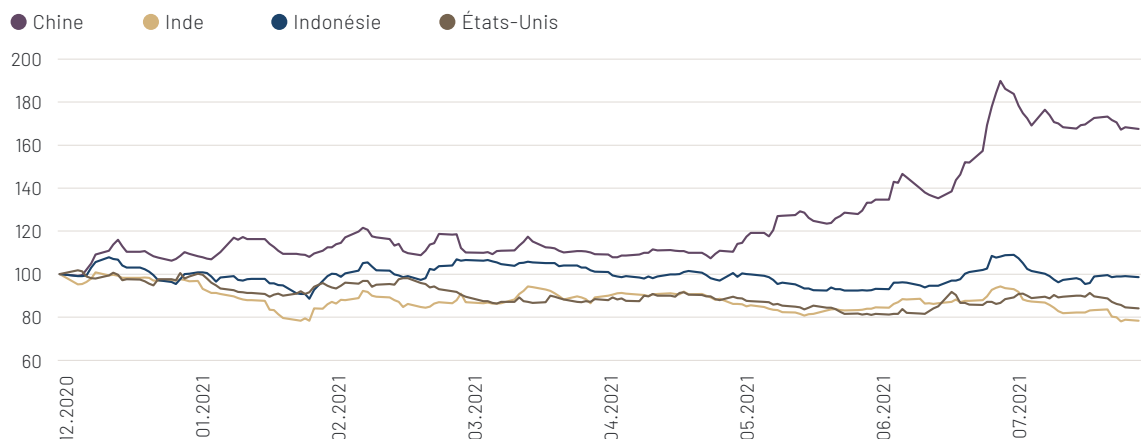
Les marchés de crédit ont été particulièrement calmes pendant l'été des deux côtés de l'Atlantique, aussi bien sur le segment *investment grade* que dans l'univers du haut rendement. Les entreprises ont publié de bons résultats durant la période estivale, avec des revenus supérieurs aux prévisions, des EBITDA solides et une diminution de l'endettement dans tous les secteurs. Tous ces indicateurs renforcent les bilans et entraînent un resserrement des *spreads*. Le secteur bancaire a annoncé une baisse des provisions pour prêts non performants, ce qui nous conforte dans nos choix d'investissement ciblant le secteur.

Au moment d'aborder le mois de septembre, nous ne pensons pas qu'une hausse de la volatilité puisse compromettre les bonnes performances enregistrées depuis le début de l'année sur les marchés développés. Le portage demeure attrayant, avec un bon ratio de Sharpe pour les obligations des marchés développés.

Dans l'univers du crédit, la volatilité est venue de Chine (graphique 3), en raison de difficultés accrues sur le marché immobilier. La situation de trésorerie tendue d'Evergrande a notamment pesé sur les prix des obligations libellées en dollar. L'ajustement des prix intervenu dans la région depuis mai a néanmoins rendu les valorisations plus attrayantes, laissant apparaître certaines opportunités pour les investisseurs sélectifs.

Malgré l'amélioration des fondamentaux dans tous les segments du crédit, à l'exception de la Chine, l'équipe de gestion a révisé à la baisse son appréciation des marchés du crédit à court terme, car les marchés primaires devraient se montrer très actifs en septembre. Nous conservons toutefois une opinion positive à moyen et long terme.

GRAPHIQUE 3 : LA CORRECTION TOUCHE PRINCIPALEMENT LA CHINE



Sources : BofA Global Research, BofA ICE Index, Indosuez Wealth Management.

Très solide, la saison des résultats du deuxième trimestre a largement dépassé les attentes. Les révisions et la croissance des bénéfices demeurent le pilier central de notre scénario haussier.

Nous restons optimistes sur les marchés actions des pays développés, mais identifions deux risques principaux à court terme, le premier étant l'évolution de la pandémie. Les investisseurs manifestent un regain d'appétit pour le risque malgré l'épidémie de COVID-19, tant que les vaccinations contribuent à contenir les taux de mortalité et que la plupart des gouvernements s'efforcent de limiter les mesures de confinement.

Le deuxième risque est lié au retrait progressif des mesures d'assouplissement monétaire. Les précédentes phases de resserrement monétaire que nous avons connues en 2009 et 2013 n'ont pas eu d'impact négatif direct sur les marchés, qui ont poursuivi leur tendance haussière. Il n'en reste pas moins qu'il s'agit d'un premier pas vers une politique monétaire moins accommodante.

La combinaison de ces deux risques suggère qu'une sortie progressive de la pandémie s'accompagnera d'un changement de politique également très progressif. Autrement dit, la résurgence de la pandémie pourrait favoriser un retrait moins rapide des divers stimuli.

À moyen terme, la croissance des bénéfices reste le principal moteur de la performance des actions, et l'évolution future des marchés dépendra de la forme du cycle des bénéfices : les entreprises continueront-elles d'afficher une croissance record des bénéfices et des marges, ou bien faut-il prévoir une normalisation du pourcentage de surprises positives et de révisions des bénéfices ?

ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, les investisseurs ont été séduits par la saison des bénéfices du deuxième trimestre. 87 % des entreprises du S&P 500 ont déclaré des revenus supérieurs aux estimations moyennes. De fait, le deuxième trimestre marque le plus haut pourcentage d'entreprises du S&P 500 ayant déclaré des revenus supérieurs aux estimations depuis 2008. Au niveau sectoriel, les secteurs de la santé, des services de communication et des technologies de l'information ont été les plus performants, plus de 95 % des entreprises appartenant à ces secteurs ayant déclaré des revenus supérieurs aux estimations.

La marge des entreprises est une autre source de satisfaction. La marge bénéficiaire nette combinée de l'indice S&P 500 pour le deuxième trimestre 2021 s'établit à 13,0 %, un niveau jamais atteint depuis 2008 et bien supérieur à la moyenne sur 5 ans, qui se situe à 10,6 %.

La hausse des bénéfices et l'absence pour le moment de pressions sur les taux longs renforcent l'attrait des valorisations. Alors que les États-Unis restent le meilleur marché pour jouer le thème de la technologie et offrent une bonne alternative aux BAT chinoises (Baidu, Alibaba, Tencent), de nombreux investisseurs mondiaux se sont probablement repositionnés durant l'été. Les mesures de relance budgétaire et le succès des campagnes de vaccination devraient continuer à stimuler l'économie et les bénéfices par action. En revanche, l'année 2022 devrait être plus « normale » en matière de croissance des bénéfices (à ce stade, les analystes tablent sur une croissance des BPA de 8 % aux États-Unis).

EUROPE

En Europe, les prévisions de croissance des BPA pour 2021 ont été systématiquement révisées à la hausse depuis le début de l'année, passant de 31 % fin 2020 à 51 % aujourd'hui (MSCI Europe). Cette forte révision à la hausse des bénéfices a été l'un des principaux moteurs des marchés actions européens.

Les secteurs cycliques – notamment les banques, l'automobile et l'énergie – ont été à l'origine de la plupart de ces révisions positives malgré la propagation du variant Delta. Par ailleurs ces entreprises ont globalement évolué dans un environnement positif sur le front de la demande, des marges et des prix.

Alors que le principal défi consiste à maintenir les marges bénéficiaires à ces niveaux élevés, les tendances s'avèrent encourageantes à ce stade. Certaines entreprises recourent aux augmentations de prix et aux gains de productivité, notamment dans la réduction des espaces de bureaux et dans l'informatique (en particulier sur le segment des logiciels et du cloud) pour compenser la hausse des coûts des matériaux.



LA CROISSANCE RECORD DES BÉNÉFICES AU DEUXIÈME TRIMESTRE

entraîne une révision des prévisions de bénéfices pour l'exercice 2021

Les marges d'exploitation de l'indice MSCI Europe se sont redressées depuis les planchers atteints durant la pandémie pour dépasser 11 % sur une base trimestrielle (graphique 4), soit le plus haut niveau depuis 2011. Si de nombreuses inconnues liées à la COVID-19 et à l'inflation demeurent, les fondamentaux qui sous-tendent les bénéfices restent favorables.

Enfin, malgré la très forte hausse des actions, les importantes révisions observées ont permis une certaine contraction des multiples C/B.

MARCHÉS ÉMERGENTS

La récente vague de pressions réglementaires exercées par les autorités chinoises sur certains secteurs a jeté de l'huile sur le feu et déstabilisé les marchés boursiers asiatiques, déjà affectés par la progression inquiétante des cas de COVID-19 en Asie (principalement en Asie du Sud-Est, en Inde et désormais dans certaines régions de Chine) et les craintes liées à la hausse des taux d'intérêt et de l'inflation aux États-Unis.

En outre, une guerre commerciale larvée semble persister entre les États-Unis et la Chine (de nouvelles entreprises chinoises ont été récemment ajoutées à la liste des entités sanctionnées par les États-Unis), ce qui pèse sur le sentiment général à l'égard des actions chinoises.

Au sein des marchés actions asiatiques, nous surpondérons actuellement la Corée du Sud et Singapour, restons neutres sur Taiwan, l'Indonésie et les Philippines, et sous-pondérons l'Inde, la Malaisie et la Thaïlande.

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 pénaliser les marchés boursiers de la région à l'avenir, alors que le marché indien, par exemple, semble déjà chèrement valorisé.

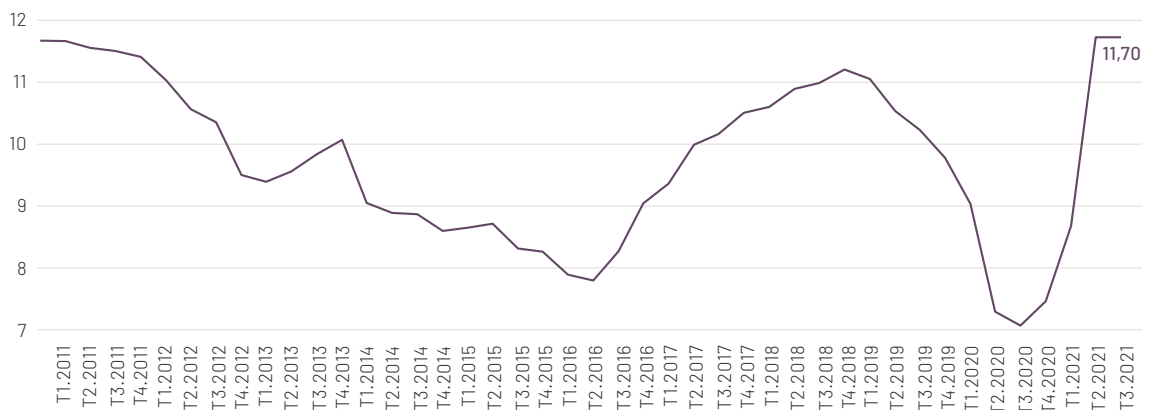
Les actions brésiliennes ont également souffert durant l'été, avec une correction d'environ 10 % depuis le pic enregistré début juin. Nous recommandons la prudence sur les marchés actions de la région, notamment pour les investisseurs internationaux susceptibles d'être affectés par le risque de change.

SENTIMENT

L'indice S&P 500 a atteint un record historique au mois d'août. D'ordinaire, lorsque les marchés boursiers atteignent des sommets historiques, les indicateurs de sentiment dénotent une certaine euphorie. Or la situation actuelle est paradoxale, puisque les marchés atteignent de nouveaux sommets avec une faible volatilité réalisée, tandis que les indices VIX, *Put/Call* et *Bull/Bear* restent en territoire neutre.

Cette situation traduit le fait que nombre d'investisseurs n'ont pas participé à la hausse et suggère une poursuite de la tendance.

GRAPHIQUE 4 : UNE PROFITABILITÉ RECORD*



*Les marges d'exploitation de l'indice MSCI Europe rebondissent à leur plus haut niveau depuis 2011.

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Les performances passées ne préjugent pas des performances.

UN ÉTÉ CALME ÉMAILLÉ DE MOUVEMENTS DUS À L'ILLIQUIDITÉ

Le mois d'août a été caractérisé par de nombreux commentaires, mais peu de nouvelles. Dans un contexte illiquide, les marchés des changes et des métaux précieux ont été exposés aux *stop-loss* – notamment sur l'or –, tandis que le cadre macroéconomique a peu évolué : le variant Delta a freiné la dynamique macroéconomique, l'inflation s'est stabilisée et la BCE a fourni des orientations prospectives, tandis que Jerome Powell tarde toujours à confirmer un calendrier de resserrement progressif de la politique monétaire aux États-Unis. Dans le même temps, la livre sterling s'affirme comme une devise résiliente permettant de jouer la reprise, alors que le yuan est resté stable par rapport au dollar malgré les défis intérieurs.



Évolution
stationnaire

&

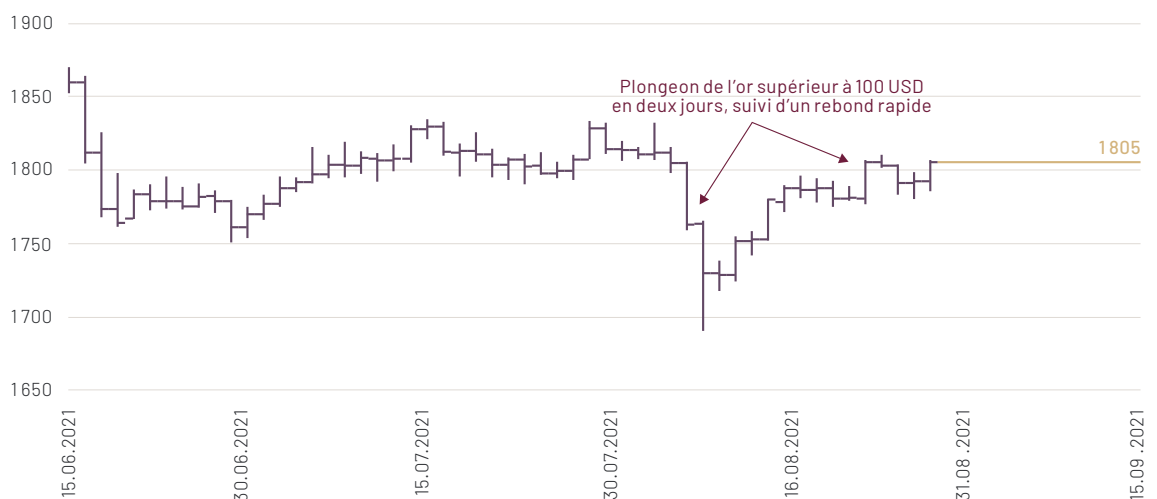
mini-krachs

OR – MINI-KRACH ESTIVAL

Début août, l'or s'est effondré de plus de 100 USD/once en deux jours (graphique 5). Alors que ce plongeon a été déclenché par la vigueur du dollar et l'exécution de *stop-loss* dans des échanges très limités après la clôture, le retour relativement rapide à 1800 USD/once suggère que l'intérêt des investisseurs demeure intact. Cet épisode nous rappelle toutefois que l'or, moins liquide que les devises, peut subir des fluctuations importantes liées à des ordres *stop-loss*.

Il est donc préférable, en règle générale, d'investir dans le métal jaune sur un horizon de très long terme. Dans le contexte inflationniste actuel, caractérisé par la monétisation de la dette et des taux d'intérêt nuls, nous pensons que la détention d'or offre une couverture efficace – sachant que les cours sont inférieurs de 15 % au record historique établi l'année dernière – et que ces mini-krachs offrent des opportunités aux investisseurs vigilants.

GRAPHIQUE 5 : COURS DE L'OR AU MOIS D'AOÛT, USD/ONCE



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

GBP – RÉSILIENCE DANS LE CHAOS PROVOQUÉ PAR LA COVID-19

La livre sterling s'est imposée comme l'une des devises les plus résilientes du G10 depuis le début du rallye du dollar, début août. La levée progressive, à partir du premier trimestre, des restrictions liées à la pandémie de COVID-19 a permis le redressement de l'économie britannique, même si nous enregistrons un affaiblissement significatif des surprises économiques depuis le mois de mai (de +157 à -54 points). L'inflation sous-jacente a reculé à 1,8 % en juillet (contre 2,2 % en juin), confortant l'opinion de la Banque d'Angleterre selon laquelle l'inflation est transitoire. Néanmoins, le taux de chômage est désormais supérieur de seulement un point au niveau pré-pandémie et de nombreux employeurs peinent à recruter. Même si la Banque d'Angleterre (BoE) compte maintenir sa politique accommodante au moins jusqu'à la fin de l'année, elle pourrait commencer à réduire ses achats d'actifs ou à relever ses taux dès l'année prochaine. Le quatrième trimestre sera déterminant, alors que certains programmes d'aide tels que le régime de chômage technique, qui a freiné la mobilité du marché du travail, prendront fin. Cela étant dit, les investisseurs en dollar souhaitant jouer la reprise via une devise liquide pourraient trouver dans la livre une source de diversification.

EUR – ENFIN LA CONFIRMATION D'UN SUPPORT ?

Nous avons commencé l'année 2021 avec des prévisions très optimistes sur la progression de l'euro jusqu'à 1,25 sur la parité euro-dollar, pensant que les déficits jumeaux américains pèseraient sur le billet vert tandis que les stratégestes tentaient de définir le calendrier de normalisation des deux côtés de l'Atlantique. En réalité, le retard des politiques de vaccination européennes et la dynamique macroéconomique plus robuste aux États-Unis, comme en témoigne la pentification de la courbe des taux américains, ont contribué à la surperformance du dollar au premier trimestre.

USD – MONTÉE DES ANTICIPATIONS D'INFLEXION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Alors que l'accélération des campagnes de vaccination en Europe a soutenu l'euro au deuxième trimestre, le dollar a retrouvé sa vigueur durant l'été et franchi un support important à 1,17 face à l'euro dans l'attente d'une clarification du calendrier de resserrement monétaire de la Fed, tandis que la BCE a communiqué un objectif d'inflation symétrique révisé et écarté la pos-

sibilité d'une normalisation des taux dans un futur proche. À un moment où les stratégestes entrevoyaient le franchissement d'un nouveau sommet, le positionnement accommodant affiché à Jackson Hole et la tolérance envers l'inflation ont infléchi le renforcement du dollar. Finalement, « beaucoup de bruit pour rien »... Jerome Powell a de facto invité les investisseurs souhaitant revoir leurs positions sur la paire EURUSD à attendre la prochaine réunion du FOMC.

Cependant, le consensus vise toujours un resserrement monétaire en fin d'année. Justifiée par l'amélioration du marché de l'emploi et une inflation durablement supérieure à sa cible, cette appréciation pourrait susciter une dernière vague de renforcement du dollar, avant que les investisseurs soldent leurs positions une fois le resserrement acté.

Si la paire EUR/USD reste à l'intérieur d'une fourchette jusqu'à la fin de l'année, comme nous l'anticipons, 2021 sera l'une des années ayant enregistré les plus faibles variations pour ce couple de devises. Nous ne prévoyons pas de reprise significative ou durable du dollar au-delà de la fin de l'année, compte tenu de la persistance de taux réels négatifs, d'un écart limité avec les taux courts en euro, de la normalisation progressive de la croissance du PIB en 2022 et des inquiétudes constantes sur les déficits jumeaux.

CNY – UN RALENTISSEMENT INÉVITABLE SUSCITANT UN ASSOUPPLISSEMENT POLITIQUE

Après la poussée de croissance due au recul de l'épidémie, les indicateurs économiques chinois ont récemment fléchi, pénalisés par de graves inondations dans de nombreuses régions et par les restrictions d'activité liées à la stratégie « zéro COVID ». En conséquence, la Banque populaire de Chine (BPC), par ailleurs soucieuse de limiter la hausse des prix immobiliers, pourrait pourtant désormais être contrainte de freiner la baisse de la demande de crédit en envisageant une nouvelle réduction de son ratio de réserves obligatoires dans le courant de l'année. Cette situation renforce l'attrait des emprunts d'État chinois à 10 ans, qui offrent des taux réels relativement élevés par rapport à leurs homologues. Acheté dans les phases de repli, le yuan reste une source attrayante de diversification et d'amélioration des rendements pour les investisseurs étrangers, car la monnaie chinoise fait partie des rares devises offrant à la fois des rendements réels positifs et une volatilité modérée.

07 • Allocation d'actifs

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS



Indice PMI
sous le seuil de
50
en Chine en août

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Affaiblissement des surprises économiques dans la plupart des régions (États-Unis, Chine, Europe) au cours de l'été, mais les indicateurs d'activité se stabilisent à des niveaux élevés sur les marchés développés. Cela contraste avec des ventes au détail décevantes et le passage, au mois d'août, de l'indice PMI non manufacturier sous le seuil de 50 en Chine. L'Asie du Nord devrait bénéficier de l'accélération des campagnes de vaccination au quatrième trimestre.

INFLATION

Stabilisation à des niveaux élevés aux États-Unis, ce qui valide l'idée d'un plateau. L'inflation transitoire est affectée par les goulets d'étranglement post-pandémie et dure plus longtemps qu'anticipée par la Fed, mais aucune spirale salaires/prix n'est observée à ce stade.

BANQUES CENTRALES

Politique monétaire accommodante dans la plupart des régions, avec des orientations susceptibles de diverger à l'avenir : la Fed devrait réduire ses achats d'actifs d'ici la fin de l'année, tandis que la banque centrale chinoise pourrait renforcer son soutien dans les prochains mois. La révision du ciblage de l'inflation et de l'orientation prospective de la BCE, ainsi que l'inflation modérée en zone euro (à l'exception de l'Allemagne), devraient fournir une visibilité importante et ancrer les anticipations.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Globalement favorable, avec l'adoption d'un budget de 3 500 mds USD aux États-Unis et des déficits budgétaires en hausse dans la plupart des pays cette année, sans pression excessive sur les obligations d'État en raison de politiques monétaires très accommodantes.

CYCLE DE BÉNÉFICES ET FONDAMENTAUX DES ENTREPRISES

La croissance record des bénéfices et le niveau des bonnes surprises lors de la saison des résultats du deuxième trimestre, aux États-Unis comme en Europe, ont été les principaux moteurs de la hausse des marchés actions observée cet été. La baisse des taux de défaut a favorisé le resserrement des *spreads* pour les obligations d'entreprise des marchés développés, tandis que la pression réglementaire, le ralentissement de l'économie et les risques spécifiques au marché immobilier ont entraîné un élargissement des *spreads* en Chine.

ENVIRONNEMENT DE RISQUE

La volatilité reste contenue, mais l'aléa politique augmente avec la répression réglementaire en Chine et les incertitudes entourant les prochaines élections allemandes.

GLOBAL

Dans l'ensemble, l'environnement reste favorable aux investisseurs, mais avec un soutien réduit de la sphère macroéconomique et un point d'interrogation sur la durabilité de la récente croissance des bénéfices, notamment à la lumière de la pression susceptible de peser sur les marges à l'avenir. Facteur de vulnérabilité, la montée des incertitudes politiques et réglementaires est à surveiller.

CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION D'ACTIFS

ACTIONS

Opinion globalement neutre. Opinion positive sur les marchés développés, soutenus par des fondamentaux solides et un *policy-mix* favorable, mais potentiel limité à court terme compte tenu de la solide performance enregistrée depuis le début de l'année.



NEUTRE

à court terme
sur la Chine
en raison de
la répression
réglementaire

Opinion neutre sur la Chine à court terme, en raison de la répression réglementaire et du ralentissement macroéconomique. Les valorisations deviennent attrayantes, mais l'absence de dynamique bénéficiaire et de catalyseurs à court terme ne permet pas d'anticiper le retour de l'appétit pour le risque. Maintien d'une vision positive à long terme.

Le Japon a été relevé à neutre, car l'écart de performance significatif avec les actions occidentales observé cette année pourrait offrir des opportunités en termes relatifs et des vertus de diversification, notamment au vu des taux de change actuels.

OBLIGATIONS

Maintien de la sous-pondération des emprunts d'État, anticipation d'une légère pentification des taux longs américains. Les rendements des obligations en euro, conservées en portefeuille exclusivement à des fins de couverture, devraient rester en territoire négatif. La stabilisation des anticipations d'inflation rend les obligations indexées sur l'inflation moins attrayantes.

Maintien d'une vue constructive sur le crédit des marchés développés, notamment la dette financière et les obligations d'entreprise à haut rendement. Pas de resserrement des *spreads* en vue, mais portage positif.

Opinion neutre sur la dette émergente. Au sein de l'univers *high yield* asiatique, si nous reconnaissons que la baisse des valorisations après l'élargissement estival de l'immobilier chinois pourrait offrir des points d'entrée dans le secteur, nous considérons qu'il est peut-être trop tôt pour augmenter notre positionnement sur la classe d'actifs, les questions réglementaires en cours et l'effet des nouvelles sur les défauts de paiement réduisant la visibilité à court terme.

DEVISES

Le dollar devrait rester soutenu par les attentes de resserrement monétaire au quatrième trimestre. Son potentiel est néanmoins limité et tout renforcement permettrait une diversification vers d'autres devises. À moyen terme, nous maintenons notre prévision d'une fourchette de négociation 1,15-1,20 contre l'euro.

Parmi les devises émergentes, nous restons positifs à long terme sur le yuan, et tout nouvel affaiblissement lié à l'environnement macroéconomique ou politique pourrait être utilisé pour renforcer les positions existantes.

CONVICTIONS CLÉS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
OBLIGATIONS		
EMPRUNTS D'ÉTAT		
Core 10 ans EUR (Bund)	=	=
Périphériques EUR	=	=/-
10 ans USD	=/-	=
CRÉDIT		
Investment grade EUR	=	=/+
High yield EUR/BB- et >	=/-	=/+
High yield EUR/B+ et <	=/-	=
Oblig. financières EUR	=/-	=/+
Investment grade USD	=	=/+
High yield USD/BB- et >	=/-	=/+
High yield USD/B+ et <	=/-	=
DETTE ÉMERGENTE		
Dette souveraine en monnaie forte	=	=/+
Dette souveraine en monnaie locale	=	=
Crédit Am. Latine USD	=/-	=/-
Crédit asiatique USD	=	=/+
Oblig. chinoises CNY	=/+	+
ACTIONS		
ZONES GÉOGRAPHIQUES		
Europe	+	=
États-Unis	=/+	=/+
Japon	=	-/=
Émergents/Global	-/=	=/+
Amérique Latine	-/=	=
Asie ex-Japon	-/=	=
Chine	=	+
STYLES		
Growth	+	+
Value	+	=
Qualité	-/=	=
Cycliques	=	=
Défensives	-/=	-/=
DEVISES		
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 31 AOÛT 2021



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PBS)	VARIATION ANNUELLE (PBS)
Bons du Trésor américain 10A	1,31 %	13,66	39,56
France 10A	-0,03 %	10,30	31,10
Allemagne 10A	-0,39 %	9,80	18,70
Espagne 10A	0,34 %	10,60	29,40
Suisse 10A	-0,32 %	8,40	23,10
Japon 10A	0,02 %	1,40	0,30

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Emprunts d'État émergents	43,68	0,34 %	-3,47 %
Emprunts d'État en EUR	221,06	-0,44 %	-0,50 %
Entreprises haut rendement en EUR	214,11	0,26 %	3,41 %
Entreprises haut rendement en USD	330,55	0,76 %	3,89 %
Emprunts d'État américains	324,12	-0,35 %	-0,54 %
Entreprises émergentes	52,6	0,46 %	-0,94 %

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
EUR/CHF	1,08	0,76 %	-0,04 %
GBP/USD	1,38	-1,16 %	0,62 %
USD/CHF	0,92	1,26 %	3,38 %
EUR/USD	1,18	-0,46 %	-3,33 %
USD/JPY	110,02	0,90 %	6,56 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION ANNUELLE (POINT)
VIX	16,48	-1,56	-6,27

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
S&P 500 (États-Unis)	4 522,68	2,25 %	20,41 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	7 119,70	0,20 %	10,20 %
Stoxx Europe 600	470,88	1,18 %	18,01 %
Topix	1 960,70	1,53 %	8,65 %
MSCI World	3 141,35	1,58 %	16,78 %
Shanghai SE Composite	4 805,61	-2,61 %	-7,78 %
MSCI Emerging Markets	1 308,67	1,12 %	1,35 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 514,72	0,31 %	2,57 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	283,03	2,14 %	17,31 %
MSCI Asia Ex Japan	837,64	0,72 %	-0,63 %
CAC 40 (France)	6 680,18	-0,65 %	20,33 %
DAX (Allemagne)	15 835,09	1,80 %	15,43 %
MIB (Italie)	26 009,29	2,58 %	16,99 %
IBEX (Espagne)	8 846,60	0,84 %	9,57 %
SMI (Suisse)	12 411,11	2,04 %	15,95 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION ANNUELLE
Acier (CNY/Tonne)	5 233,00	-2,93 %	24,00 %
Or (USD/Oz)	1 813,62	0,18 %	-4,46 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	68,50	-2,92 %	41,18 %
Argent (USD/Oz)	23,96	-6,34 %	-9,28 %
Cuivre (USD/Tonne)	9 520,00	-0,23 %	22,59 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	4,38	8,69 %	72,39 %

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

MAI 2021	JUIN 2021	JUILLET 2021	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (31 AOÛT 2021)
7,75 %	2,37 %	2,27 %	2,25 %	20,41 %
5,29 %	2,22 %	1,97 %	2,14 %	18,01 %
4,06 %	1,40 %	1,72 %	1,58 %	17,31 %
2,14 %	1,36 %	-0,07 %	1,53 %	16,78 %
2,12 %	1,07 %	-0,49 %	1,18 %	10,20 %
1,30 %	0,21 %	-2,19 %	1,12 %	8,65 %
1,26 %	-0,11 %	-4,24 %	0,72 %	2,57 %
1,01 %	-0,41 %	-7,04 %	0,31 %	1,35 %
0,76 %	-0,94 %	-7,76 %	0,20 %	-0,63 %
0,55 %	-2,02 %	-7,90 %	-2,61 %	-7,78 %

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'exactitude 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, CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, 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.

Veillez 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 publication est distribuée par CA Indosuez, société anonyme au capital de 584 325 015 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 ;
- **au Luxembourg** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 415 000 000 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 (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 56S00341 ;

- **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-507 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. ;

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 01.09.2021.

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.

