

Document Marketing

# MONTHLY HOUSE VIEW

Février 2021

Focus

Inflation : trop tôt pour être vrai ?

• Table des matières

01•	Éditorial	P3
	LE RISQUE POLITIQUE A-T-IL DISPARU CETTE ANNÉE ?	
02•	Focus	P4
	INFLATION : TROP TÔT POUR ÊTRE VRAI ?	
03•	Macroéconomie	P6
	L'ÉCART DE CROISSANCE SE CREUSE	
04•	Obligations	P8
	LES YEUX RIVÉS SUR LA COURBE DES TAUX AMÉRICAINS	
05•	Actions	P10
	UN PARFUM D'EUPHORIE GAGNE LES MARCHÉS ACTIONS	
06•	Devises	P12
	LA TENDANCE BAISSIÈRE DU DOLLAR MARQUE UNE PAUSE, MAIS NE S'INVERSE PAS	
07•	Allocation d'actifs	P14
	SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS	
08•	Market Monitor	P16
	APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ	
09•	Glossaire	P17
	Avertissement	P18



VINCENT  
MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

## LE RISQUE POLITIQUE A-T-IL DISPARU CETTE ANNÉE ?

Chère lectrice, Cher lecteur,

Les stigmates de la COVID-19 sont partout, sauf peut-être dans les prix de marchés boursiers...

A force d'être tirés à la hausse par le soutien monétaire et budgétaire, puis par les annonces de mise au point des vaccins, les marchés ont fini par ne regarder que les bonnes nouvelles et semblent s'immuniser contre les facteurs d'inquiétude et d'incertitude.

Pourtant, les raisons d'être plus prudent qu'en fin d'année dernière sont multiples ; une nouvelle vague liée au variant britannique, une tendance macroéconomique qui pourrait décevoir au premier trimestre, et un rebond des marchés de fin d'année qui intègrent déjà le potentiel de rebond des résultats et qui laisse donc peu de place pour les mauvaises surprises.

Le facteur politique pourrait aussi être un invité-surprise de l'année 2021. Les derniers mois et trimestres ont été une succession de bonnes nouvelles sur le plan politique : un accord sur le plan de relance européen, une victoire sans ombre de Joe Biden, un accord arraché sur le Brexit. Pour autant, les facteurs d'incertitude politique pourraient refaire surface, à commencer par l'Europe : même si les marchés sont habitués à un retour régulier de l'instabilité gouvernementale en Italie, le taux 10 ans italien n'intègre pas beaucoup de risque. Le règne d'Angela Merkel prendra fin à l'automne et la France se préparera bientôt à sa prochaine élection présidentielle.

En dehors d'Europe, l'optimisme un peu naïf né de l'élection américaine laissera progressivement la place à un retour à la réalité : celle d'une rivalité aiguisée avec la Chine et qui ne disparaît pas avec le départ de Trump de la Maison Blanche mais change de nature, avec une focalisation sur la technologie et son lien avec les enjeux géostratégiques. Enfin, la grande stabilité politique de la Chine ne signifie pas l'absence de risque pour les investisseurs comme en atteste l'impact des actions de Pékin sur plusieurs grandes sociétés cotées chinoises.

Pour autant, faut-il en faire un facteur déterminant, comment l'intégrer en termes d'allocation, et comment se positionner ? Dès lors que nous n'entrevoions pas de risque systémique dans le facteur politique, il faudra donc supporter cette source possible de volatilité sans devenir court-termiste...

A court terme précisément c'est la trajectoire de la pandémie, des campagnes de vaccination et des anticipations économiques qui déterminera si les marchés reviennent dans une phase plus volatile ou non, même si l'objectif d'un taux de vaccination de 50 % de la population entre le deuxième et le quatrième trimestre dans la plupart des pays permet de garder une vue constructive. La rapidité ou le retard de mise en œuvre de ces actions déterminera *in fine* si l'optimisme doit prévaloir au cours des prochains mois ou si les investisseurs doivent revoir à la baisse leurs attentes de résultats des entreprises au premier trimestre.

## INFLATION : TROP TÔT POUR ÊTRE VRAI ?



En raison de la gravité du choc qu'a représenté l'épidémie de COVID-19 sur la demande intérieure, l'inflation est aujourd'hui historiquement faible dans les économies avancées (estimée à 0,8 % en 2020) et inférieure au niveau de 2019 dans les BRIC<sup>1</sup>. Cependant, un certain nombre de facteurs temporaires exercent déjà une pression à la hausse sur les prix, qui va s'intensifier dans les mois à venir. Ce rebond est-il durable ?

### HAUSSE DES ANTICIPATIONS D'INFLATION DES DEUX CÔTÉS DE L'ATLANTIQUE

Les anticipations d'inflation aux États-Unis ont fortement augmenté ces derniers mois (le taux *swap* d'inflation 5 ans/5 ans s'établit à 2,3 % - voir graphique 1), les espoirs d'un vaccin et d'une relance budgétaire impulsée par les Démocrates suggérant une reprise solide de l'activité et des prix. En outre, la tolérance accrue de la Réserve fédérale (Fed) à l'égard de l'inflation, inscrite dans son nouveau mécanisme de ciblage d'une inflation moyenne, a renforcé l'incertitude pesant sur les prix.

La situation est différente au sein de la zone euro, où les prévisions d'inflation restent bien en deçà du seuil de 2 %, mais un certain nombre d'effets ponctuels laissent entrevoir un rebond au cours des prochains mois (annulation de la baisse de TVA et taxes sur l'énergie en Allemagne, intempéries et effets de calendrier exceptionnels en France). Au Royaume-Uni, les pressions inflationnistes anticipées sont également fortes, ce qui s'explique par l'annulation de la baisse de la TVA fin mars, ainsi que les nombreuses barrières non tarifaires de l'Union européenne (perturbations de l'approvisionnement, hausse des coûts de transport, etc.).

### LA FLAMBÉE DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES NON ALIMENTAIRES MAINTIENDRA LA PRESSION SUR LES PRIX À LA PRODUCTION

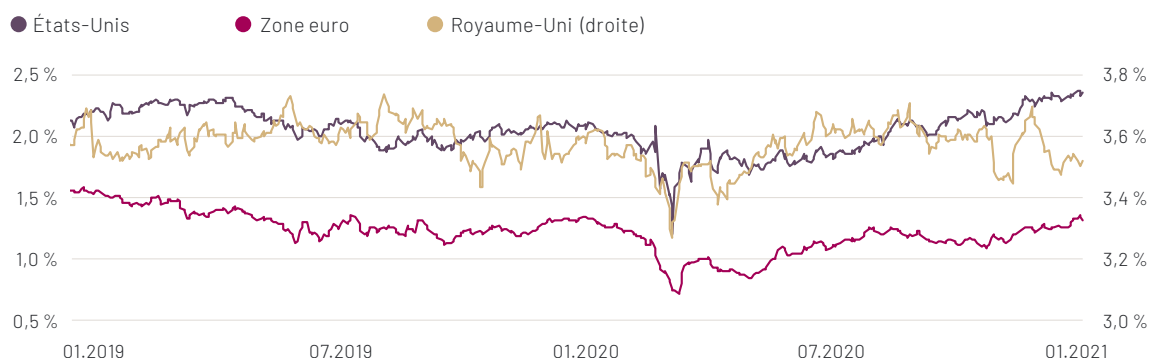
Les indices PMI (indice des directeurs d'achat) récents ont fait état de hausses des prix des intrants reflétant

l'augmentation des prix des matières premières. Ces derniers devraient continuer à augmenter en 2021, parallèlement à la reprise anticipée. Les prix du pétrole ont entamé une longue ascension à partir de novembre 2020, qui s'est accélérée lorsque les membres de l'OPEP<sup>2</sup> ont décidé de limiter l'offre en début d'année 2021. Au-delà des importants effets de base attendus au printemps 2021, en raison de la forte chute des prix observée de mars à avril 2020, les cours restent inférieurs de 15 % à leur moyenne de 2019 et peuvent donc encore augmenter en 2021, à mesure que la reprise économique se confirme. Les prix des autres matières premières ont déjà dépassé leurs niveaux d'avant la COVID-19 et devraient continuer à progresser en 2021, mais à un rythme moins soutenu. C'est le cas du minerai de fer et du cuivre, qui ont été stimulés par la demande accrue de la Chine et les contraintes de l'offre dues aux restrictions ayant frappé l'exploitation minière (Pérou, Brésil). Ces restrictions seront levées cette année, tandis que la demande de métaux robustes devrait rester forte en 2021.

### DYNAMIQUE DU MARCHÉ DU TRAVAIL : IMPACTS DIVERGENTS SUR LES PRIX DANS LES ÉCONOMIES MATURES

Élément clé de notre scénario d'inflation, le ralentissement du marché du travail devrait perdurer jusqu'en 2022, mais à des niveaux différents. Ce ralentissement sera particulièrement problématique pour les économies européennes, car les mesures gouvernementales ont retardé l'impact du ralentissement de l'activité sur le chômage (qui devrait rester supérieur à 7 % dans la zone euro jusqu'en 2023, selon les prévisions de la Banque centrale européenne).

GRAPHIQUE 1 : ANTICIPATIONS D'INFLATION DES INVESTISSEURS\*, %



\*Taux *swap* d'inflation 5a/5a.

Sources : Refinitiv, Indosuez Wealth Management.

1 - BRIC : Brésil, Russie, Inde et Chine.

2 - Organisation des pays exportateurs de pétrole.

6,7 %

taux de  
chômage  
en décembre  
aux États-Unis

Aux États-Unis, une partie importante de l'ajustement du marché du travail a déjà eu lieu (après avoir atteint 15 % en avril 2020, le taux de chômage est revenu à 6,7 % en décembre, contre moins de 4 % avant l'épidémie de COVID-19). À la suite d'une forte contraction au printemps, les salaires ont recommencé à augmenter depuis l'été (+2 % en novembre - voir graphique 2) et se sont presque entièrement redressés, à un rythme toutefois plus lent qu'avant la crise. Cette progression devrait rester modeste jusqu'à ce que le taux de chômage retrouve ses niveaux d'avant la crise (la Fed prévoit un niveau de 4,2 % en 2022). Jusqu'à présent, cette récente accélération de l'inflation des salaires nominaux ne s'est pas traduite par une augmentation des indices des prix à la consommation, notamment parce que les gains de productivité aux États-Unis augmentent à un rythme proche de 5 % (chiffre annualisé au T3 2020).

Deux risques haussiers existent cependant. Premièrement, les licenciements temporaires (40 % des personnes ayant perdu leur emploi en décembre) pourraient être suivis d'une réembauche plus rapide que prévu, ce qui accélérerait la reprise du marché de l'emploi. Deuxièmement, l'administration Biden est susceptible de mettre en œuvre sa promesse électorale d'augmenter le salaire minimum fédéral à 15 USD/heure (contre 7,25 USD/heure depuis 2009). Certains États et entreprises ont déjà commencé à appliquer des augmentations du salaire minimum.

### SUR LES PRINCIPAUX MARCHÉS ÉMERGENTS, LA MODÉRATION DES PRIX ALIMENTAIRES FREINE L'INFLATION

La hausse des prix des denrées alimentaires, qui a soutenu les prix sur les marchés émergents de la fin 2019 à la mi-2020, a été maîtrisée. Cela explique en partie la tendance de l'inflation dans les BRIC, inverse de celle observée dans les économies matures :

les prévisionnistes anticipent une inflation plus faible en 2021 (voir graphique 3), à l'exception du Brésil en raison de la faiblesse persistante du taux de change et des chocs d'offre liés à la COVID-19 (le réal Brésilien a plongé de 20 % en 2020).

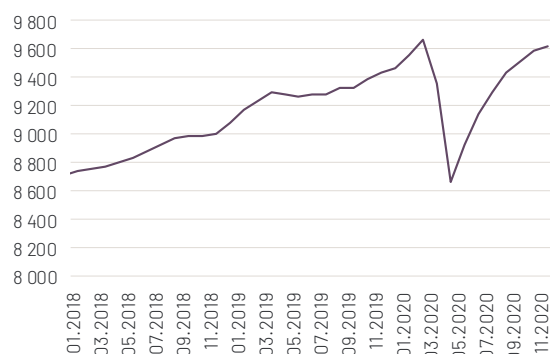
En Chine, le raffermissement de la demande intérieure et le secteur de l'énergie soutiennent les prix, mais l'amélioration de l'approvisionnement alimentaire (notamment en porc après l'impact de la peste porcine africaine de 2020) plafonnera la hausse.

### CONCLUSION : LES BANQUES CENTRALES SERONT TOLÉRANTES VIS-À-VIS DE L'INFLATION EN 2021

Dans l'ensemble, il existe un risque inflationniste aux États-Unis en 2021, car l'ajustement rapide du marché du travail et l'augmentation potentielle du salaire minimum peut exercer déjà une pression sur les prix. Ce n'est pas le cas en Europe, où l'ajustement du marché de l'emploi est en retard par rapport à l'évolution de l'activité. Toutefois, des facteurs exogènes, tels que les contraintes d'approvisionnement ou les prix de l'énergie, pousseront temporairement les prix à la hausse sur le continent européen en 2021.

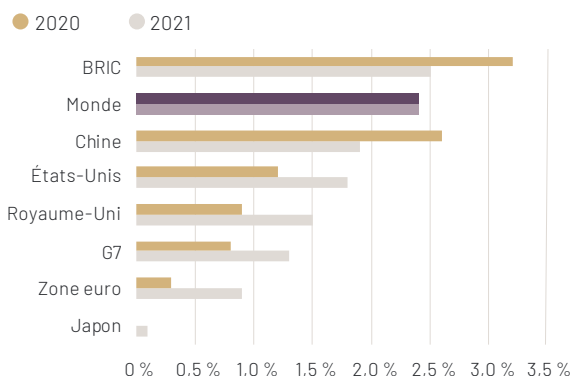
Même si les taux d'intérêt semblent voués à rester bas un certain temps, une reprise plus précoce et robuste que prévu, liée au déploiement des vaccins, rendrait certainement les banques centrales plus attentives à l'inflation. Néanmoins, elles devraient se concentrer en 2021 sur le soutien de l'activité économique et l'aide au financement des dépenses publiques. En outre, il convient de noter qu'un dépassement de l'inflation serait préférable, du point de vue des banques centrales, à l'actuelle poussée déflationniste imposée par le virus (notamment dans les économies endettées).

GRAPHIQUE 2 : RÉMUNÉRATIONS AUX ÉTATS-UNIS : SALAIRES, MILLIARDS DE DOLLARS



Sources : Bureau d'analyse économique (États-Unis), Indosuez Wealth Management.

GRAPHIQUE 3 : PRÉVISIONS D'INFLATION, %



Sources : Prévisions de Focus Economics (décembre 2020), Indosuez Wealth Management.





À l'exception du moteur industriel chinois, la croissance économique a subi le contrecoup de la résurgence du virus, mais dans des proportions moins importantes qu'on ne le craignait. Au mois de décembre 2020, la production industrielle a augmenté de plus de 7 % en Chine (en glissement annuel). Dans le même temps, elle a reculé respectivement de 3,6 % et 0,6 % aux États-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel), soit les plus faibles baisses depuis février dernier. Du côté de la demande, les ventes de détail ont progressé moins vite que le mois précédent et sont ressorties inférieures aux attentes en Chine (+4,6 %), aux États-Unis (+2,9 %) et au Japon (+0,7 %). De manière surprenante, l'Europe a enregistré des chiffres plus solides, notamment en France (estimation de +15 % en décembre, grâce à la réouverture des magasins) et en Allemagne (+5,6 % avant l'annulation de la baisse de TVA prévue en janvier).



Relance budgétaire  
 > 1 000  
 MILLIARDS  
 de dollars aux  
 États-Unis en 2021

#### LA CONSOMMATION PRIVÉE DEVRAIT ÊTRE LE PRINCIPAL MOTEUR DE LA CROISSANCE AMÉRICAINE

La reprise qui s'annonce semble plus solide aux États-Unis, la consommation privée devant être le principal moteur de la croissance américaine au premier semestre 2021. Après un pic au mois d'avril 2020, l'épargne personnelle a progressivement chuté aux États-Unis (passant de 34 % à 12,9 %), tout en demeurant anormalement élevée. En outre, les mesures budgétaires de 900 milliards de dollars introduites en décembre 2020 devraient stimuler la demande dès le premier trimestre 2021, d'autant plus qu'elles visent les familles à faibles revenus, autrement dit celles qui ont la plus forte propension à consommer. Ces mesures devraient atténuer l'impact

de l'augmentation récente des cas de COVID-19 et de la hausse des demandes d'allocations chômage (900 000 à la mi-janvier, contre 782 000 à la fin 2020). Le nouveau plan de relance de 1 900 milliards de dollars proposé par Joe Biden cible les personnes à faibles revenus : hausse des paiements directs aux particuliers de 600 à 2 000 dollars, prolongation jusqu'en septembre et augmentation des allocations chômage fédérales hebdomadaires de 300 à 400 dollars, augmentation du salaire minimum fédéral, obligation pour les employeurs d'offrir des congés maladie rémunérés pendant la pandémie, crédits d'impôt pour les familles à faibles et moyens revenus, et enfin prolongation du moratoire sur les expulsions de locataires jusqu'en septembre. Ces propositions feront l'objet de négociations, mais certaines dispositions clés (paiements favorisant la relance, allocations chômage et salaire minimum) pourraient

être adoptées selon une procédure accélérée, sans qu'il soit nécessaire de recourir au vote des Républicains. Selon les estimations du Bureau du budget du Congrès (CBO), l'adoption intégrale de ce plan de relance se traduirait par une injection de 1100 milliards de dollars dans l'économie américaine (soit 5 % du PIB).

En Europe, le démarrage de la campagne de vaccination a été plus lent qu'aux États-Unis (graphique 4), ce qui fait craindre un retard ne permettant pas une normalisation de l'activité économique avant l'été. La croissance restera modeste au premier trimestre, mais devrait se renforcer au second semestre 2021 avec la banalisation de la vaccination, la levée des restrictions de voyage et l'octroi de subventions et de prêts aux économies fragiles via le fonds de relance de l'Union européenne (UE), doté de 750 milliards d'euros. Si une reprise en forme de V semble hors de portée, la zone euro devrait connaître une croissance d'environ 4 % en 2021 (après un plongeon estimé à plus de 7 % en 2020). Après la signature d'un accord de Brexit de dernière minute en décembre, les perspectives sont sombres pour l'économie britannique à court terme, car les mesures de confinement ont été particulièrement strictes, mais le programme de vaccination est en bonne voie pour atteindre l'objectif fixé par les autorités, à savoir un assouplissement du confinement à la mi-février (mars en Allemagne).



Croissance  
prévue de  
**4 %**

dans la zone euro  
en 2021

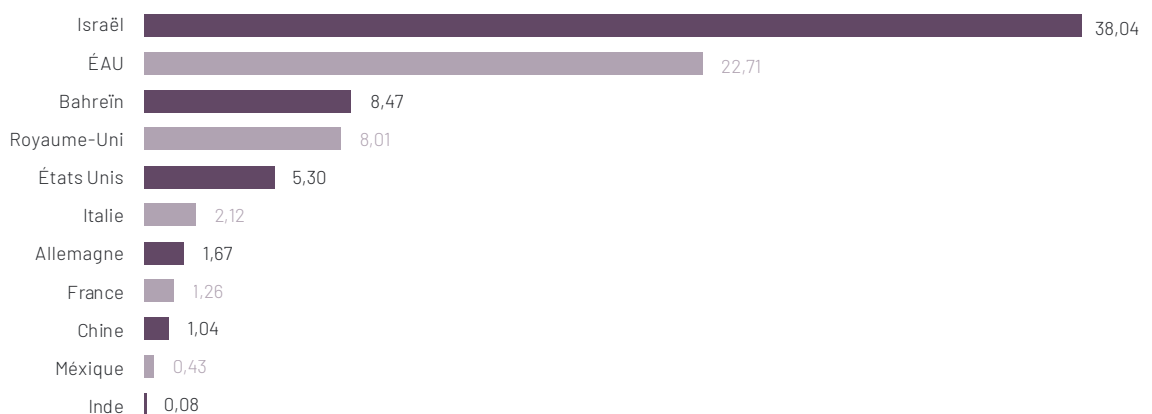
## LES EXPORTATIONS DE LA CHINE RESTENT TRÈS DYNAMIQUES

En ce qui concerne l'Asie, le Japon connaîtra le plus faible rebond macroéconomique en 2021 (soit 2 %, après une chute de la croissance du PIB contenue à 5 % en 2020).



Dans le contexte d'une population extrêmement sceptique, le programme de vaccination ne devrait pas commencer avant la fin février, tandis que l'effondrement de la cote de popularité du Premier ministre Suga (passée de 74 % à 42 % en trois mois) repoussera probablement les élections à la fin de l'automne. Le PIB pourrait néanmoins rebondir en 2021, grâce au plan de relance budgétaire de 700 milliards de dollars voté fin 2020 et à l'exposition commerciale équilibrée du Japon aux économies chinoise (23 % des exportations totales) et américaine (11 % des exportations totales). Les exportations chinoises restent très dynamiques (+18 % en décembre, en glissement annuel), grâce aux produits liés à la COVID-19 et aux épidémies hivernales dans la plupart des économies matures. Alors que cette année pourrait voir un regain des tensions commerciales, la croissance des importations chinoises (6,5 % en décembre) bénéficie principalement à l'Allemagne (+14 % pour les exportations vers la Chine en novembre), aux États-Unis (+40 %), à la Corée du Sud (+3 %) et au Japon (+3,8 %).

## GRAPHIQUE 4 : VACCINS CONTRE LA COVID-19 ADMINISTRÉS QUOTIDIENNEMENT POUR 100 PERSONNES



Sources : Our World in Data (données au 21.01.2021), Indosuez Wealth Management.



## LES YEUX RIVÉS SUR LA COURBE DES TAUX AMÉRICAINS



Après une année 2020 extraordinairement volatile qui a finalement permis de solides performances, l'année 2021 a commencé avec des taux proches de planchers historiques et des primes de risque comprimées. L'environnement économique demeure incertain dans les pays avancés, tandis que la croissance est de retour dans la plupart des pays asiatiques. Dans ce contexte, des poches de valeur persistent au sein de l'univers obligataire.

Le marché des taux américains a commencé l'année en hausse, les bons du Trésor américain à 10 ans affichant en janvier leur rendement le plus élevé depuis février 2020, à 1,17 %. Plus important encore, la courbe des taux s'est pentifiée sur le segment 2-10 ans, l'écart entre les deux échéances atteignant 1 % (contre zéro précédemment), un niveau inédit depuis avril 2017. La perspective d'un effort budgétaire accru sous l'administration Biden, soucieuse de relancer l'économie américaine, favorise la progression des rendements. Cette hausse des rendements à long terme reflète à la fois une amélioration des perspectives économiques et un soutien potentiel des perspectives d'inflation, grâce à divers transferts d'argent fédéral destinés directement aux portefeuilles des consommateurs américains.

En outre, l'absence de volonté de la Fed de s'engager dans le contrôle de la courbe des taux peut générer des stratégies de protection auto-réalisatrices. Par conséquent, le mouvement de pentification pourrait se poursuivre, sachant qu'une grande partie du chemin a été parcourue et que les marchés intègrent déjà des anticipations d'inflation supérieures à 2 %. La hausse des rendements est donc probablement plafonnée et nous n'anticipons aucun mouvement significatif dans un avenir proche, car la reprise nécessite des rendements durablement négatifs pour s'affirmer et parvenir à combler l'écart de production. En tout état de cause, les investisseurs continueront à se concentrer sur ce point pivot dans les mois à venir, ainsi que sur la réaction de la Fed en cas de poursuite du mouvement de hausse.



## LES PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES ASSOMBRIES PAR LA COVID-19

En Europe, les rendements ont augmenté de quelques points de base avec l'accord de Brexit conclu fin 2020, mais n'ont guère été affectés par l'agitation aux États-Unis. Les perspectives macroéconomiques sont plombées par la situation liée à l'épidémie de COVID-19, ainsi que par les nouvelles mesures de confinement ou le durcissement des restrictions dans plusieurs pays. À ce stade, l'Union européenne n'envisage aucun effort budgétaire supplémentaire. Le contexte politique restera animé en Europe cette année : le gouvernement néerlandais vient de démissionner, la coalition au pouvoir en Italie est affaiblie et l'Allemagne désignera un nouveau chancelier à l'automne, tandis qu'une campagne présidentielle se profile en France pour 2022. Les récents soubresauts du paysage politique italien n'ont pas entravé le rallye des *spreads* périphériques, probablement grâce aux perspectives de financement commun de l'UE.

Sur les marchés matures, le crédit est resté solide durant les premiers jours de l'année 2021, soutenu par la vigueur des marchés boursiers, les entrées continues de fonds et l'absence de risques spécifiques. Nous prévoyons une phase de répit sur le marché européen dans un contexte de portage très faible, tandis que la hausse des rendements renforce l'attrait du marché américain *investment grade*. Nos convictions d'investissement nous incitent à privilégier le segment *high yield*, qui bénéficie d'un portage plus élevé et d'une compression attendue des *spreads*, alors que les taux de défaut n'atteindront probablement pas les prévisions pessimistes des agences de notation.

Le point de basculement de cette crise sera incontestablement bien en dessous des sommets de 2008, tandis que l'incertitude persistera plus longtemps en raison de possibles retards dans le processus de réouverture des économies. Après la vague de dégradations par les agences de notation au printemps dernier, la tendance (voir graphique 5) est devenue plus favorable et les stratégies de redressement des bilans entraîneront une amélioration des notations dans les trimestres à venir.

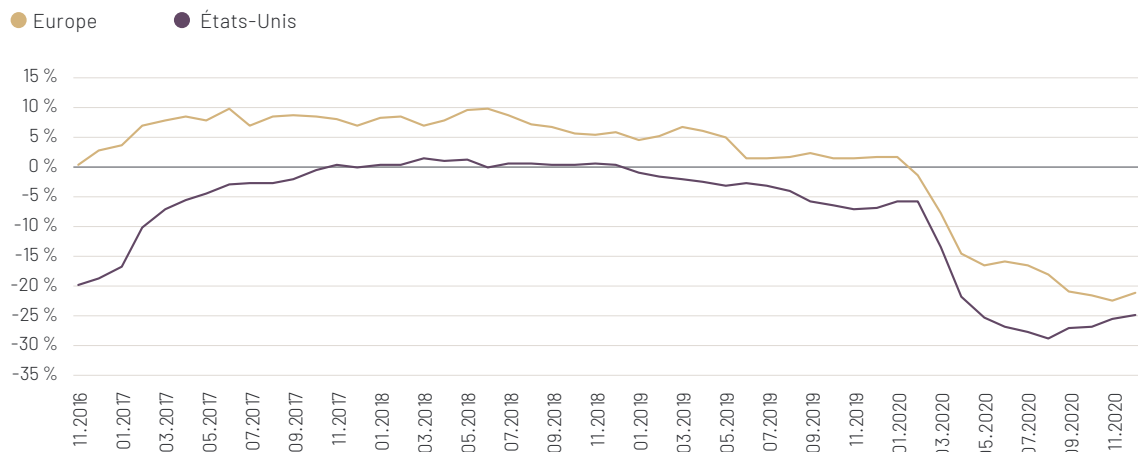
### 2021 : L'ANNÉE DU « BŒUF DE MÉTAL »

Alors que la Chine entame l'année du « bœuf de métal », nous restons positifs sur les obligations asiatiques. Les marchés de crédit asiatiques ont gagné en maturité au cours des dix dernières années, avec une croissance des actifs atteignant +380 % depuis 2010. Par rapport à d'autres marchés émergents, l'Asie est généralement perçue comme un « marché de qualité ». Les primes de rendement des obligations asiatiques sont attrayantes par rapport à celles des marchés matures ou des obligations internationales ayant des caractéristiques similaires. Les investisseurs étrangers renforcent considérablement leur allocation d'actifs en Asie, sans que les récentes sanctions américaines visant certaines entreprises chinoises ne pèsent sur le sentiment de risque concernant les pays de la région.

Dans un contexte marqué par la quête de rendement, l'Amérique latine a enregistré de bonnes performances en 2020. Les valorisations semblent justes, notamment au vu de la persistance des risques liés à la COVID-19. La région reste soutenue par le portage relatif qu'offrent les stocks importants d'obligations à rendement négatif sur les marchés matures, mais aussi par des facteurs techniques favorables tels qu'une offre équilibrée et un financement net négatif.

Croissance  
des actifs de  
**+380 %**  
sur les marchés  
de crédit  
asiatiques depuis  
2010

GRAPHIQUE 5 : TENDANCES DES NOTATIONS, %



Sources : Moody's, Indosuez Wealth Management.

UN PARFUM D'EUPHORIE GAGNE  
LES MARCHÉS ACTIONS

2021 devrait être une année positive pour les marchés actions en raison du déploiement du vaccin, de la réouverture des services, et enfin de la reprise économique. Nous sommes résolument optimistes, mais la solide performance enregistrée depuis le mois novembre a déjà entamé une grande partie du potentiel de rendement (voir graphique 6). Le principal moteur reste la forte reprise des bénéfices cette année (+25 % pour l'indice MSCI World) et la stabilité attendue des multiples C/B (cours/bénéfice). La politique monétaire devrait également demeurer favorable, tandis que les mesures de relance budgétaire continueront probablement de jouer un rôle important. Néanmoins, le positionnement extrême des marchés de produits dérivés et l'optimisme excessif amplifient le risque d'une correction à court terme, qui devrait toutefois s'avérer limitée.

## ÉTATS-UNIS

Le président élu Joe Biden a annoncé un plan d'aide de 1 900 milliards de dollars pour amortir l'impact de la pandémie de COVID-19, ce qui s'avère ambitieux au vu de la courte majorité démocrate au Congrès. La nouvelle secrétaire au Trésor, Janet Yellen, estime qu'il importe de « frapper fort » pour limiter l'impact de l'épidémie, compte tenu des besoins économiques et de la faiblesse historique des taux d'intérêt. Si la relance budgétaire reste un moteur essentiel pour les marchés actions, le discours de politique générale de Janet Yellen suggère également que Joe Biden se concentrera initialement sur la croissance plus que sur les hausses d'impôts pour atteindre les objectifs progressistes des démocrates.

## EUROPE

Nous nous concentrons cette année sur les régions restées à la traîne des marchés américains, et l'Europe fait partie de celles qui devraient rattraper leur retard. Ses faibles valorisations et son biais en faveur des titres cycliques/*value* pourraient notamment s'avérer favorables. La région est également en pointe sur les enjeux ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) et offre une exposition à certains thèmes de croissance séculaire, dont celui du changement climatique.



Croissance des bénéfices de  
**+30 %**  
attendue sur les marchés actions européens

Notre opinion positive sur les actions européennes repose sur la conviction que la reprise économique aura lieu cette année, même si la pandémie pénalise à court terme les niveaux d'activité et les bénéfices. La saison des résultats qui s'annonce devrait entraîner une certaine volatilité dans les semaines à venir. Cela étant dit, une croissance des bénéfices supérieure à +30 % est attendue pour cette année et les marchés européens devraient faire partie des principaux bénéficiaires de la reprise des bénéfices.

## MARCHÉS ÉMERGENTS

Après un début d'année 2021 marqué par une dynamique positive en Asie, l'abondance de liquidités au niveau mondial devrait soutenir les actions asiatiques cette année. Nous demeurons confiants sur les perspectives de la Chine. Nous sommes notamment positifs à long terme sur la « nouvelle économie » et le secteur des soins de santé en Chine, ainsi que sur certaines valeurs industrielles et cycliques dans le reste de l'Asie.

En Asie du Sud-Est, nous préférons à ce stade Singapour, l'Indonésie et les Philippines à la Malaisie et à la Thaïlande. Il conviendra de surveiller

l'évolution de la pandémie de COVID-19, car les éventuels confinements et freins aux campagnes de vaccination pourraient se traduire par une volatilité persistante à l'avenir.

Les marchés émergents asiatiques bénéficieront d'un dollar faible, de valorisations raisonnables et d'une bonne dynamique des BPA (bénéfices par action).

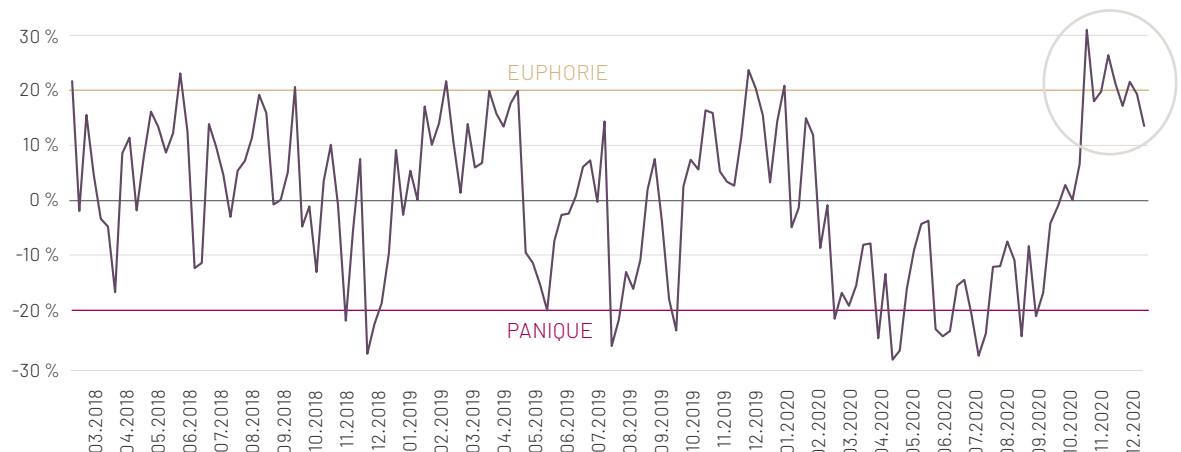
## STYLES & THÈMES

Nous continuons à privilégier une combinaison de valeurs cycliques et de titres *smart value*, qui seront soutenus par la reprise du PIB et la pentification de la courbe des taux.

Les titres à bêta élevé et les petites capitalisations permettront de miser différemment sur la même tendance sous-jacente.

Nous associons cette approche avec des actions représentant des thèmes de croissance séculaire tels que le « développement durable » ou les « technologies disruptives ».

GRAPHIQUE 6 : INDICE BULL/BEAR\*, %



\* Le rapport entre les investisseurs haussiers et baissiers a atteint récemment un niveau record, ce qui caractérise l'optimisme excessif des acteurs du marché.  
Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



## LA TENDANCE BAISSIÈRE DU DOLLAR MARQUE UNE PAUSE, MAIS NE S'INVERSE PAS



Les premiers jours de 2021 ont offert un certain répit au dollar en raison de positions excessives et de la hausse des rendements américains, mais l'année 2021 restera probablement marquée par la baisse du billet vert tant que la reprise post-pandémie se poursuivra. Les rendements réels américains sont également susceptibles de constituer un soutien clé pour l'or cette année. En outre, le potentiel de hausse de l'euro et du yuan est intact après une pause au premier trimestre, tandis que la livre sterling devrait rester plafonnée en raison de turbulences renouvelées.

### EUR

devrait rester  
solide  
en 2021

#### EURO (EUR)

Après un 4<sup>ème</sup> trimestre robuste, la mise au point de vaccins ayant ravivé les espoirs d'une reprise du commerce mondial (dont l'euro serait le grand bénéficiaire étant donné sa large base d'exportation), l'euro traverse une phase de stabilisation en ce début d'année 2021. La pause dans ce rallye est due à des facteurs temporaires, tels qu'un rebond technique du dollar (lié à des positions excessives), une dynamique macroéconomique divergente avec les États-Unis et le fait que l'incertitude politique italienne se soit, cette année, manifestée très tôt (avant de se dissiper). L'euro devrait rester solide en 2021 si nous assistons à une reprise du commerce mondial. L'impact de l'accord sur le Fonds de relance conclu durant l'été 2020 continuera à soutenir la devise européenne, même si une légère consolidation dans une fourchette de 1,185 à 1,24 est probable au premier trimestre.

#### DOLLAR US (USD)

Malgré les événements choquants de Washington, le marché des changes s'est concentré sur les plans de relance agressifs de Joe Biden, qui offrent une bouée de sauvetage au dollar américain. Alors que les marchés digéraient l'émission de dette supplémentaire rendue nécessaire par ces plans, le rendement des bons du Trésor à 10 ans a grimpé à 1,19 % et a soutenu le dollar. Ce répit, qui ressemble toutefois à une simple correction, pose la question centrale pour les marchés mondiaux cette année : la nouvelle administration et la Réserve fédérale vont-elles intervenir pour plafonner la hausse des rendements obligataires, et quand cela pourrait-il se produire ? Étant donné que les États-Unis doivent reconduire une dette existante record de 8 000 milliards de dollars avant même de financer un déficit annuel de 2 000 milliards de dollars, nous estimons que la Fed est contrainte d'intervenir pour maintenir des rendements faibles le plus longtemps possible. Cela devrait limiter tout rebond du dollar et accentuer la sous-performance du billet vert.



## Baisse du DOLLAR vs LE YUAN

### YUAN CHINOIS (CNY)

À la différence de leurs homologues, seules les obligations d'État chinoises offrent des rendements réels<sup>3</sup> aux gestionnaires de patrimoine internationaux. Le dollar pourrait donc continuer de reculer par rapport au yuan chinois, pour tester 6,25 en milieu d'année avant de revenir vers 6,35 en 2022. La divergence des trajectoires de reprise devrait guider la paire USD/CNY, tandis que les capitaux étrangers continuent de cibler les obligations d'État chinoises offrant des « rendements réels » positifs, d'autant plus que ces dernières pourraient être incluses dans l'indice FTSE World Government Bond. En outre, le Fonds monétaire international (FMI) devrait augmenter la pondération du yuan dans son panier de droits de tirage spéciaux - de 10,9 % à 13,9 % - au cours du troisième trimestre 2021. Compte tenu des flux d'IDE (investissements directs étrangers) et des ajustements prévus dans la pondération des indices, tout accès de faiblesse éventuel du yuan devrait donc être exploité.

### LIVRE STERLING (GBP)

Un accord de Brexit a été signé en décembre, mais il reste beaucoup à faire en ce qui concerne le commerce des services (un sujet particulièrement important pour la City). La livre sterling a réagi positivement aux déclarations du gouverneur de la Banque d'Angleterre, Andrew Bailey, selon lesquelles des réductions de taux étaient peu probables à l'avenir. Cela étant dit, les perspectives économiques à long terme du Royaume-Uni demeurent incertaines. La livre restera plafonnée jusqu'à ce que la question du commerce des services puisse être résolue et tant que flottera la menace d'un second *référendum*

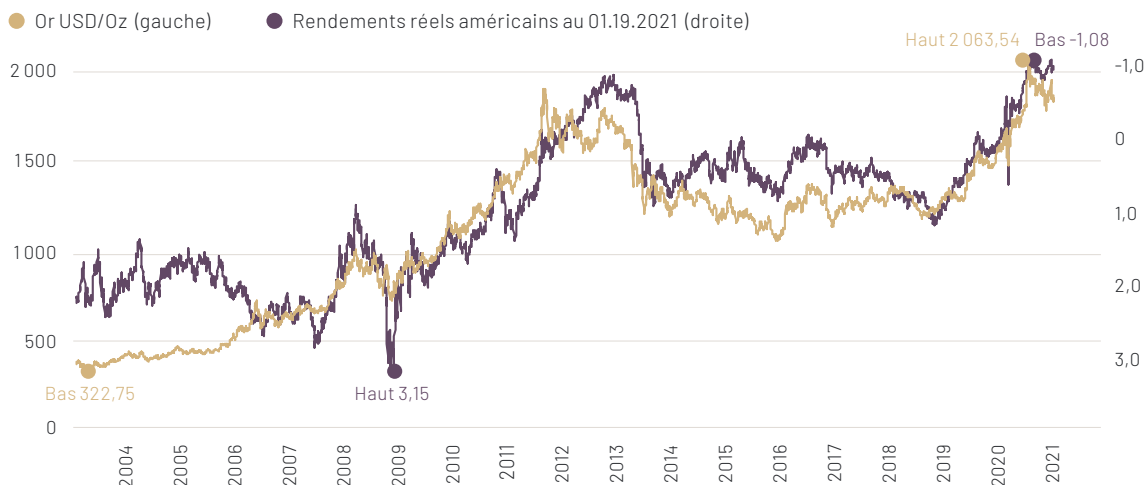
sur l'indépendance de l'Écosse, qui pourrait alimenter l'incertitude politique durant l'année 2021. Sur des niveaux de 1,36/1,37, nous estimons que les principales bonnes nouvelles liées au Brexit sont déjà dans les cours et que toute progression de la livre sera limitée par le seuil de 1,40.



### OR (XAU)

Nous pensons que le cours de l'or restera solide cette année en raison de sa forte corrélation inversée avec les rendements réels américains à 10 ans (voir graphique 7, rendement des bons du Trésor à 10 ans moins inflation à 10 ans « estimée » par les bons du Trésor indexés sur l'inflation). Les rendements réels américains resteront plombés par les mesures de relance budgétaire aux États-Unis, qui soutiennent les prévisions d'inflation à long terme (notamment la « distribution de chèques pour tous »), tandis que la politique monétaire accommodante de la Fed maintiendra les taux longs à un faible niveau. Alors qu'une hausse de 10 à 20 % de l'or nécessiterait de nouveaux chocs économiques et que nous restons prudents face au récent « double sommet » technique à 1 960 USD/once, il est peu probable que le métal jaune chute, en 2021, en dessous du niveau plancher du quatrième trimestre - 1 760 USD/once.

GRAPHIQUE 7 : XAU/USD VS RENDEMENTS RÉELS AMÉRICAINS À 10 ANS (INVERSÉS)



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

3 - Rendement corrigé de l'inflation.

## 07 • Allocation d'actifs

# SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS



### STRATÉGIE D'ALLOCATION

#### CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

- Une année de reprise macroéconomique, avec un découplage croissant entre les régions : en bref, l'Asie et notamment la Chine accélèrent, les États-Unis relancent l'économie et l'Europe reconfine.
- En Europe, les incertitudes devraient prévaloir au premier trimestre, avec une troisième vague pandémique et des campagnes de vaccination lentes. Une accélération se profile au second semestre, mais il faudra du temps pour retrouver les niveaux de PIB antérieurs à l'épidémie de COVID-19.
- Aux États-Unis, l'économie bénéficie d'un ensemble de mesures de relance, tant sur le plan monétaire que budgétaire, dont un Sénat démocrate est susceptible d'accroître l'ampleur. Les risques pourraient dès lors provenir d'une pentification excessive de la courbe des taux.
- En Asie, la Chine continue de surprendre à la hausse, avec une croissance de 6,5 % en glissement annuel au quatrième trimestre.
- Après les faibles niveaux de 2020, les bénéfices connaîtront une croissance à deux chiffres en 2021. En outre, les taux de défaut devraient progresser moins que prévu et atteindre un pic.

### PRINCIPAUX CATALYSEURS DU MARCHÉ

- Normalisation de l'inflation : effets de base techniques sur les prix de l'énergie au second trimestre, accélération possible ensuite. Globalement, nous pensons que tous les ingrédients ne sont pas réunis pour une hausse durable du taux d'inflation : le taux de chômage reste supérieur aux niveaux antérieurs à la COVID-19 et limite la pression à la hausse sur les salaires, tandis que des gains de productivité, notamment liés à l'innovation technologique, limitent la formation de boucles inflationnistes.
- La courbe des taux américaine devrait voir sa pentification limitée à partir des niveaux actuels : la pentification pourrait reprendre plus tard, mais le contexte macroéconomique actuel justifie une pause.
- Les banques centrales devraient demeurer accommodantes dans cet environnement, et les rendements réels resteront probablement négatifs.
- La dynamique des bénéfices pourrait être affectée en début d'année, mais après une année 2020 très négative, 2021 devrait afficher une croissance à deux chiffres dans la plupart des régions, avec d'éventuelles surprises positives dans certains secteurs cycliques/*value*.

---

LES  
INCERTITUDES  
devraient prévaloir  
au T1

---



## MESSAGES D'ALLOCATION

- Une année de rotation et de valeur relative sur les marchés actions : le redressement des titres cycliques et *value* devrait se poursuivre à mesure que les économies se remettent progressivement de la pandémie. La rotation est également géographique, avec une surperformance des actions internationales par rapport aux actions américaines.
- Une année de portage sur les marchés du crédit, avec une migration des investisseurs vers la partie la plus risquée de cet univers, alimentée par la quête mondiale de rendement, le soutien des banques centrales et le pic des taux de défaut.
- Une année de diversification sur les devises.



Vision constructive  
sur les

## MARCHÉS ÉMERGENTS

## CONVICTIONS STRATÉGIQUES

- Maintien d'une vision constructive des actifs risqués, malgré les incertitudes et préoccupations de court terme.
- Un cadre favorable aux marchés émergents et notamment à l'Asie, qui reste une conviction forte.
- Une vision de moyen terme plus positive sur l'Europe : la région est favorablement exposée aux thèmes cycliques/*value*, aux thèmes structurels (environnement) et bénéficie de solides anticipations de croissance du BPA, même si les incertitudes à court terme peuvent limiter l'intérêt des investisseurs.

## POSITIONNEMENT À COURT TERME

- Les marchés actions semblent déjà intégrer la plupart des nouvelles positives récentes. Sans tenir compte de la pandémie, l'asymétrie pourrait dès lors s'avérer moins favorable aux investisseurs à court terme, notamment en Europe.
- Les marchés du crédit offrent principalement une stratégie d'achat et de conservation, avec un potentiel de compression des *spreads* moins important.
- Les *spreads* périphériques pourraient se révéler vulnérables à l'issue de la saga politique italienne.

## FACTEURS DE RISQUE

- L'orientation des taux à long terme américains décidera de la poursuite de la rotation sur les actions.
- La troisième vague pandémique pourrait susciter des déceptions macroéconomiques et des révisions microéconomiques.
- Le risque géopolitique ne disparaîtra pas et l'incertitude politique risque de réapparaître en Europe dans le courant de l'année.
- Le risque de réglementation/sanction doit être surveillé, notamment au sein du secteur technologique.

## CONVICTIONS CLÉS

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

Source : Indosuez Wealth Management.

# 08 • Market Monitor (devises locales)

## APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 20 JANVIER 2021



OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (PBS)	VARIATION 2020 (PBS)
Bons du Trésor américain 10A	1,08 %	13,72	16,70
France 10A	-0,30 %	0,90	3,90
Allemagne 10A	-0,53 %	2,00	4,20
Espagne 10A	0,07 %	0,20	3,00
Suisse 10A	-0,45 %	5,80	10,40
Japon 10A	0,04 %	2,80	1,90

OBLIGATIONS	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
Emprunts d'État émergents	45,10	0,65 %	-0,33 %
Emprunts d'État en euro	221,74	-0,03 %	-0,19 %
Entreprises haut rendement en euro	208,26	0,71 %	0,58 %
Entreprises haut rendement en USD	319,94	1,13 %	0,56 %
Emprunts d'État américains	324,88	-0,21 %	-0,31 %
Entreprises émergentes	52,84	-0,26 %	-0,49 %

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
EUR/CHF	1.08	-0,52 %	-0,39 %
GBP/USD	1.37	1,19 %	-0,12 %
USD/CHF	0.89	0,15 %	0,51 %
EUR/USD	1.21	-0,66 %	-0,90 %
USD/JPY	103.54	-0,03 %	0,28 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (POINT)	VARIATION 2020 (POINT)
VIX	21,58	-1,73	-1,17

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
S&P 500 (États-Unis)	3 851,85	4,39 %	2,55 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	6 740,39	3,77 %	4,33 %
Stoxx Europe 600	410,84	3,88 %	2,96 %
Topix	1 849,58	4,78 %	2,49 %
MSCI World	2 761,48	4,15 %	2,66 %
Shanghai SE Composite	5 476,43	9,37 %	5,09 %
MSCI Emerging Markets	1 400,97	11,36 %	8,50 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 467,23	1,82 %	0,63 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	252,87	5,35 %	4,81 %
MSCI Asia Ex Japan	923,23	12,89 %	9,53 %
CAC 40 (France)	5 628,44	1,82 %	1,39 %
DAX (Allemagne)	13 921,37	2,46 %	1,48 %
MIB (Italie)	22 650,78	2,35 %	1,88 %
IBEX (Espagne)	8 204,10	1,62 %	1,62 %
SMI (Suisse)	10 945,46	5,12 %	2,26 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
Acier (CNY/Tonne)	4 168,00	-4,54 %	-1,23 %
Or (USD/Oz)	1 871,84	-0,06 %	-1,40 %
Pétrole brut (USD/Bbl)	53,24	10,64 %	9,73 %
Argent (USD/Oz)	25,77	-0,22 %	-2,45 %
Cuivre (USD/Tonne)	8 044,50	2,56 %	3,59 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	2,54	-2,65 %	0,00 %

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

OCTOBRE 2020	NOVEMBRE 2020	DÉCEMBRE 2020	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (20 JANVIER 2021)
2,76 %	21,61 %	11,60 %	12,89 %	9,53 %
2,35 %	13,93 %	7,15 %	11,36 %	8,50 %
1,98 %	13,73 %	6,62 %	9,37 %	5,09 %
-1,19 %	12,66 %	6,32 %	5,35 %	4,81 %
-2,77 %	12,35 %	5,06 %	4,78 %	4,33 %
-2,84 %	11,12 %	4,14 %	4,39 %	2,96 %
-3,14 %	10,75 %	3,71 %	4,15 %	2,66 %
-4,52 %	9,21 %	3,10 %	3,88 %	2,55 %
-4,92 %	7,98 %	2,84 %	3,77 %	2,49 %
-5,19 %	5,64 %	2,48 %	1,82 %	0,63 %

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

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE







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

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

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

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

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

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

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

**BPA** : bénéfice par action.

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

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

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

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

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

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

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

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

**Dettes subordonnées** : une dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend de la prise en compte des intérêts financiers et des impôts. Ce ratio, qui correspond à la notion de résultat d'exploitation, est calculé en soustrayant les dépenses hors exploitation aux bénéfices.

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

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

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

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

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

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

**FMI** : le Fonds monétaire international.

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

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

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

**GES** : gaz à effet de serre.

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

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

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

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

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

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

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

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

**ISR** : investissement socialement responsable.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**OMC** : Organisation mondiale du commerce.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- **en France** : la présente Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (France), société anonyme au capital de 82 949 490 euros, établissement de crédit et société de courtage d'assurances immatriculée au Registre des Intermédiaires en Assurance sous le numéro 07 004 759 et au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, et dont les autorités de contrôle sont l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers. Les informations qui figurent dans la présente Brochure ne constituent ni (i) de la recherche en investissement au sens de l'article 36 du Règlement délégué (UE) 2017-565 de la Commission du 25 avril 2016 et de l'article 3, paragraphe 1, points 34 et 35 du Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, ni (ii) une recommandation personnalisée telle que visée par l'article D. 321-1 du Code monétaire et financier. Il est recommandé au lecteur de ne mettre en œuvre les informations contenues dans la présente Brochure qu'après avoir échangé avec ses interlocuteurs habituels au sein de CA Indosuez Wealth (France) et recueilli, le cas échéant, l'opinion de ses propres conseils spécialisés en matière comptable, juridique et fiscale ;
- **au Luxembourg** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 45 000 000 euros, ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du Commerce et des Sociétés sous le numéro B91.986 et bénéficiant du statut d'établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- **en Espagne** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana, supervisée par le Banco de España (www.bde.es) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), un établissement de

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

- **en Belgique** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe) Belgium Branch, située au 120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Bruxelles, Belgique, enregistrée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0534 752 288, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises (base de données des entreprises belges) sous le numéro de TVA 0534.752.288 (RPM Bruxelles), une succursale de CA Indosuez Wealth (Europe), ayant son siège social au 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg, inscrite au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B91.986, un établissement de crédit agréé établi au Luxembourg et contrôlé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ;
- **en Italie** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A., dont le siège est situé Piazza Cavour 2, Milan, Italie, inscrite au registre des banques tenu par la Banque d'Italie sous le numéro 5412, au code fiscal et au Registre des sociétés commerciales de Milan, respectivement sous le numéro d'identification à la TVA 09535880158 et le numéro R.E.A. MI-1301064 ;
- **au sein de l'Union européenne** : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- **à Monaco** : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup> - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du Commerce de Monaco sous le numéro 56S0034 ;
- **en Suisse** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, ainsi que par leurs succursales et/ou agences suisses. La Brochure est un document marketing et ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Brochure ;
- **dans la RAS de Hong Kong** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29<sup>th</sup> floor Pacific Place, 88 Queensway. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571) (SFO). La Brochure est susceptible d'être distribuée exclusivement à des investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme) (Cap. 571D) ;
- **à Singapour** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. La Brochure est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No.FAA-607 des Autorités monétaires de Singapour, ou Investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour, chapitre 289. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- **à Dubaï** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower - Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Emirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Emirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- **à Abu Dhabi** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Emirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- **à Miami** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor, Miami, FL 33131, USA. La Brochure est fournie sur une base confidentielle à un nombre restreint de personnes, exclusivement à but informatif. Elle ne constitue pas une offre de titres aux États-Unis d'Amérique (ou dans toute juridiction où cette offre serait illégale). L'offre de certains titres susceptibles d'être mentionnés dans la Brochure peut ne pas avoir été soumise à enregistrement conformément à la Loi sur les titres de 1933. Certains titres peuvent ne pas être librement transférables aux États-Unis d'Amérique ;
- **au Brésil** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Brésil) SA DTVM, Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3<sup>rd</sup> floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, enregistrée auprès de la CNPJ/MF sous le numéro 01.638.542/0001-57 ;
- **en Uruguay** : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 - World Trade Center Torre III - Piso 15 - Of. 1576, 11300 Montevideo, Uruguay. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été revus ou approuvés par ni enregistrés auprès de la Banque Centrale d'Uruguay ou par une autre autorité réglementaire d'Uruguay.

La Brochure ne peut être photocopiée, reproduite ou distribuée, en partie ou en totalité, sous quelque forme que ce soit, sans l'accord préalable de votre Banque.

© 2021, CA Indosuez (Switzerland) SA/Tous droits réservés.

Crédits photos: iStock.

Achevé de rédiger le 22.01.2021.

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.

