

# MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – JUIN 2020

DOCUMENT MARKETING



## FOCUS

LES RENDEMENTS DE PORTAGE DES DEVICES  
ÉMERGENTES ONT FONDU

## ACTIONS

LES VALORISATIONS  
DE RETOUR AU SOMMET

---

3 **ÉDITORIAL**  
DÉCONFINEMENT VERS L'INCONNU

---

5 **FOCUS**  
LES RENDEMENTS DE PORTAGE  
DES DEVICES ÉMERGENTES ONT FONDU

---

7 **MACROÉCONOMIE**  
AVRIL MARQUE-T-IL LE PLANCHER DU CYCLE ACTUEL ?

---

9 **ACTIONS**  
LES VALORISATIONS DE RETOUR AU SOMMET

---

11 **OBLIGATIONS**  
SURFEZ SUR LA VAGUE DES LIQUIDITÉS  
POUR VOS PROCHAINES VACANCES

---

13 **DEVICES**  
NOTRE VUE MAISON

---

15 **ALLOCATION D'ACTIFS**  
SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT  
ET ALLOCATION D'ACTIFS

---

16 **MARKET MONITOR**  
APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

---

17 **GLOSSAIRE**

---

## ÉDITORIAL



## VINCENT MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

## DÉCONFINEMENT VERS L'INCONNU

« Un coup de dés jamais n'abolira le hasard », Stéphane Mallarmé (1897)

Chère lectrice, Cher lecteur,

Alors que les principales économies s'efforcent de lever les mesures de confinement, les investisseurs, progressant en territoire inconnu, s'interrogent sur les catalyseurs d'une poursuite de la reprise et les raisons possibles de nouveaux accès de faiblesse des marchés.

De toute évidence, le pari de la levée du confinement est motivé par le besoin impérieux de sauver l'économie plutôt que par une confiance inébranlable dans la sortie de la pandémie, les experts ayant recommandé la prolongation des mesures d'isolement. Tout se passe comme si, dans l'esprit de nos gouvernants, l'instinct de survie l'emportait désormais sur le principe de précaution. Cela signifie que nous devons accepter une imprévisibilité qui va bien au-delà des probabilités épidémiologiques.

Parmi les facteurs d'incertitude, la question du chômage et de la vitesse à laquelle l'économie américaine peut recréer les 20 millions d'emplois perdus en avril est cruciale. Selon le concept d'hystérésis de Blanchard/Summers, certaines économies peuvent mettre du temps à recréer ces emplois et finalement atteindre un nouvel équilibre à un taux de chômage structurel plus élevé, notamment si des secteurs tels que les loisirs et le divertissement ne parviennent pas à rebondir rapidement. Du côté des entreprises, la saison des résultats du premier trimestre, ni décevante ni rassurante, a confirmé notre hypothèse d'un impact de 25 % à 30 % sur les bénéfices de l'année entière, alors que le rythme de la reprise devient la principale inconnue.

Pour l'avenir, le dosage des politiques continuera de motiver le retour de la confiance. Un éventuel accord sur le plan d'investissement de 500 milliards d'euros financé par une émission de dette au niveau de l'Union européenne constituerait un puissant catalyseur pour l'euro et la dette périphérique. Si la Cour constitutionnelle allemande a créé, à court terme, une incertitude autour du rôle de la Banque centrale européenne (BCE), nous sommes convaincus que cette dernière surmontera ce défi, qui offre une occasion de clarifier simultanément le mandat de la BCE et la suprématie des

tribunaux européens sur les juridictions nationales. Dans l'histoire, l'Union européenne n'a réalisé des progrès significatifs qu'en surmontant des crises financières ou politiques. On peut donc s'attendre à des avancées sur ce front, même si la voie qui se profile risque d'être semée d'embûches et d'événements inattendus.

En ce printemps ensoleillé, on peut se demander si le vieux dicton « *sell in May and go away* » sera encore pertinent cette fois-ci. Les modèles traditionnels de saisonnalité du marché sont-ils applicables à une année aussi particulière ? Au-delà des inévitables turbulences de court terme qui affecteront l'orientation du marché, de nombreux facteurs fondamentaux incitent à l'optimisme dans une perspective de moyen terme : le travail reprend, les consommateurs sont de retour et les révisions de bénéfices pourraient se stabiliser et permettre aux investisseurs de se concentrer sur la reprise de 2021.

Le nouvel environnement qui se profile pour ces derniers reposera sur plusieurs paradoxes : un portage plus favorable malgré des taux d'intérêt plus bas, et des tendances de croissance à long terme visibles en dépit d'une incertitude accrue sur le rendement des capitaux. Cette situation devrait inciter les investisseurs à réviser leur approche de la gestion de leurs portefeuilles et à ne pas céder à leurs émotions à court terme. En effet, ils sont désormais contraints de vivre et d'investir dans un climat d'incertitude. En toute logique, dans une situation de taux d'intérêt plus bas, la valeur actuelle de la croissance future augmente. Il s'agit de la raison d'être de la stratégie qualité/croissance. Lorsque l'incertitude est élevée, la valeur temps augmente et la patience des investisseurs à long terme est bien récompensée. Cela correspond, en un mot, à la stratégie de portage. Pour conclure, notons que toute crise est le catalyseur d'une accélération de la disruption des modèles économiques : c'est la logique des thèmes de croissance séculaire sur lesquels les investisseurs doivent aujourd'hui concentrer leur attention.

## FOCUS

### LES RENDEMENTS DE PORTAGE DES DEVISES ÉMERGENTES ONT FONDU

#### DEVISES ÉMERGENTES

De manière incontestable, le segment des devises émergentes est celui qui a le plus souffert depuis le début de la crise du COVID-19. Les sorties de capitaux se sont encore accélérées après l'émergence de tensions politiques, notamment en Russie et au Brésil. L'effondrement des prix du pétrole et le recul des taux de croissance et d'inflation ont entraîné une réponse énergique des banques centrales cherchant désespérément à limiter l'impact récessionniste. La crise sanitaire aiguë a ainsi entraîné une réévaluation des fondamentaux sous-jacents, déjà passablement fragiles dans plusieurs pays. En conséquence, l'attrait de rendements traditionnellement plus élevés s'estompe rapidement, ces derniers n'étant plus jugés suffisants par rapport au niveau d'incertitude et à l'ampleur des risques assumés par les investisseurs.

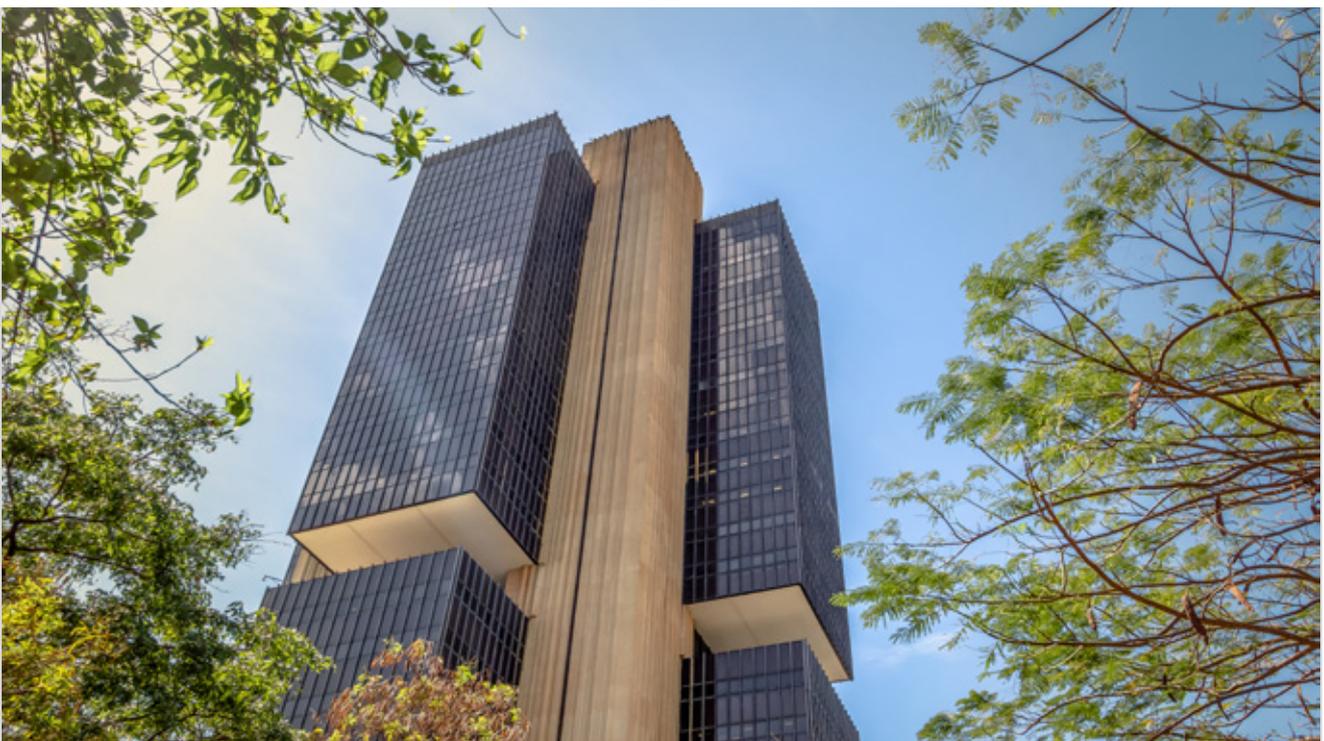
Au Brésil, les gouverneurs de la Banque centrale ont réagi à la détérioration des conditions économiques en décidant unanimement de réduire le taux Selic (taux directeur) de 75 points de base, pour le fixer à un niveau record de 3 % début mai. Plus importante que prévu, cette baisse fait suite à une réduction de 50 points de base décidée au mois de mars. Les baisses de taux adoptées depuis la fin de 2019 représentent ainsi une division par deux de l'espérance de rendements, alors que d'autres réductions sont attendues pour la fin juin. L'impact sur le réal a été immédiat, la devise brésilienne se dépréciant sur tous les marchés pour atteindre des niveaux historiquement bas. La démission du Ministre de la Justice Sergio Moro a porté un nouveau coup au gouvernement Bolsonaro, déjà ébranlé par le conflit qui l'oppose aux gouverneurs des États fédérés sur la question du confinement – évocateur de la situation aux États-Unis.

#### VERS UNE AGGRAVATION ?

La situation pourrait-elle s'aggraver après la chute de 45 % de la valeur de la devise, passée de 4 à 6 contre le dollar américain depuis le début de l'année 2020 ? La réponse est malheureusement positive, en raison du retrait des investissements directs étrangers suite à l'annonce de la préparation de l'adoption par le Parlement brésilien d'un amendement constitutionnel permettant à la banque centrale d'acheter des obligations d'entreprise et des emprunts d'État brésiliens. Cette politique revenant à monétiser la dette risque de se transformer en signal d'alarme pour des investisseurs qui doutent de l'engagement du pays en faveur d'un réal stable.

Le comble serait que le très respecté et réformateur Ministre des Finances Paulo Guedes quitte le Cabinet, alors que les 330 milliards de dollars de réserves de change de la Banque centrale menacent de s'épuiser. Il est à craindre que les autorités ne parviennent pas à faire mieux que de freiner la chute de la devise, implicitement considérée comme un moyen de réduire le déficit commercial. L'équilibre du ratio rendement/risque s'est ainsi brusquement déplacé, réduisant tout appétit pour ce qui reste de l'attrait du portage.

En Russie, la Banque centrale a également réduit de 50 points de base son taux de référence pour les prises en pension, le ramenant à 5,5 % – le niveau le plus bas depuis six ans – avant une nouvelle baisse prévue pour la fin juin.



## FOCUS

### LES RENDEMENTS DE PORTAGE DES DEVISES ÉMERGENTES ONT FONDU

#### COURS DU PÉTROLE

La chute des cours du brut (Brent et Oural) après l'échec des négociations entre l'OPEP+ et la Russie sur les volumes de production pèse sur la popularité du Président Poutine. L'aggravation de la crise sanitaire, au plan domestique, a renforcé sa volonté de se maintenir au pouvoir au-delà de 2024. Or le référendum sur la modification de cette limite constitutionnelle, qui a été reporté, demeure très incertain et pourrait menacer son emprise sur le pouvoir. Ce contexte politique, conjugué à l'importante surproduction de pétrole, n'attirera guère les investisseurs en devises tant que la demande ne se sera pas redressée. Alors que la Banque centrale russe souhaite éviter une phase de dépréciation significative de la devise, un retour du rouble autour de sa moyenne sera progressif et étroitement lié aux cours du Brent, qui ont peu de chances de connaître une reprise en forme de V.

Au mois d'avril, la Banque centrale turque a également surpris en réduisant de pas moins de 100 points de base son taux de prise en pension à une semaine, qui a atteint un nouveau plancher de 8,75 %. Ce faible niveau de rendement est à comparer avec le taux d'intérêt attractif de 24 % qui prévalait encore en septembre 2018. Il va sans dire que la crise actuelle porte un coup sévère à la balance commerciale de la Turquie, les activités manufacturières et les flux touristiques ne générant plus les indispensables entrées de devises fortes.

La Turquie se trouve dans une situation particulièrement difficile en raison de son importante dette en devises étrangères, et la marge de manœuvre budgétaire serait limitée si la crise sanitaire devenait hors de contrôle. C'est pourquoi la Banque centrale a accepté une dévaluation de 23 % de la livre – désormais à des niveaux planchers historiques –, tandis que les chiffres de l'inflation reculent mois après mois.

Si elle n'est pas explicite, la politique de la Banque centrale turque consiste à maintenir intentionnellement une livre faible pour neutraliser les risques encourus, tout en martelant que « la volonté de faire refluer l'inflation exige une approche prudente ». Cette tactique n'est pas de bon augure pour une reprise durable, bien qu'une stratégie de rendement « relatif » semble tentante à première vue.

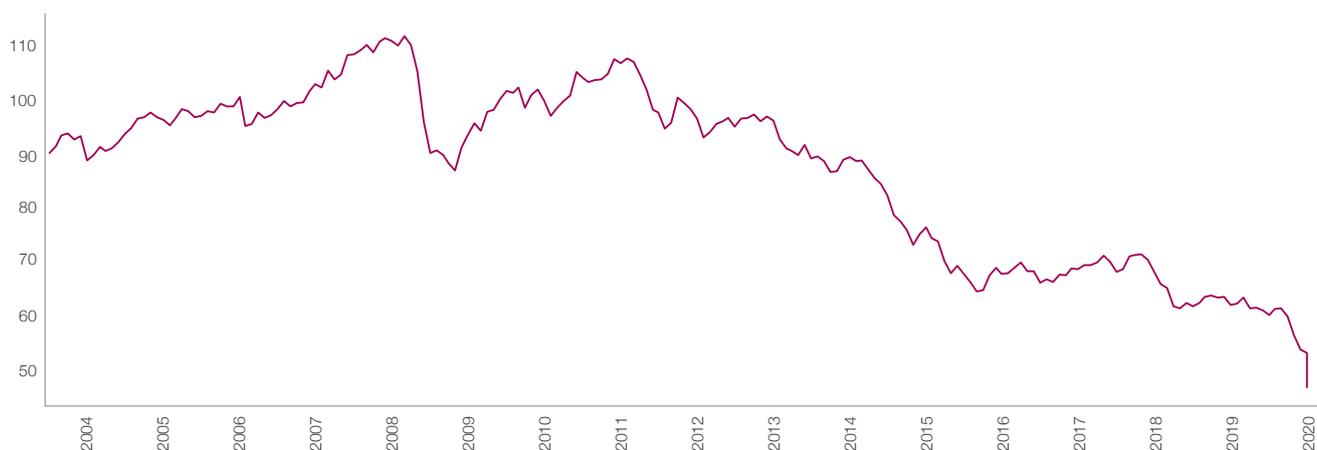
#### RISQUES PESANT SUR L'ALLOCATION D'ACTIFS

Comme l'indiquent le graphique ci-dessous et le fameux dicton boursier, « Attraper un couteau qui tombe n'est pas sans danger », valorisations bon marché et dynamique négative vont rarement de pair.

Nous considérons qu'en dépit de leurs rendements relatifs, plus élevés mais en chute libre, ces marchés émergents désormais « submergés », ne se justifient pas actuellement dans une allocation d'actifs en raison des risques qu'ils comportent.

En effet, la visibilité permettant l'évaluation à long terme de ces pays dépendants des exportations fait plus que jamais défaut. Les devises de certains pays émergents d'Asie, qui ne présentent ni le même attrait en termes de rendement ni les mêmes risques, pourraient offrir une alternative intéressante : avec des niveaux de valorisation très bas, ces pays sont mieux armés pour combattre le virus tandis que leur demande intérieure est plus résistante dans la tempête sanitaire. Après tout, le rendement seul n'est parfois qu'un mirage voué à décevoir.

#### INDICE DES DEVISES ÉMERGENTES



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.



La consommation des ménages subira les effets de la hausse du chômage.

# MACROÉCONOMIE

## AVRIL MARQUE-T-IL LE PLANCHER DU CYCLE ACTUEL ?

### LE RETOUR DU MOT TABOU (« RÉCESSION »)

Dans presque tous les pays, la récession est une donnée connue et inconnue. Autrement dit, une forte contraction de l'activité économique est désormais certaine, mais sa durée et son ampleur demeurent, pour les différentes économies nationales, incertaines. Les autorités gouvernementales et monétaires ont mis en place un certain nombre de mesures visant à contrebalancer l'impact négatif de la pandémie de COVID-19.

Sans surprise, les taux de croissance trimestriels du PIB se sont avérés négatifs au cours du premier trimestre 2020. Cela s'est traduit, en glissement annuel, par des chiffres à peine positifs aux États-Unis et négatifs dans la plupart des autres pays (voir tableau ci-dessous).

### TAUX DE CROISSANCE DU PIB ET TAUX DE CHÔMAGE\*

	PIB T1 %, t/t	PIB T1 %, GA**	Taux de chômage, %
Brésil	-	-	12,2
Chine	-9,8	-6,8	6,0
Zone euro	-3,8	-3,2	7,4
France	-5,8	-5,4	7,8
Allemagne	-2,2	-2,3	5,8
Indonésie	-2,4	3,0	5,0
Italie	-4,7	-4,8	8,4
Japon	-0,9	-2,0	2,5
Mexique	-1,6	-1,6	3,3
Russie	-	1,6	4,7
Corée du Sud	-1,4	1,3	3,8
Espagne	-5,2	-4,1	14,4
Suisse	-	-	3,3
Royaume Uni	-2,0	-1,6	3,9
États-Unis	-4,8	0,3	14,7

\* Derniers chiffres disponibles

\*\* Glissement annuel

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Les indicateurs économiques du mois d'avril sont publiés ou en cours de publication dans le monde entier. À cet égard, permettez-nous de citer la mise en garde de N. Mahfouz : le Prix Nobel égyptien a qualifié le mois d'avril de « mois de la poussière et des mensonges ». Quelle situation se dégagera-t-elle donc lorsque la poussière sera retombée ?

Malgré les données macroéconomiques aux États-Unis (les ventes de détail et la production industrielle ont enregistré des baisses inédites) et le fait que la plupart des pays européens se situent à des niveaux historiquement bas, la lenteur de l'assouplissement des mesures de confinement, les perturbations de la chaîne d'approvisionnement et le recul de la demande suggèrent une situation encore dégradée dans les prochains mois.

### ATTENTION AU CHÔMAGE

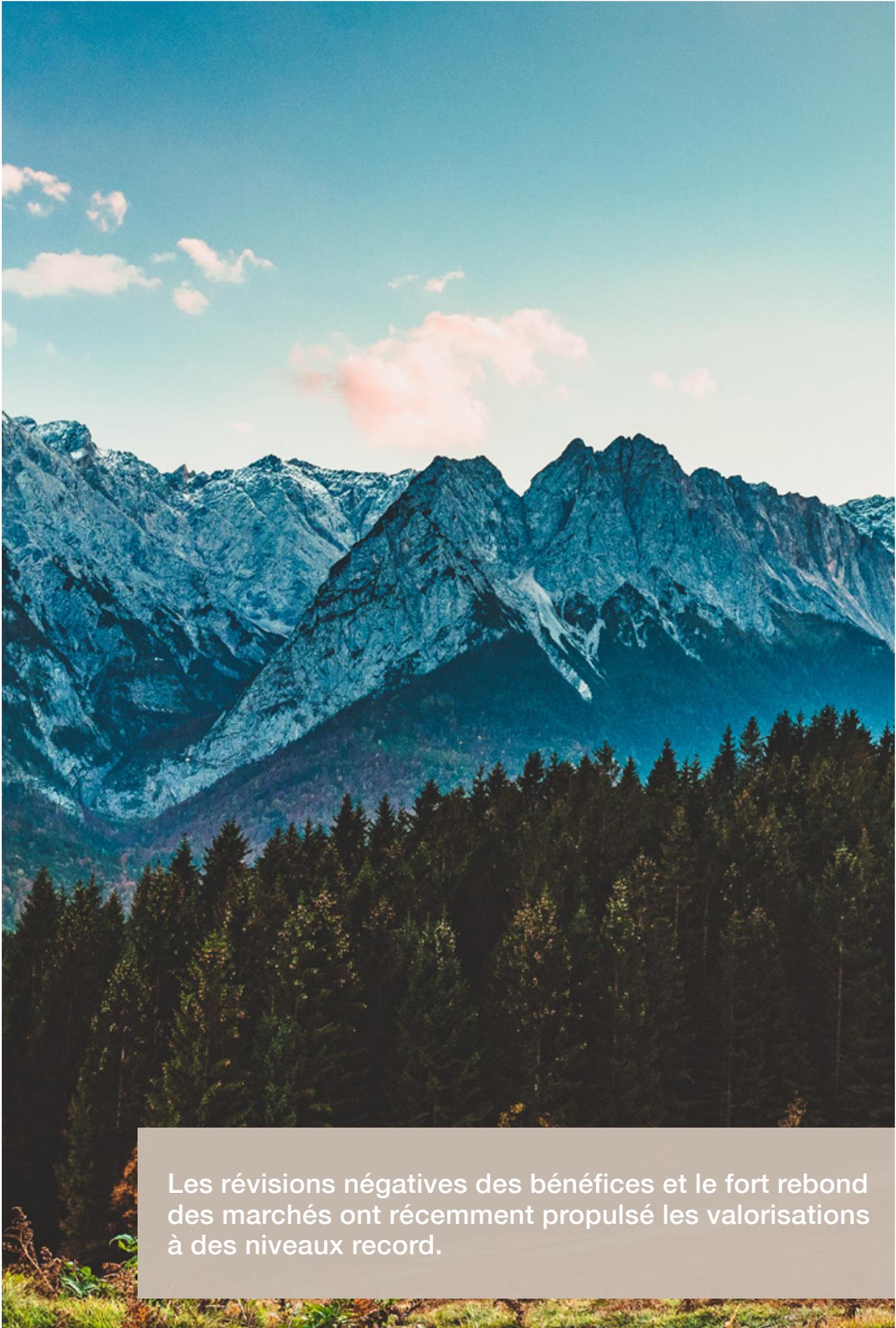
Plus précisément, la consommation des ménages sera affectée négativement par la hausse du chômage, bien qu'une brève explosion des dépenses « de soulagement » soit envisageable.

Aux États-Unis, le mois d'avril a vu disparaître 20,5 millions d'emplois (variation mensuelle nette), tandis que le taux de chômage s'est envolé à 14,7 %. Cette évolution a presque effacé les 22 millions d'emplois créés entre février 2010 (130 millions d'actifs) et février 2020 (152 millions d'actifs). Compte tenu de la forte corrélation existant entre les demandes d'allocation en cours et le taux de chômage, nous prévoyons que ce dernier augmentera encore en mai.

D'autre part, le chômage a progressé à 7,4 % en mars dans la zone euro (6,6 % au sein de l'Union européenne) après avoir atteint en février un plancher de 12 ans à 7,3 %. Un pic avait été atteint en février 2013 à 12,1 %, tandis que la moyenne depuis 2000 s'établit à 9,4 %.

À l'échelle mondiale, l'Organisation internationale du travail (OIT) estime que 130 millions d'emplois à temps plein ont été perdus au premier trimestre 2020, soit 4,5 % des emplois. Pour le deuxième trimestre, les estimations tablent sur une destruction de 305 millions d'emplois, soit 10,5 % du marché du travail mondial.

En bref, les données sur l'emploi et le chômage pourraient s'améliorer dans les prochains mois, mais le marché du travail terminera l'année 2020 sur une dégradation significative.



Les révisions négatives des bénéfices et le fort rebond des marchés ont récemment propulsé les valorisations à des niveaux record.

# ACTIONS

## LES VALORISATIONS DE RETOUR AU SOMMET

- La dynamique des marchés actions demeure très solide à court terme, grâce à l'amélioration de l'actualité portant sur la crise sanitaire, à la fin du confinement et aux annonces de plans de relances budgétaires et monétaires massifs.
- Parallèlement, la saison des résultats a généré un flux continu de révisions négatives. Les prévisions de bénéfices aux États-Unis et en Europe ont été revues à la baisse, respectivement de 20 % et 27 % depuis le mois de mars.
- Cette tendance, combinée au rebond du marché à court terme, a entraîné une rapide revalorisation des principaux indices. En moins de deux mois, les ratios cours/bénéfices sont passés de 14 à près de 21 sur l'indice S&P 500.

### EUROPE

L'Europe a enregistré une correction sévère en 2020, marquée par des écarts importants entre les secteurs (+5 % pour la santé, contre -35 % pour les services financiers). Cette polarisation est également observable en termes de valorisation. Par rapport aux États-Unis, et en tenant compte des différences dans la répartition sectorielle, l'Europe accuse une décote de 20 %, proche de ses plus hauts historiques. Néanmoins, le leadership sectoriel est une considération importante pour les préférences régionales. Les actions européennes ont eu tendance à sous-performer en même temps que le style « *value* », tandis que les marchés actions américains sont davantage liés au style « *growth* ».

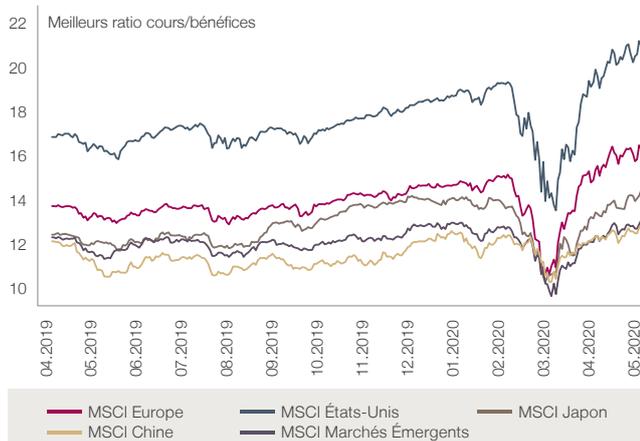
### ÉTATS-UNIS

La Réserve fédérale (Fed) a annoncé des rachats presque illimités de l'ensemble des dettes publiques et privées. Cet effort inédit de la Fed semble avoir convaincu certains investisseurs. Si la valorisation du marché américain n'est guère attrayante au regard des ratios cours/bénéfices historiques, en termes de valorisation relative par rapport aux taux, la conclusion est sans appel.

### JAPON

La région est restée à la traîne. Les valorisations japonaises paraissent attrayantes, dans un marché manquant toutefois de catalyseurs pour un rebond. Si les entreprises japonaises ont considérablement amélioré leur rentabilité au cours des dernières années, celle-ci reste inférieure à celles des autres principaux pays.

### INDICE MSCI WORLD, MEILLEURS RATIOS COURS/BÉNÉFICES



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

### MARCHÉS ÉMERGENTS

Alors que l'épidémie de COVID-19 a provoqué des chocs d'offre en Chine au premier trimestre 2020 et entraîné une contraction de la demande extérieure, nous prévoyons pour l'année 2021 une reprise des bénéfices robuste en Asie. La Chine est presque entièrement sortie du confinement depuis la réouverture de Wuhan le 8 avril 2020. Nous anticipons une poursuite de la reprise chinoise au cours du second semestre 2020, principalement fondée sur la consommation et les dépenses d'infrastructure. Nous surpondérons actuellement la Chine (notamment les actions A), nous sommes neutres sur la Corée du Sud et Singapour, et sous-pondérons l'Inde et l'Association des nations de l'Asie du Sud Est (ASEAN).

### STYLE D'INVESTISSEMENT

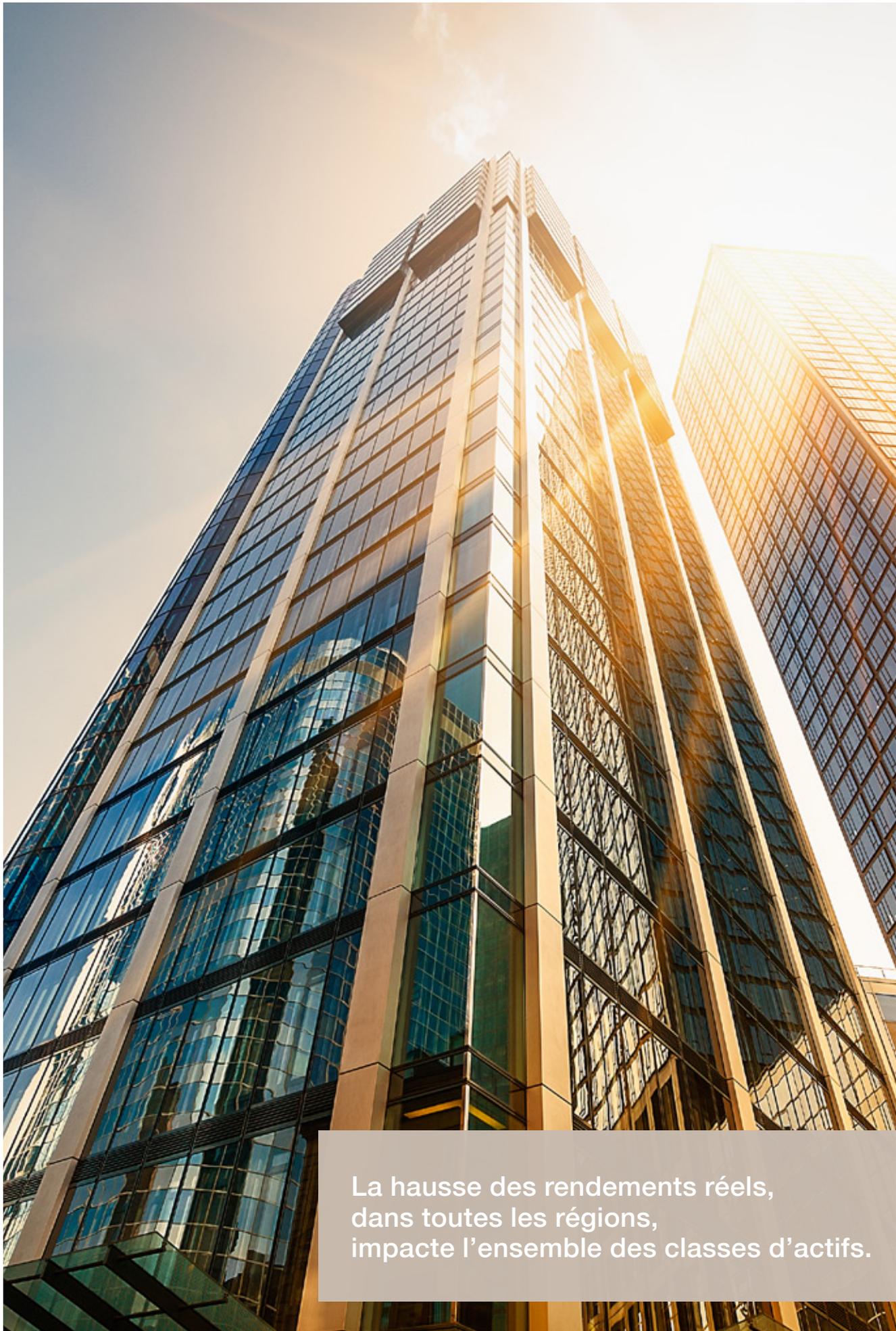
La préférence pour le style « *value* » ou le style « *growth* » reste fortement corrélée à la direction des rendements obligataires. Compte tenu de l'énorme écart de performance, la décote de valorisation attachée au style « *value* » a continué de progresser pour atteindre un niveau sans précédent.

Certaines transactions de « retour à la moyenne » sont toutefois envisageables, mais elles se sont systématiquement avérées éphémères au cours des dernières années. Les styles « *quality* »/ « *defensive* » devraient continuer à surperformer à moyen terme, car les rendements obligataires sont maintenus sous contrôle par les Banques centrales.

### CONVICTIONS CLÉS - ACTIONS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
<b>ZONES GÉOGRAPHIQUES</b>		
EUROPE	-/=	=
ÉTATS-UNIS	+	=/+
JAPON	-/=	-/=
ÉMERGENTS/GLOBAL	=	=/+
AMÉRIQUE LATINE	-/=	=
ASIE EX-JAPON	=/+	=
CHINE	+	+
<b>STYLES</b>		
GROWTH	=	=/+
VALUE	-/=	-/=
QUALITÉ	=/+	+
CYCLIQUES	-/=	-/=
DÉFENSIVES	=/+	+

Source : Indosuez Wealth Management.



La hausse des rendements réels,  
dans toutes les régions,  
impacte l'ensemble des classes d'actifs.

# OBLIGATIONS

## SURFEZ SUR LA VAGUE DES LIQUIDITÉS POUR VOS PROCHAINES VACANCES

- Toutes les banques centrales, sans exception, fournissent des liquidités aux marchés.
- Cette situation remet à plus tard la question de la viabilité de la dette pour les gouvernements et les entreprises.

### BANQUES CENTRALES

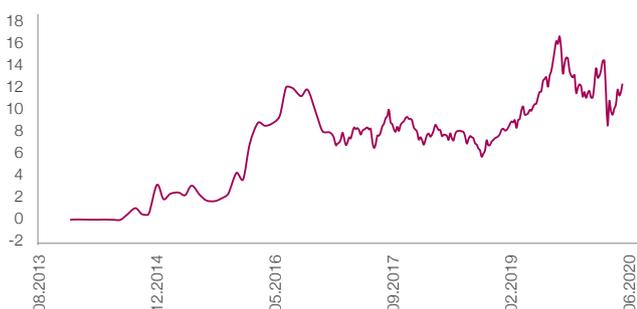
Alors que les Banques centrales ont pendant des années fourni des liquidités aux gouvernements, puis aux grandes entreprises, la cascade atteint désormais les petites entreprises du segment *high yield* (HY). La Réserve fédérale a lancé son programme d'achat d'ETF (Fonds indiciels cotés) *high yield*, tout en se refusant à envisager des taux d'intérêt négatifs. De son côté, la Banque centrale européenne a annoncé une nouvelle série de TLTRO (*Targeted longer-term refinancing operations*, opérations de refinancement à plus long terme ciblées), avec un taux de financement attractif de -1 %. Les montants engagés pourraient atteindre 750 milliards d'euros, qui s'ajoutent aux TLTRO existants. Les banques pourront ainsi financer jusqu'à 1 500 milliards d'euros avec cette nouvelle facilité. Selon la rumeur, l'institution européenne envisagerait également d'intervenir sur le segment *high yield*.

### EMPRUNTS D'ÉTAT ET OBLIGATIONS PÉRIPHÉRIQUES

Les gouvernements lèvent des centaines de milliards de dettes pour financer les déficits budgétaires. Ces emprunts se font à des taux extrêmement bas, y compris sur les échéances très longues. Comme les Banques centrales achètent presque directement ces obligations, la concurrence avec les investisseurs privés reste forte et empêche toute hausse brutale des rendements. En revanche, les investissements indexés sur l'inflation souffrent de perspectives peu réjouissantes. Le recul de l'inflation entraîne une hausse des rendements réels dans toutes les régions, qui impacte l'ensemble des classes d'actifs.

Les obligations périphériques européennes connaissent une volatilité accrue suite à la décision de la Cour constitutionnelle allemande rejetant le programme d'achats obligataires de la BCE. Cela étant dit, la proposition récente d'un fonds de redressement de 500 milliards d'euros ouvre des perspectives pour l'économie européenne et réduit les risques pour les pays périphériques. La volatilité des *spreads*, depuis le début de l'année, rappelle toutefois aux investisseurs les risques attachés aux gouvernements européens endettés.

### BLOOMBERG BARCLAYS GLOBAL AGGREGATE VALEUR DE MARCHÉ DE LA DETTE À RENDEMENT NÉGATIF, MILLIARDS USD



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

### INVESTMENT GRADE ET HIGH YIELD

Les marchés de crédit se sont redressés après les planchers atteints en mars, bénéficiant de programmes d'achat des Banques centrales qui ont rassuré les investisseurs. Les flux de capitaux ont repris le chemin des fonds et des ETF dans toutes les régions. Aux États-Unis comme en Europe, les marchés *investment grade* sont confrontés à une vague de dégradations. Par rapport aux récessions précédentes, les pertes pour les investisseurs restent toutefois modérées. Ces marchés intègrent désormais le risque d'une aggravation des conditions économiques et offrent aux investisseurs un portage suffisant. Sur le segment *high yield*, les fondamentaux se détériorent très rapidement, mais les prêts bénéficiant d'une garantie publique pourraient retarder et amortir la vague de défauts de paiement, ce qui entraînerait une période d'incertitude prolongée. À court terme, la sélectivité sera essentielle. Au sein du segment *high yield*, nous privilégions les émetteurs bénéficiant d'une note BB plutôt que B.

### OBLIGATIONS ÉMERGENTES

Au sein de la sphère émergente, nous privilégions les investissements en devises fortes, intégrant une protection contre la dépréciation des devises locales. En Asie, nous identifions des poches de valeur sur le segment *high yield* chinois et certains émetteurs du segment *high yield* indonésien disposant de liquidités suffisantes pour les 12 prochains mois. En comparaison, le secteur industriel chinois et le segment *high yield* indien présentent des profils de liquidité moins robustes. En Amérique latine, la détérioration des fondamentaux incite à la prudence.

### CONVICTIONS CLÉS - OBLIGATIONS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
<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>		
DETTE SOUVERAINE EN MONNAIE FORTE	=	=/+
DETTE SOUVERAINE EN MONNAIE LOCALE	-	-
CRÉDIT AM. LATINE EN USD	=/-	=
CRÉDIT ASIATIQUE EN USD	=	=/+
OBLIG. CHINOISES EN CNY	=/+	+

Source : Indosuez Wealth Management.



Proposition conjointe d'un fonds de relance commun de l'UE doté de 500 milliards d'euros.

# DE VISES

## NOTRE VUE MAISON

- Des fissures voient le jour dans le règne du puissant dollar.

### DOLLAR US (USD) ET EURO (EUR)

Des fissures commencent à apparaître dans le règne du puissant dollar. Les commentaires provocateurs du Président Trump sur la dévaluation du dollar n'ont pas échappé aux acteurs du marché des changes. Pas plus que le commentaire du Président de la Fed, Jerome Powell, jugeant « inutile, à ce stade, le recours à de nouveaux outils de relance non conventionnels sous la forme de taux directeurs négatifs ».

La proposition conjointe, par Angela Merkel et Emmanuel Macron, d'un fonds de relance commun de l'UE doté de 500 milliards d'euros a également pesé sur le billet vert, dont le rendement est désormais nul. Bien que cette annonce surprise suscite le scepticisme, le fait que l'Allemagne ait modifié sa position sur les subventions de facto et le partage du fardeau représente, potentiellement, un élément positif majeur pour la deuxième devise la plus liquide au plan international, qui demeure sous-évaluée.

Le dollar reste donc plutôt vulnérable – car les déficits et la monétisation de la dette sont voués à persister –, surtout si l'horizon politique s'améliore ailleurs. En conséquence, nous restons prudents à court terme en attendant les résultats de la réunion de la Commission européenne prévue le 27 mai.

Il convient de noter le niveau de résistance moyen de 1,1015 EUR/USD correspondant à la moyenne sur 200 jours qui doit être surveillé de près lors des clôtures hebdomadaires. Une évolution du dollar en dessous de ce niveau annoncerait une fourchette plus basse pour l'été.

### FRANC SUISSE (CHF)

Le marché a évolué de manière extrêmement soudaine, nous prenant tous par surprise.

Au moment même où les craintes sur le financement des dettes de l'UE poussaient le franc suisse à la hausse, incitant la Banque nationale suisse (BNS) à intervenir massivement à 1,0510 EUR/CHF, le plan budgétaire franco-allemand a été soudainement dévoilé. Cette impulsion a entraîné la chute quotidienne la plus sévère du franc suisse depuis le printemps 2017, alors que l'espoir d'une esquisse d'union budgétaire européenne refaisait surface.

La pression sur la Banque nationale suisse pourrait s'en trouver temporairement allégée, avant qu'une réévaluation des risques de financement de l'UE intervienne à l'automne. Le bilan de la Banque centrale suisse est déjà gonflé par les achats successifs d'euros visant à défendre le seuil symbolique de 1,0500 EUR/CHF.

Malgré les gros titres, nous n'anticipons pas de faiblesse durable du franc suisse tant qu'il n'aura pas été clairement établi, à Bruxelles, que les Pays-Bas et l'Autriche se rallient également à ce plan prometteur. Il n'est donc pas nécessaire de retenir son souffle. Après tout, les ratios d'endettement et les fondamentaux macroéconomiques sous-jacents de la Suisse sont bien supérieurs à ceux de tous ses pairs, ce qui permettra à sa devise de conserver son statut de valeur refuge quoi qu'il arrive.

### LIVRE STERLING (GBP)

Juin s'annonce comme un mois dangereux pour la livre. Maintenant que le COVID-19 domine (un peu) moins l'actualité, il convient de s'intéresser de nouveau à nos anciens sujets favoris, notamment le Brexit, dont le retour dans les médias a sans surprise pénalisé la livre sterling au mois de mai. La situation du Brexit a peu évolué jusqu'à présent et les discussions vont probablement s'accélérer en juin, car le Royaume-Uni a choisi (au moins officiellement) de respecter les échéances initiales malgré la crise sanitaire. En outre, la livre souffre du fait que la Banque d'Angleterre a ouvert la porte à des taux négatifs et à un nouvel assouplissement de la politique monétaire pour soutenir l'économie. On peut toutefois considérer que ces deux facteurs sont déjà largement pris en compte et s'achemineront peut-être vers une résolution au cours du mois prochain. En tout état de cause, le mois de juin sera intéressant.

### RÉAL BRÉSILIEN (BRL)

Alors que les dissensions politiques se sont ajoutées aux tensions économiques et budgétaires, mai a été un autre mois catastrophique pour le réal, qui s'est effondré jusqu'à de nouveaux plus bas historiques – environ 6 réaux pour un dollar américain.

Le catalyseur de ce mouvement a été le départ soudain du Ministre de la Justice Sergio Moro, un ancien juge très respecté pour son rôle dans les enquêtes « lavage express » sur la corruption politique au Brésil. Ses déclarations évoquant l'ingérence du président Bolsonaro dans l'action de la police fédérale pour des motivations personnelles ont créé un scandale politique et déclenché des enquêtes susceptibles de conduire à la destitution du président. En raison de l'instabilité et de l'imprévisibilité générées par ces événements, nous restons très prudents sur le Brésil et le réal.

### CONVICTIONS CLÉS DEVISES & MÉTAUX PRÉCIEUX

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
ÉTATS-UNIS (USD)	=/+	-
ZONE EURO (EUR)	=/-	+
ROYAUME-UNI (GBP)	=/-	=
SUISSE (CHF)	=	=
JAPON (JPY)	=/-	=
AUSTRALIE (AUD)	=	+
CANADA (CAD)	=	+
NORVÈGE (NOK)	=	+
BRÉSIL (BRL)	=	=
CHINE (CNY)	=	+
OR (XAU)	=	+
ARGENT (XAG)	=	+

Source : Indosuez Wealth Management.



Aucun aplatissement significatif  
de la courbe des taux en vue.

# ALLOCATION D'ACTIFS

## SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS

### SYNTHÈSE DE NOTRE SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

- Une baisse significative du PIB au deuxième trimestre, suivie d'une reprise progressive au second semestre, sachant qu'un redressement du PIB jusqu'aux niveaux de 2019 ne sera atteint qu'au second semestre 2021.
- Des taux d'intérêt plus bas pour plus longtemps, avec un assouplissement monétaire record dans le monde entier.
- Un soutien budgétaire important pour sauvegarder l'économie et des prêts garantis massifs aux entreprises, susceptibles de limiter l'augmentation des défaillances.
- Une augmentation record de la dette publique, qui soulève des questions de viabilité et accroît le risque de dégradation de certaines notes.
- Des incertitudes politiques en hausse, mais une issue positive pour la zone euro, qui devrait survivre à cette crise et voir un renforcement de sa palette d'outils de politique économique et de solidarité financière.

### PRINCIPALES CONVICTIONS EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

- Nous ne prévoyons pas d'aplatissement significatif de la courbe des taux, mais l'exposition aux obligations d'État américaines et aux emprunts d'État en euro « *core* » peut protéger les portefeuilles en cas de nouvel accès de faiblesse sur les marchés.
- Compte tenu du soutien significatif des Banques centrales, nous privilégions les stratégies de portage sur le crédit de qualité et le segment supérieur du marché *high yield*, tout en restant à l'écart des secteurs de l'énergie et de l'automobile.
- Nous pensons également que le programme TLTRO de la Banque centrale européenne constitue un bon facteur de soutien à la dette financière en euro, bien protégée par des ratios de fonds propres élevés.
- En Asie, la crise actuelle devrait accélérer l'accès de la Chine au rang de première économie mondiale. À long terme, la flexibilité du policy-mix chinois et une dépendance moindre aux investissements étrangers – par rapport aux autres économies émergentes – favorisent les détenteurs de dette libellée en yuan et d'actions domestiques, malgré la volatilité causée par le regain de tensions commerciales.
- Dans le reste de la sphère émergente, nous restons prudents sur les obligations en devises locales, dont le portage a été détruit par la dépréciation des devises. Ce segment recèle un risque croissant de dégradation, notamment dans les pays ayant une dette extérieure élevée et dont les comptes courants et les réserves de change sont fragiles.
- En ce qui concerne les marchés actions, la pandémie et la fermeture des économies sont le catalyseur d'une accélération de la disruption et d'une polarisation accrue, qui bénéficient aux leaders technologiques, aux entreprises du secteur de la santé et aux marques mondiales, dont les bénéficiaires se sont avérés plus résilients. Si les actions « *value* » et les titres cycliques sont susceptibles de rebondir à court terme, d'un point de vue stratégique, nous estimons que les styles « *quality* » et « *growth* » continueront de surperformer. Dans un environnement de faible croissance, les thèmes de croissance séculaire et durable devraient représenter une part grandissante des portefeuilles des investisseurs.

- Le dollar américain devrait rester fort dans cet environnement incertain, mais toute évolution politique positive concernant les plans de relance européens pourrait engendrer une appréciation de l'euro, dans un contexte où le différentiel de taux d'intérêt n'a jamais été aussi faible depuis un an.
- Les incertitudes mondiales, associées à une émission monétaire importante, devraient soutenir la valeur de l'or, qui s'est déjà considérablement redressée et est donc vulnérable au retour de nouvelles positives et de l'appétit pour le risque. À moyen terme, le métal jaune devrait cependant rester à des niveaux élevés.

### CONVICTIONS CLÉS

ACTIONS	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
<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>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>		
DETTE SOUVERAINE EN MONNAIE FORTE	=	=/+
DETTE SOUVERAINE EN MONNAIE LOCALE	-	-
CRÉDIT AM. LATINE EN USD	=/-	=
CRÉDIT ASIATIQUE EN USD	=	=/+
OBLIG. CHINOISES EN CNY	=/+	+
<b>DEVISES</b>		
ÉTATS-UNIS (USD)	=/+	-
ZONE EURO (EUR)	=/-	+
ROYAUME-UNI (GBP)	=/-	=
SUISSE (CHF)	=	=
JAPON (JPY)	=/-	=
BRÉSIL (BRL)	=	=
CHINE (CNY)	=	+
OR (XAU)	=	+

Source : Indosuez Wealth Management.

## MARKET MONITOR (DEVICES LOCALES)

## APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 21 MAI 2020

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
S&P 500 (États-Unis)	2 948,51	5,39 %	-8,74 %
FTSE 100 ( Royaume-Uni)	6 015,25	3,24 %	-20,25 %
Stoxx Europe 600	340,26	2,11 %	-18,18 %
Japon Topix	1 491,21	4,57 %	-13,37 %
MSCI Monde	2 074,10	5,05 %	-12,06 %
Indice Chine Shanghai	3 913,80	2,19 %	-4,46 %
MSCI Marchés Émergents	930,01	4,28 %	-16,57 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	1 676,15	5,04 %	-42,55 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	200,12	8,25 %	-25,21 %
MSCI ex-Japon	608,99	3,20 %	-11,52 %
CAC 40 (France)	4 445,45	-0,12 %	-25,64 %
DAX (Allemagne)	11 065,93	5,25 %	-16,48 %
MIB (Italie)	17 087,06	0,45 %	-27,31 %
IBEX (Espagne)	6 686,10	-0,90 %	-29,98 %
SMI (Suisse)	9 790,85	1,72 %	-7,78 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
Acier (CNY/Tonne)	3 553,00	0,79 %	-6,40 %
Or (USD/Ounce)	1 727,00	-0,20 %	13,82 %
Pétrole brut (USD/Baril)	33,92	105,58 %	-44,45 %
Argent (USD/Ounce)	17,34	12,88 %	-3,27 %
Cuivre (USD/Tonne)	5 390,50	4,46 %	-12,69 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	1,71	-5,79 %	-21,88 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (point)	VARIATION 2020 (point)
VIX	29,53	-11,85	15,75

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
EUR/CHF	1,06	1,02 %	-2,11 %
GBP/USD	1,22	-0,98 %	-7,80 %
USD/CHF	0,97	-0,56 %	0,40 %
EUR/USD	1,10	1,61 %	-2,35 %
USD/JPY	107,61	0,01 %	-0,92 %

OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (pbs)	VARIATION 2020 (pbs)
Bons du Trésor américain 10A	0,67 %	7,05	-124,55
France 10A	-0,06 %	-13,60	-17,40
Allemagne 10A	-0,50 %	-7,00	-30,90
Espagne 10A	0,63 %	-41,90	16,30
Suisse 10A	-0,49 %	-8,90	-1,40
Japon 10A	-0,01 %	0,10	1,50

OBLIGATIONS D'ENTREPRISE	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
Emprunts d'État émergents	39,92	6,68 %	-9,05 %
Emprunts d'État en euro	217,23	1,07 %	-0,15 %
Entreprises haut rendement en euro	184,31	0,89 %	-9,52 %
Entreprises haut rendement en dollar US	283,76	2,78 %	-6,65 %
Emprunts d'État américains	325,36	0,12 %	5,61 %
Entreprises émergentes	49,24	3,58 %	-4,92 %

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

## RENDEMENT MENSUEL DES INDICES, HORS DIVIDENDES

FÉVRIER 2020	MARS 2020	AVRIL 2020	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (21 MAI 2020)
6,82 %	-6,44 %	12,68 %	8,25 %	-4,46 %
-2,50 %	-7,14 %	10,80 %	5,39 %	-8,74 %
-5,17 %	-12,24 %	10,18 %	5,05 %	-11,52 %
-8,76 %	-12,51 %	9,00 %	5,04 %	-12,06 %
-8,94 %	-13,47 %	8,90 %	4,57 %	-13,37 %
-9,07 %	-13,81 %	6,24 %	4,28 %	-16,57 %
-9,67 %	-14,80 %	6,14 %	3,24 %	-18,18 %
-10,18 %	-15,61 %	5,95 %	3,20 %	-20,25 %
-11,88 %	-21,58 %	4,35 %	2,19 %	-25,21 %
-13,51 %	-34,63 %	4,04 %	2,11 %	-42,55 %

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE

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

FTSE 100	Japon Topix	MSCI Monde	MSCI EMEA	MSCI Marchés Émergents
Stoxx Europe 600	S&P 500	Indice Chine Shanghai	MSCI Latam	MSCI ex-Japon

# GLOSSAIRE

**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 du remboursement initial de la dette non subordonnée. En contrepartie du risque supplémentaire accepté, la dette subordonnée a tendance à générer des rendements plus élevés.

**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 11<sup>e</sup> 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.

**LTV** : 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.

**Obligation inférieure au pair** : obligation dont le prix est inférieur à sa valeur nominale, c.-à-d. inférieur 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 à 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 Wealth (France), CA Indosuez (Suisse) 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 accordé 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 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 España, supervisée par le Banco de España ([www.bde.es](http://www.bde.es)) et la Commission nationale espagnole du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, [www.cnmv.es](http://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 (Italie) 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 56S00341 ;
- en Suisse : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) 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 (Suisse) 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 (Suisse) 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-G07 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 (Suisse) SA, Singapore Branch ;
- au Liban : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) (Liban) SAL Borj Al Nahar bldg., 2<sup>nd</sup> floor, Martyrs' Square, 1107- 2070 Beyrouth, Liban. La Brochure ne constitue pas une offre et ne représente pas un document marketing au sens des réglementations libanaises applicables ;
- à Dubaï : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Suisse) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Emirats arabes unis. CA Indosuez (Suisse) 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 (Suisse) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Suisse) 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 (Suisse) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street- Al Muhairiy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Emirats arabes unis. CA Indosuez (Suisse) 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 (Suisse) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Suisse) 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.

© 2020, CA Indosuez (Suisse) SA/Tous droits réservés.

La Brochure est publiée par CA Indosuez (Suisse) SA pour le compte des Entités du Groupe Indosuez Wealth Management, dont les collaborateurs, experts dans leur domaine, contribuent à la rédaction des articles contenus dans la Brochure.

Crédits photos: iStock.

Achévé de rédiger le 22.05.2020.

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.

