

# MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – OCTOBRE 2020

DOCUMENT MARKETING



## FOCUS

INFLATION : LA FRACTURE ATLANTIQUE ?

## ACTIONS

CORRECTION DE COURT TERME ?

---

3 **ÉDITORIAL**  
« L'AVENIR N'EST PAS PLUS INCERTAIN QUE LE PRÉSENT »  
WALT WHITMAN

---

4 **FOCUS**  
INFLATION : LA FRACTURE ATLANTIQUE ?

---

7 **MACROÉCONOMIE**  
LA REPRISE ÉCONOMIQUE : RESTEZ CALMES ET CONSOMMEZ

---

9 **ACTIONS**  
CORRECTION DE COURT TERME ?

---

11 **OBLIGATIONS**  
LA QUÊTE D'INFLATION

---

13 **DEVISES**  
NOTRE VUE MAISON

---

14 **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

## « L'AVENIR N'EST PAS PLUS INCERTAIN QUE LE PRÉSENT » WALT WHITMAN

Chère Lectrice, Cher Lecteur,

Les anticipations des consommateurs et des entreprises constituent-elles le meilleur indicateur de la croissance future, comme le considèrent de nombreux économistes ?

2020 est une année tellement particulière que les indicateurs traditionnels utilisés par les stratégestes et les gérants d'actifs pour mesurer la dynamique économique risquent d'envoyer des signaux erronés, brouillés par les effets de base et la psychologie. Après des résultats d'enquêtes macroéconomiques proches des sommets cycliques de 2017/2018 au mois de juillet, les indices des directeurs d'achat ont retrouvé des niveaux plus neutres en août, ce qui nous incite à abaisser nos prévisions de reprise pour le troisième trimestre. La Banque de France vient toutefois d'envoyer le message opposé, en améliorant son estimation de la croissance du troisième trimestre à 16 %. D'une certaine manière, les acteurs prudents semblent devenir plus confiants, tandis que les investisseurs actifs s'apaisent.

Dans ce contexte inhabituel, de nouveaux indicateurs fondés sur de l'intelligence artificielle sont en cours d'élaboration. Parmi ces derniers, les *trackers* de mobilité suggèrent que l'Europe est en passe de revenir aux niveaux du mois de février. Si la fiabilité de ces indicateurs reste sujette à caution, des données contradictoires et variables pourraient renforcer la volatilité des anticipations d'inflation et des devises, tout en augmentant le « bruit » sur les marchés à l'approche des réunions des banques centrales.

Ce phénomène est illustré par les conjectures récentes sur la normalisation de l'inflation, qui ont entraîné une pentification des courbes de taux aux États-Unis et en Europe. Le mouvement a été de courte durée, car l'inflation en zone euro est entrée en territoire négatif dès le mois d'août, la Banque centrale européenne (BCE) soulignant la pression déflationniste exercée par un euro plus fort.

L'accélération du virage technologique semble désormais plus facile à prévoir. Dans un environnement de faible croissance où de nombreux secteurs sont confrontés à des incertitudes importantes, les entreprises dotées de moteurs de croissance structurels endogènes bénéficient d'une prime de valorisation. Cependant, les cours des actions reflètent une dynamique très puissante. Nous assistons peut-être à l'un des transferts de valeur les plus importants de ces dernières décennies. Après un transfert de valeur significatif vers les producteurs de pétrole dans les années 1970, les entreprises de télécommunications dans les années 1990 ou les banques dans les années 2000, le cycle structurel de la technologie s'accélère et capte une plus grande proportion de la valorisation, mais aussi des bénéfices du S&P. Loin de se limiter aux marchés, la transition concerne directement notre vie quotidienne, qui s'avère – qu'on le veuille ou non – de plus en plus numérique. Toutefois, cette évolution ne doit pas se faire à n'importe quel prix et nous considérons la récente correction technique comme un ajustement sain.

Cette période d'accélération est également l'occasion de définir de nouvelles règles. Aux États-Unis, pour éviter tout débat sur la pertinence d'une politique de taux d'intérêt zéro dans une économie en phase de reprise – avec une inflation susceptible de dépasser le seuil de 2 % en 2021 –, Jerome Powell a changé les règles du jeu et adopté un objectif d'inflation moyenne (une idée déjà présente dans la vision de Janet Yellen, mais jamais formalisée).

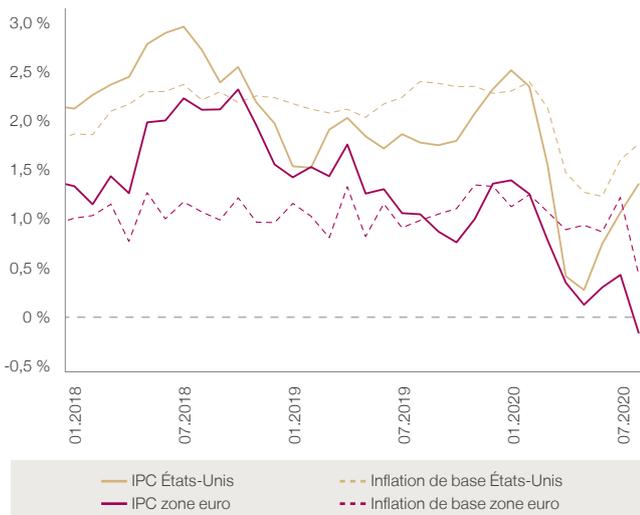
Une chose est sûre : l'histoire nous enseigne que les crises sont généralement des moments où les leaders nationaux et industriels changent. En résumé, se focaliser sur l'inflation court terme, la volatilité ou l'analyse technique des indices est le meilleur moyen de manquer les transformations du capitalisme à long terme que l'on appelle « révolutions industrielles ».

## FOCUS

### INFLATION : LA FRACTURE ATLANTIQUE ?

Alors que le recul de l'activité et la hausse des déficits publics atteignent des niveaux historiques des deux côtés de l'Atlantique, les prix ont suivi des trajectoires différentes dans la zone euro et aux États-Unis. Nous pensons qu'il s'agit d'un phénomène temporaire et que la pression sur les prix, hors effets techniques et effets de base des prix de l'énergie, reste globalement faible.

#### INFLATION : ÉTATS-UNIS ET ZONE EURO, %



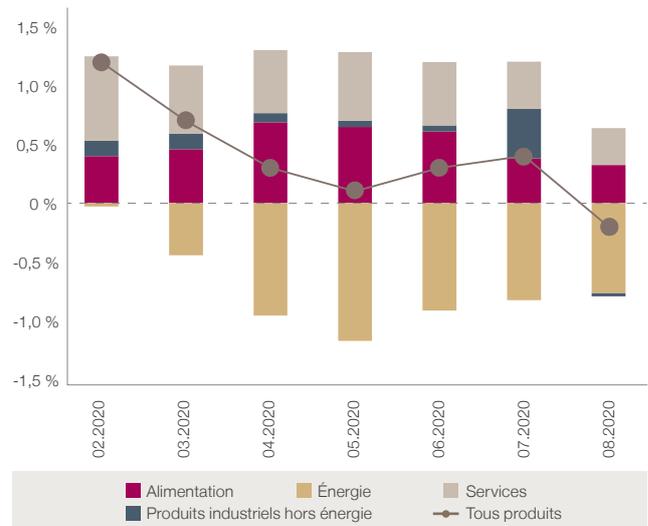
Sources : Eurostat, Bureau des statistiques de l'emploi, Datastream, Indosuez Wealth Management.

#### ZONE EURO : POURQUOI DONC UNE INFLATION NÉGATIVE ?

Les chiffres de l'inflation en zone euro ont surpris les marchés à la baisse au mois d'août, l'inflation générale devenant négative pour la première fois depuis plus de quatre ans. Tout en pesant moins que les mois précédents, les cours de l'énergie ont été le principal facteur de la baisse des prix. L'inflation sous-jacente (excluant les éléments les plus volatils tels que l'alimentaires et l'énergie) a également ralenti, passant de 1,2 % en juillet à 0,4 % en août. L'augmentation des prix des produits industriels hors énergie a également ralenti. Néanmoins, notre principale préoccupation reste l'évolution des prix des services, traditionnellement sources d'inflation traditionnelles et qui représentent près de la moitié du panier de biens utilisé pour mesurer l'évolution des prix au sein de la zone euro.

Ces derniers ont enregistré une progression annuelle limitée à 0,7 % en août 2020, contre 1,3 % au cours du même mois en 2019. En effet, la pandémie a pesé de manière disproportionnée sur le secteur des services, par exemple en imposant des baisses de tarifs aux compagnies aériennes et aux hôtels. La récente réduction de la TVA en Allemagne et le report des soldes estivales ont également eu des effets techniques.

#### ZONE EURO : CONTRIBUTIONS À L'INFLATION PAR SOUS-COMPOSANTE, %



Sources : Eurostat, Indosuez Wealth Management.

#### INFLATION AUX ÉTATS-UNIS : SUPÉRIEURE AUX ANTICIPATIONS EN AOÛT

Le taux d'inflation annuel aux États-Unis a grimpé de 1 % en juillet à 1,3 % en août 2020, dépassant ainsi les prévisions du marché, situées à 1,2 %. Cette hausse des prix est liée à une baisse moins importante des prix de l'énergie (-9 % en rythme annuel contre -11,2 % en juillet). Toutefois, l'inflation sous-jacente a également accéléré, passant de 1,57 % en juillet à 1,73 % en août. Cette évolution est liée à une forte augmentation du prix des voitures d'occasion (qui représente 40 % de la hausse de l'inflation totale). En effet, la pandémie a conduit les consommateurs à se détourner des transports publics et des voitures neuves, ce qui a propulsé le prix des voitures d'occasion à un sommet de 50 ans. À l'inverse, les prix ont de nouveau baissé dans les services – comme en Europe –, notamment dans les secteurs des transports et de l'habillement (respectivement -5,9 % et -6,5 %). Les prix de l'alimentation et du logement sont restés stables.

# FOCUS

## INFLATION : LA FRACTURE ATLANTIQUE ?

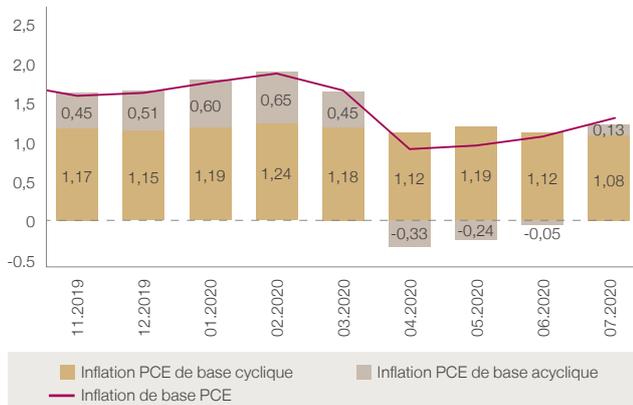
### LES COMPOSANTES ACYCLIQUES PÈSENT SUR LES PRIX AUX ÉTATS-UNIS

En ce qui concerne la dynamique de l'inflation aux États-Unis, la mesure des dépenses de consommation personnelle (PCE) est l'indicateur préféré de la Réserve fédérale (Fed). Dans le cadre de la méthodologie de Mahedy & Shapiro (2017), la mesure de l'inflation des dépenses de consommation personnelle peut être décomposée en deux catégories :

- Les composantes cycliques, incluant les catégories où les prix ont tendance à être plus sensibles aux conditions économiques générales (par exemple, les prix des compagnies aériennes) ;
- Les composantes acycliques, comprenant des catégories qui sont plus sensibles aux facteurs spécifiques à l'industrie (par exemple, les prix des soins de santé susceptibles d'être administrés par les gouvernements).

Les données montrent que les pressions cycliques sur l'inflation n'ont que légèrement décéléré depuis le début de la crise. En revanche, le recul des composantes acycliques a été nettement plus marqué, même si ces dernières ont progressé en juillet pour la première fois en trois mois grâce à une légère hausse des prix des soins de santé, tandis que les prix acycliques non liés à la santé ont chuté pour le quatrième mois consécutif.

### INFLATION AUX ÉTATS-UNIS : COMPOSANTES CYCLIQUES ET ACYCLIQUES



Sources : Datastream, Indosuez Wealth Management.

En outre, une récente étude de l'économiste Adam Shapiro (août 2020) a analysé les effets de la COVID-19 sur les catégories de prix sensibles à l'offre et à la demande. Cette analyse permet de conclure que l'essentiel de la baisse de l'inflation PCE de base, dans le sillage de la pandémie, est attribuable aux secteurs ayant enregistré une demande négative. Par conséquent, ces facteurs négatifs devraient commencer à s'estomper avec la reprise. Cela peut expliquer pourquoi les anticipations d'inflation du marché, pourtant bien ancrées, continuent de tabler sur une nouvelle hausse des prix.

### ANTICIPATIONS D'INFLATION, %



Sources : Datastream, Indosuez Wealth Management.

### À L'AVENIR, LE DIFFÉRENTIEL D'INFLATION DEVRAIT PERSISTER

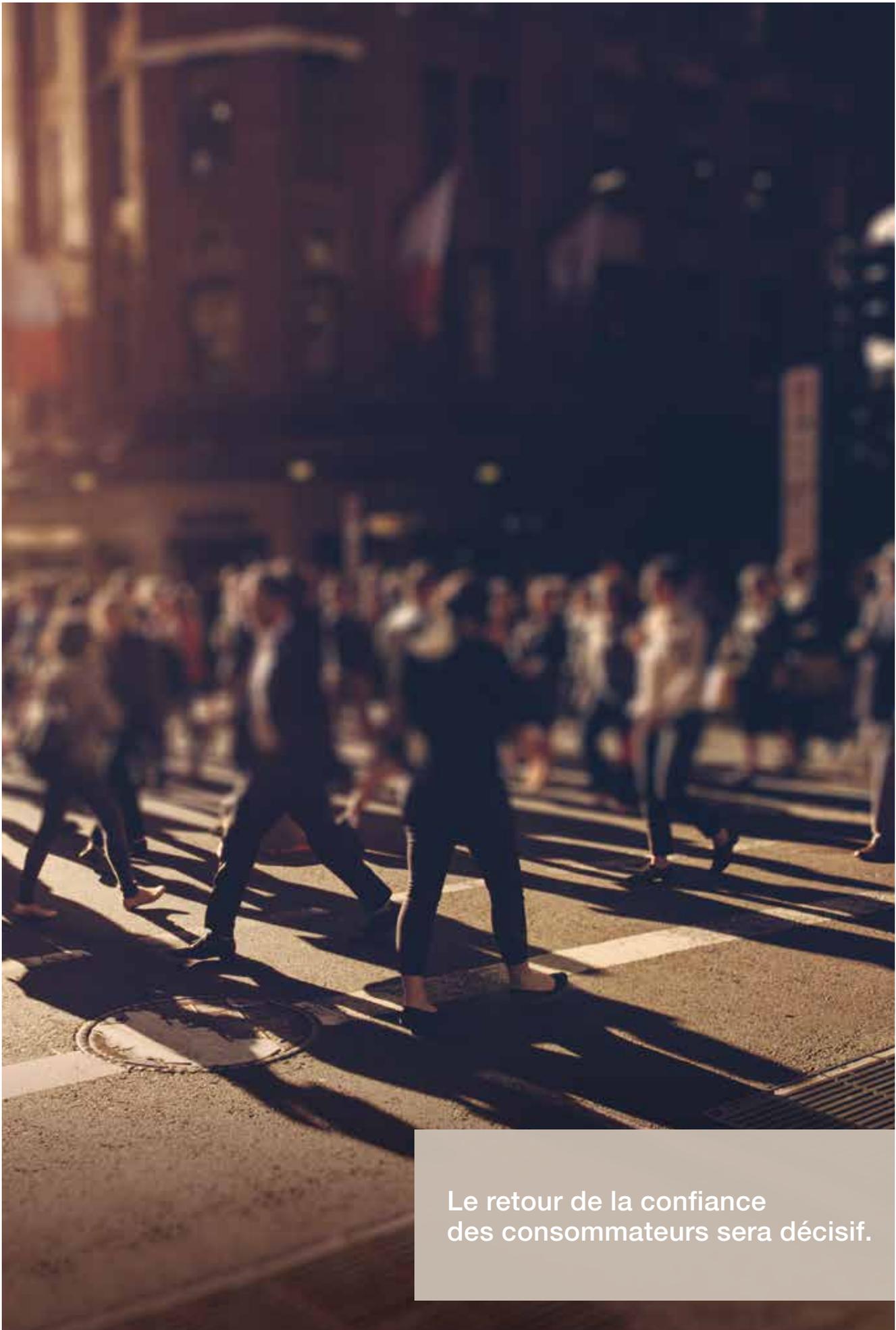
Alors que les prix de l'énergie se redressent après le plongeon d'avril 2020, nous anticipons des effets de base positifs sur l'inflation dans les prochains mois sur les deux continents.

Toutefois, l'évolution des prix continuera de diverger, car l'appréciation de l'euro se traduira par une pression à la baisse des prix à l'importation dans la zone euro, tandis que l'inverse se produira aux États-Unis en raison de la récente dépréciation du dollar. D'autre part, les conséquences de la récession sur l'emploi exerceront une pression à la baisse sur les prix, mais l'ajustement du marché du travail sera probablement plus rapide aux États-Unis qu'en Europe.

Au-delà de ces effets, les fondamentaux sont mis sous pression par la crise, notamment du côté de la demande, ce qui incitera les banques centrales à se concentrer davantage sur la croissance que sur l'inflation. Ce scénario est cohérent avec le changement de politique notable de la Fed concernant un « nouvel objectif d'inflation moyenne » (AIT) de 2 %, qui permettra de laisser l'inflation augmenter et de maintenir des taux d'intérêt bas dans les années à venir (jusqu'à la fin 2023, pour être précis) afin de ne pas entraver une reprise économique déjà en dents de scie.

En résumé, le président de la Fed, Jerome Powell, tente de renforcer les anticipations d'inflation afin de convaincre les acteurs que l'inflation ne sera pas inférieure à l'objectif de 2 %. Autrement dit, il compte stimuler l'économie en faisant croire aux consommateurs que l'inflation sera élevée à l'avenir et mieux vaut dépenser maintenant plutôt que plus tard.

Enfin, nous prévoyons que l'inflation aux États-Unis se situera autour de 1,2 % en 2020, avant d'accélérer en 2021 tout en restant inférieure à l'objectif initial de 2 % fixé par la Fed. Dans la zone euro, l'inflation est plus modérée et devrait rester faible en 2020 (0,25 %), avant d'accélérer légèrement en 2021 tout en restant inférieure à 1 %, car la reprise peine à s'affirmer.



Le retour de la confiance  
des consommateurs sera décisif.

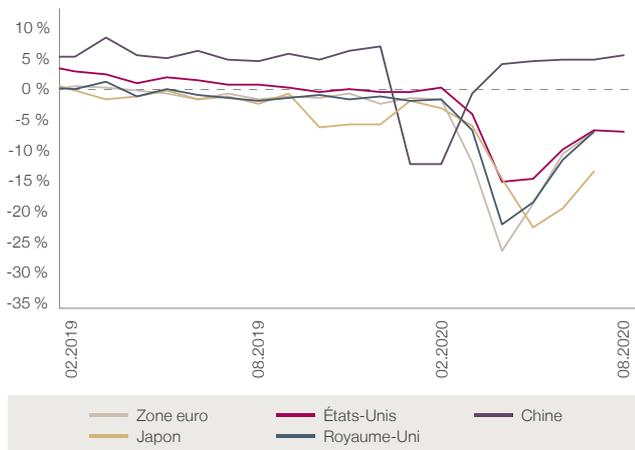
# MACROÉCONOMIE

## LA REPRISE ÉCONOMIQUE : RESTEZ CALMES ET CONSOMMEZ

Après un été marqué par les espoirs de reprise des marchés et les résultats encourageants des enquêtes économiques, les chiffres concrets (*hard data*) publiés ont prouvé que la reprise mondiale serait progressive et largement dépendante des mesures de relance.

Le rebond de la production industrielle a commencé à faiblir en Europe au mois de juillet (+4,1 %, contre +9,5 % en juin). Aux États-Unis, la production industrielle s'est avérée décevante en août (progression limitée à 0,4 %, contre 1 % pour les prévisions du consensus), mais cela était principalement dû à des facteurs météorologiques temporaires. Des deux côtés de l'Atlantique, la production reste inférieure de 7 % à la même période de l'année dernière. Il existe toutefois des raisons d'être optimiste en Chine, où le confinement a pris fin en février et où la reprise naissante semble monter en puissance, en l'absence d'une deuxième vague de COVID-19. La Chine s'est appuyée sur son ancien modèle économique de construction, d'investissement et d'exportations bas de gamme pour soutenir l'économie, permettant à la production industrielle d'enregistrer cinq mois de hausse consécutifs sur une base annuelle (+5,6 % en août).

### PRODUCTION INDUSTRIELLE, GLISSEMENT ANNUEL, %



Sources : Sources nationales, Datastream, Indosuez Wealth Management.

En ce qui concerne les secteurs des services, le rebond des indices PMI (indices des directeurs d'achat) a marqué le pas dans l'ensemble de la zone euro au mois d'août. La pandémie a freiné la reprise de l'activité dans le monde entier et la deuxième vague frappe de plein fouet les économies essentiellement axées sur les services, comme la France, l'Espagne et l'Inde.

Du côté de la demande, les ventes de détail ont commencé à se redresser lentement. En Chine, les ventes de détail sont repassées en territoire positif au mois d'août (+0,5 %), après sept mois de baisse consécutifs.

Dans le monde développé, les commerçants attendent avec impatience que les consommateurs se sentent suffisamment confiants pour puiser dans leur épargne en vue de consommer. Cela prendra toutefois du temps, car la reprise de l'emploi est très progressive. Aux États-Unis, le nombre d'emplois du secteur non agricole a augmenté de 1,371 million en août, contre 1,734 million en juillet (mais reste inférieur de 11,5 millions au niveau qui prévalait avant la pandémie).

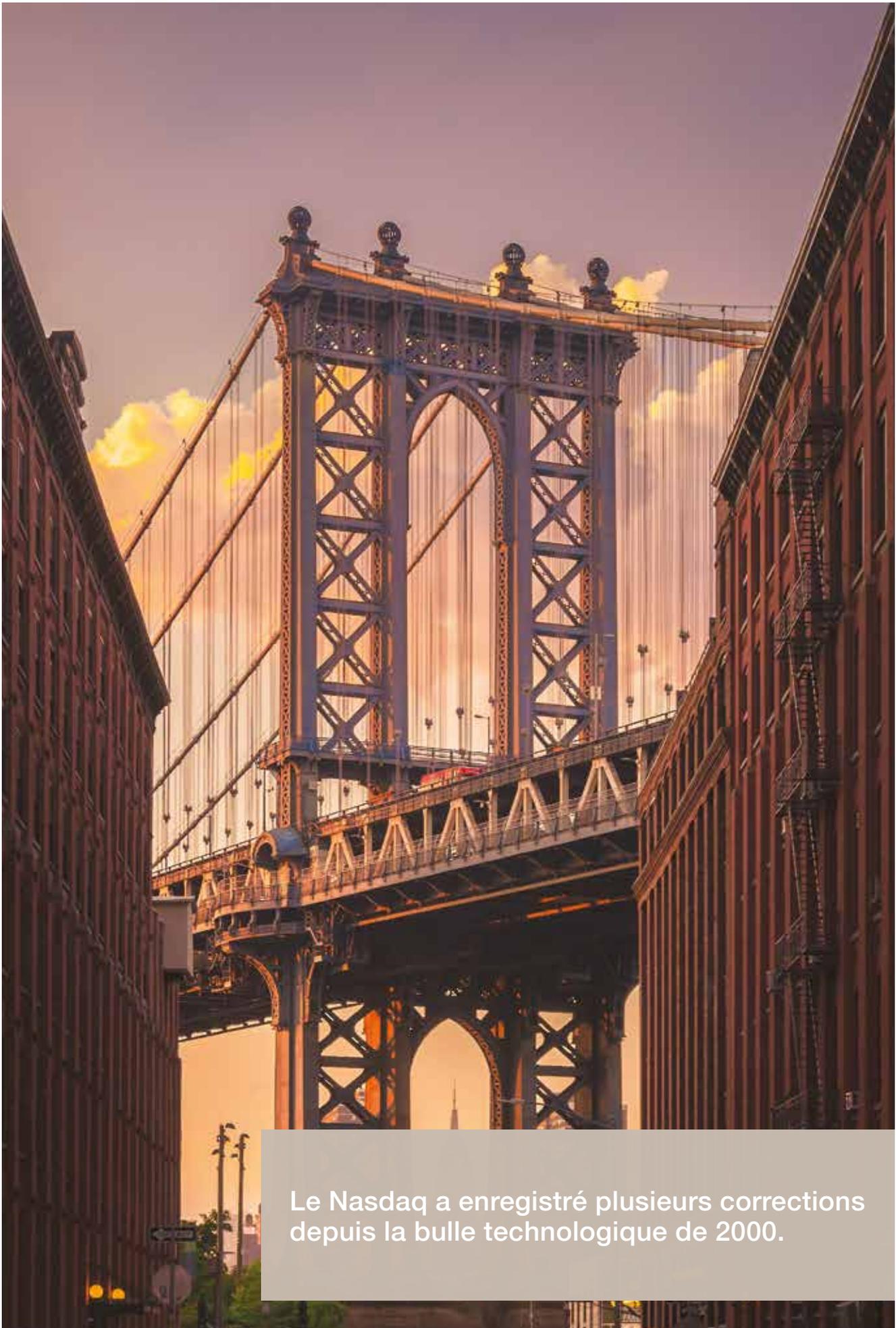
L'évolution du taux de chômage de la zone euro reste relativement stable (7,9 % en juillet, contre 7,7 % en juin) par rapport aux États-Unis (8,4 % en août, contre 10,2 % en juillet et 4,4 % en mars), le recours aux formes d'emploi à court terme restant important en Europe. Les plans de relance nationaux annoncés en France et en Allemagne (avant ceux de l'Italie et de l'Espagne) diffèrent dans leurs objectifs, mais visent tous deux à stimuler la consommation (taux de TVA réduit en Allemagne à partir de juillet) ou à favoriser la capacité d'emploi des entreprises (extension des dispositifs de travail à court terme et baisse des taxes de production en France). Néanmoins, le taux de chômage devrait augmenter davantage dans la zone euro à l'approche de la fin 2020 (la prévision annuelle de la BCE s'établit à 8,5 %), tandis qu'une baisse est attendue aux États-Unis (7,6 % selon les dernières projections du FOMC, organe de politique monétaire de la Fed).

### CROISSANCE PLUS MODESTE ET INCERTITUDE POLITIQUE AU QUATRIÈME TRIMESTRE

Si le nombre de cas de COVID-19 commence à diminuer aux États-Unis, il retrouve des sommets en Europe, suggérant que la pandémie mettra un certain temps à se résorber et aura très probablement un impact à long terme sur la croissance potentielle. En outre, les ratios d'endettement ayant atteint des pics historiques (la dette publique est passée en moyenne, dans les économies du G7, de 114 % à 134 % du PIB en 2020), le soutien des banques centrales restera essentiel pour maintenir les *spreads* à un faible niveau, sachant que la reprise de la demande prendra du temps.

Pour l'avenir, le retour de la confiance des consommateurs sera un indicateur clé à surveiller (les indices des États-Unis et de la zone euro restent 30 % en dessous des niveaux antérieurs à la COVID-19, contre 7 % dans le cas de la Chine). Après un fort rebond au troisième trimestre, nous prévoyons une croissance plus modeste au quatrième trimestre. La fin de l'année sera caractérisée par un net retour du risque politique aux États-Unis, au Royaume-Uni (Brexit) et ailleurs en Europe, notamment en raison des récentes dissensions politiques entre la Turquie et la Grèce.

Les marchés émergents dans leur ensemble se contracteront pour la première fois en 2020 (-1,2 % selon les estimations du FMI). Avec des prévisions de croissance positives pour l'année en cours, la Chine fait figure d'exception (tout comme l'Égypte). Les politiques monétaires et budgétaires voient leur marge de manœuvre se réduire dans la plupart des marchés émergents, en particulier dans les pays d'Amérique latine tels que le Brésil et, dans une moindre mesure, le Mexique.



Le Nasdaq a enregistré plusieurs corrections depuis la bulle technologique de 2000.

# ACTIONS

## CORRECTION DE COURT TERME ?

- La récente correction aux États-Unis a suscité de nombreuses inquiétudes chez les investisseurs, notamment sur la fin potentielle du rallye boursier. Compte tenu de l'ampleur du rebond (plus de 60 % par rapport au plancher du S&P 500) et du positionnement extrême des options d'achat, la probabilité d'une correction de court terme avait fortement augmenté.
- Sauf intensification de la vague de ventes actuelle, les acteurs haussiers pourraient être tentés d'en profiter pour renforcer leurs positions, alors que le moteur du rebond reste intact à ce stade.
- Le nouveau cadre de politique monétaire de la Fed confirme qu'elle maintiendra les taux à court terme à des niveaux extrêmement bas même si l'inflation rebondit et que la mise au point d'un vaccin devient probable, ce qui pourrait déclencher un retournement de cycle et stimuler la hausse des bénéfices impulsée par la révolution numérique.

## VALORISATIONS

Fondé sur les projections de l'IBES (Institutional Brokers' Estimate System) qui prévoient un rebond de 27 % en 2021 par rapport à 2020, le ratio cours/bénéfice (C/B) à terme du S&P 500 a récemment atteint son niveau le plus élevé depuis la fin des années 1990. Même après la récente correction du S&P 500, le ratio C/B estimé pour 2021 reste à 20,6 x, soit une prime de 20 % par rapport à sa moyenne historique. Le potentiel de hausse serait toutefois limité si les autres classes d'actifs n'offraient pas un rendement aussi médiocre. En termes de prime de risque, même à ces niveaux, les actions demeurent attrayantes par rapport aux obligations.

### ÉTATS-UNIS

L'incertitude qui domine l'élection présidentielle américaine maintient la volatilité implicite à des niveaux élevés. Cette volatilité devrait diminuer lorsque l'échéance électorale sera dépassée, ce qui permettra le retour des flux de certains fonds systématiques.

Dans cette attente, le marché américain restera probablement animé. Le mois de septembre est traditionnellement un mauvais mois pour les actions et ce schéma est encore plus marqué les années d'élection présidentielle. Le mois se caractérisant par un faible flux d'informations sur les entreprises, l'attention des investisseurs est captée par l'agitation des débats politiques. Historiquement, le marché atteint généralement un creux autour du 10 octobre, date qui annonce le début de la saison des résultats du troisième trimestre.

### EUROPE

Les marchés européens sont globalement stationnaires depuis la fin du mois de mai. Les récentes révisions des bénéfices par action (BPA) affichent des tendances plus favorables qu'au printemps. Cette amélioration est soutenue par plusieurs éléments : des résultats meilleurs que prévu pour le premier semestre, une reprise économique progressive et le soutien des administrations publiques (action des gouvernements et de la BCE, fonds de relance de l'Union européenne). L'évolution des BPA européens pour cette année et l'année prochaine reste néanmoins à la traîne par rapport aux tendances américaines. La décote de valorisation par rapport au reste du monde se situe juste en dessous de la moyenne historique, ce qui ne justifie pas en soi une surperformance de l'Europe.

### MARCHÉS ÉMERGENTS

L'amélioration continue des données économiques en provenance de Chine a contribué à une évolution encourageante du sentiment des investisseurs envers l'Asie. Les révisions des bénéfices sont

récemment devenues positives pour la région, en particulier en Chine, à Taïwan et en Inde.

Le rééquilibrage de l'économie chinoise en faveur de la consommation, les réformes structurelles et les investissements dans les infrastructures restent d'actualité et s'accéléreront probablement dans le cadre de mesures de croissance contracycliques. Dans la région, nous restons surpondérés sur la Chine, neutres sur la Corée du Sud et Singapour, et sous-pondérés sur l'Inde et l'ASEAN (hors Singapour).

## PRÉFÉRENCES SECTORIELLES ET STYLE D'INVESTISSEMENT

Après le rallye enclenché depuis les planchers de mars, le segment technologique vient de subir une correction rapide, le Nasdaq abandonnant plus de 11 % en seulement 3 jours. Ce type de correction n'a rien d'inhabituel dans la trajectoire des rallyes boursiers. Depuis la bulle technologique de 2000, le Nasdaq a connu plusieurs corrections d'environ 13 % avant que la tendance n'atteigne finalement son sommet, avec une performance totale supérieure à +300 %.

Nous continuons à surpondérer la technologie et les titres de croissance par rapport aux titres « *value* », d'autant plus que les rendements obligataires devraient rester durablement faibles, tandis que les dépenses du secteur technologique sont structurellement en hausse depuis de nombreuses années et que la crise récente a accéléré la révolution numérique.

## 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 porte ouverte à davantage  
d'assouplissement.

# OBLIGATIONS

## LA QUÊTE D'INFLATION

- « Si nous jugeons que les pressions inflationnistes sont maîtrisées et que l'économie peut atteindre une croissance équilibrée, nous pouvons maintenir les taux d'intérêt à des niveaux très bas », a déclaré Toshihiko Fukui, gouverneur de la Banque centrale du Japon de mars 2003 à mars 2008.
- La quête d'inflation nous obsédera longtemps.

## BANQUES CENTRALES

Au vu des résultats de ses programmes d'injection de liquidités, la Banque centrale européenne a relevé ses prévisions d'inflation pour 2021 à 1 %, contre 0,8 % en juin. La hausse de l'euro constitue toutefois une menace pour l'objectif d'inflation et le marché anticipant une baisse de 10 pb au printemps 2021. Lors du symposium de Jackson Hole, Jerome Powell a redéfini le mandat de la Fed : la cible de 2 % d'inflation devient asymétrique et la baisse du chômage est désormais l'objectif principal. La Banque d'Angleterre envisage d'assouplir encore sa politique au mois de novembre. Un marché du travail en difficulté, une inflation faible et une consommation fragile pourraient menacer l'objectif d'inflation de 2 % et déclencher des actions supplémentaires.

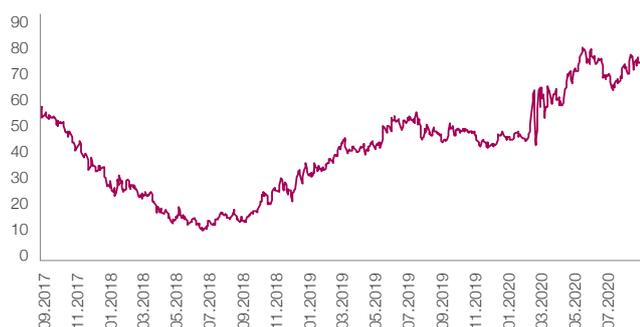
## OBLIGATIONS D'ÉTAT

Le changement d'objectif de la Fed annoncé fin août à Jackson Hole s'est traduit par une pentification de la courbe des taux américains et a temporairement mis fin au rallye des rendements observé durant l'été. En octobre, l'Union européenne commencera à émettre des obligations pour financer le programme de Soutien pour atténuer les risques de chômage en cas d'urgence (« Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency » - SURE), sur le modèle des émissions destinées à financer le fonds de relance de 750 milliards d'euros.

## INVESTMENT GRADE (IG)

Cette année est déjà une année record pour le financement du secteur privé, toutes échéances confondues. L'offre d'obligations répond à la demande croissante des investisseurs, qui rivalisent d'appétit avec les banques centrales. De nombreuses entreprises ont préfinancé leurs besoins de trésorerie pour la fin de l'année en cours, voire le début de l'année 2021. Dans un contexte d'activité réduite au dernier trimestre, la persistance d'une forte demande devrait maintenir les *spreads* dans la partie la plus étroite de leur fourchette.

## RÉPARTITION DES TAUX D'INTÉRÊT US 10 ANS CONTRE 30 ANS, POINTS DE BASE



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

## HIGH YIELD (HY)

Sur le marché *high yield* américain, le nombre de défauts de paiement depuis le début de l'année (plus d'une centaine selon Moody's) dépasse déjà le total des années précédentes. Attendu au premier trimestre 2021, le pic des défauts devrait atteindre 8,7 % dans le monde. Les investisseurs en quête de rendement ont acheté les obligations les moins bien notées, et le segment CCC a enregistré une performance de 2,44 % en août. Cela reflète la confiance des investisseurs dans les actifs plus risqués. Les risques exogènes étant connus, seule une augmentation de la volatilité du marché boursier pourrait faire dérailler le rallye en cours.

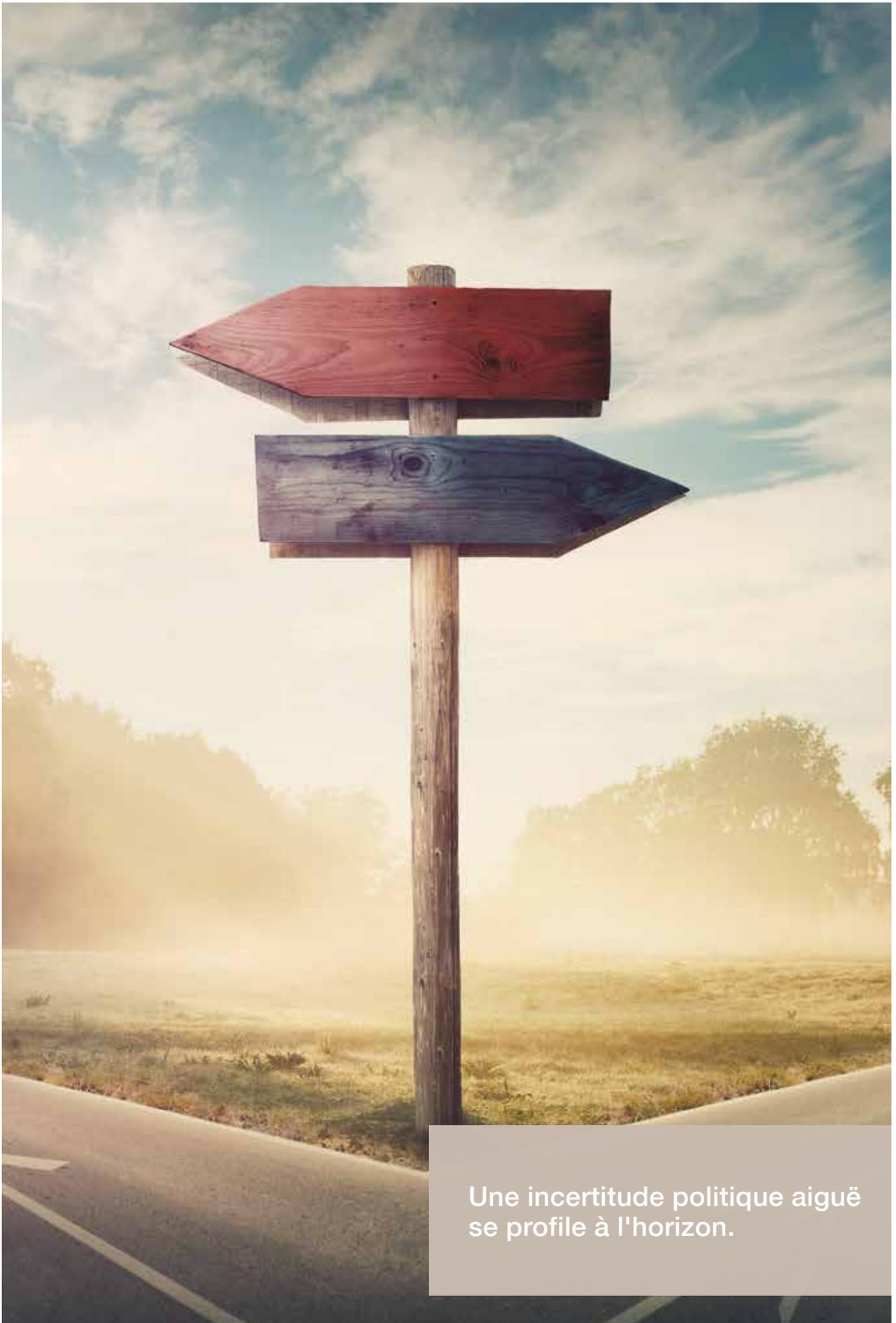
## OBLIGATIONS ÉMERGENTES

Le contexte macroéconomique restera incertain, les principales préoccupations concernant l'efficacité des efforts de relance, l'incertitude liée aux élections américaines et les tensions entre les États-Unis et la Chine. Les actifs des marchés émergents seront soutenus par l'affaiblissement de la monnaie américaine et des taux de défaillance relativement modestes depuis le début de l'année. Le second semestre connaîtra probablement encore des accès de volatilité, toutefois associés à des fluctuations beaucoup plus faibles. Les différences régionales restent importantes et nous continuons à privilégier le crédit asiatique par rapport à l'Amérique latine, en raison d'une meilleure visibilité globale et d'une qualité de crédit moyenne supérieure.

## 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.



Une incertitude politique aiguë se profile à l'horizon.

# DEVISES

## NOTRE VUE MAISON

- Voués à persister, les rendements « réels » négatifs ne sont pas sans conséquence.

### EURO (EUR)

Pour la première fois depuis mai 2018, la paire EUR/USD s'est échangée au-dessus des niveaux de 1,2000 début septembre, en raison de la faiblesse généralisée du dollar. Dans le même temps, plusieurs responsables de la Banque centrale européenne (BCE) ont exprimé leur inquiétude concernant le taux de change.

Lors de sa dernière réunion, la BCE a laissé sa politique monétaire inchangée. Le Conseil des gouverneurs a débattu de la force de l'euro, avant de conclure qu'il n'était pas nécessaire de réagir de manière excessive à son appréciation. Si la Présidente de la BCE, Christine Lagarde, a ajouté que la Banque centrale ne ciblait pas le taux de change, elle a cependant souligné l'importance de la valeur de l'euro en tant que moteur de l'inflation.

Le positionnement du marché et les indicateurs techniques étant désormais proches de valeurs extrêmes, toute nouvelle progression de l'euro sera difficile.

Nous anticipons que la paire de devises s'échangera dans une fourchette de 1,16 à 1,21 avant les élections américaines, qui demeurent particulièrement incertaines.

### DOLLAR US (USD)

Lors du symposium économique de Jackson Hole, la Réserve fédérale a présenté son nouveau cadre flexible d'objectif d'inflation moyenne (« *average inflation target* » – AIT). Ce cadre devrait permettre de maintenir plus longtemps les taux réels américains à des niveaux historiquement bas. La trajectoire en pointillés médiane de la Fed (un graphique qui enregistre les prévisions de ses membres) montre que les taux resteront proches de zéro jusqu'à la fin 2023.

Après l'adoption d'une politique accommodante par la Fed en début d'année, le dollar américain a perdu l'avantage que lui conféraient des taux relativement élevés. Le recours de la Banque centrale à la planche à billets, le flot de dépenses budgétaires et la persistance de taux d'intérêt très bas ont pesé sur la devise américaine.

Après un plongeon de 10 % depuis son pic de mars dernier, l'indice dollar a toutefois repris du terrain récemment.

L'avenir du dollar sera influencé par les perspectives de croissance aux États-Unis et l'élection présidentielle américaine, qui aura lieu dans moins de deux mois. Enfin, le dollar pourrait souffrir de politiques moins favorables aux entreprises si Joe Biden remporte la présidence et que les Démocrates prennent le contrôle du congrès en novembre.

### LIVRE STERLING (GBP)

Septembre n'a pas été un bon mois pour la livre sterling, alors que le gouvernement britannique envisage l'adoption d'une législation qui serait en contradiction avec l'accord de Brexit conclu l'année dernière.

Il n'est guère surprenant que l'Union européenne ait manifesté son désaccord. Toutefois, les objections d'autres pays tels que les États-Unis – qui estiment que le capital confiance du Royaume-Uni sur la scène internationale risque d'être entamé par le non-respect d'un traité international signé – se sont avérées encore plus dommageables.

Grâce à la robustesse relative de la livre durant l'été, la correction a été limitée. Les niveaux de 0,92 EUR/GBP et 1,28 GBP/USD traduisent le sentiment d'investisseurs « nerveux à propos du Brexit, mais pas excessivement inquiets ».

Les négociations deviendront inévitablement plus tendues en octobre, ce qui nous incite à rester à l'écart de la livre, dans un contexte trop compliqué pour prendre position.

### YUAN CHINOIS (CNY)

Le yuan a poursuivi son redressement spectaculaire, passant de 7,10 à moins de 6,80 par rapport au dollar en septembre, principalement en raison de la faiblesse du dollar, de la reprise économique solide en Chine et de la « fin des précautions liées à la COVID-19 ».

Il convient également de noter que, pendant que nous étions tous distraits par les chiffres quotidiens des infections, l'écart de rendement des emprunts d'État chinois par rapport aux obligations d'État américaines à 10 ans a atteint le niveau record de 2,50 %. Dans le même temps, alors que les banques centrales occidentales ont initié un nouveau cycle de dévaluations en imprimant de la monnaie pour financer d'énormes déficits budgétaires, les Chinois ont privilégié l'orthodoxie monétaire (évitant donc toute dépréciation de la devise).

Ainsi, bien que le yuan chinois se soit déjà considérablement renforcé, les fondamentaux de long terme jouent en sa faveur et nous ne serions pas surpris de voir le transfert continu de capitaux vers les marchés chinois.

### 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.

# ALLOCATION D'ACTIFS

## SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS

### SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT

#### Perspectives macroéconomiques

- Les enquêtes sur l'activité économique et les indicateurs de confiance suggèrent que la dynamique macroéconomique s'est affaiblie depuis juillet et que le rythme de la reprise risque de s'avérer décevant dans les prochains mois ;
- La reprise devrait toutefois rester robuste au troisième trimestre, comme le montre la révision à la hausse récente du PIB trimestriel par la Banque de France (+16 % par rapport au deuxième trimestre 2020), avant de faiblir logiquement au quatrième trimestre ;
- Toujours atone, l'inflation devrait rester négative en Europe jusqu'à la fin de l'année, avant d'augmenter en 2021 pour se rapprocher de 1 % en Europe (contre 2 % aux États-Unis), ce qui n'incitera pas les banques centrales à abandonner leur positionnement accommodant ;
- Le dosage des politiques est efficace et les politiques budgétaires contribueront à l'accélération de la croissance mondiale, qui devrait atteindre 5 % en 2021 ;
- Les marchés émergents affichent une forte dispersion, avec de meilleures perspectives en Asie qu'en Amérique latine ;
- La COVID-19 reste le principal risque susceptible de peser sur la reprise, alors que l'émergence d'une deuxième vague épidémique se confirme en Europe ;
- Les élections américaines devraient être serrées, dans un contexte d'incertitude aggravée par le vote par correspondance. Pour les marchés, le pire cas de figure serait une victoire contestée, obligeant à un recomptage des bulletins de vote arbitré par la Cour suprême.

#### Taux de défaut

- Selon Moody's, les taux de défaut mondiaux sur les obligations *high yield* ont dépassé 6 % en août, notamment en raison de la dégradation du marché américain (taux de défaut proche de 9 %, 112 défauts sur 137 en cumul annuel) et se sont concentrés sur le secteur de l'énergie, ainsi que sur les services aux entreprises et aux particuliers. Le taux de défaut global aux États-Unis devrait

atteindre un sommet supérieur à 11 % entre cet hiver et le printemps 2021 (avec une forte augmentation des défauts dans l'hôtellerie, les jeux et les loisirs), avant de retomber vers 9 % à l'été 2021. Sur le segment *high yield* américain, d'autres sources suggèrent cependant des taux de défaut nettement plus faibles (environ 6 % depuis le début de l'année) et concentrés sur le secteur de l'énergie (taux de défaut hors énergie inférieur à 4 %) ;

- En Europe, les taux de défaut se situent autour de 3 % en cumul annuel. Sur le segment *high yield* en euro, nous estimons que les taux de défaut ne dépasseront guère 5 % à 6 % en 2021. Ces prévisions pourraient être contredites par les plans d'intervention liés à la COVID-19, susceptibles de retarder la survenance de défauts (proportion croissante d'entreprises « zombies ») et d'entraîner un plafonnement des taux de défaut pendant un certain temps.

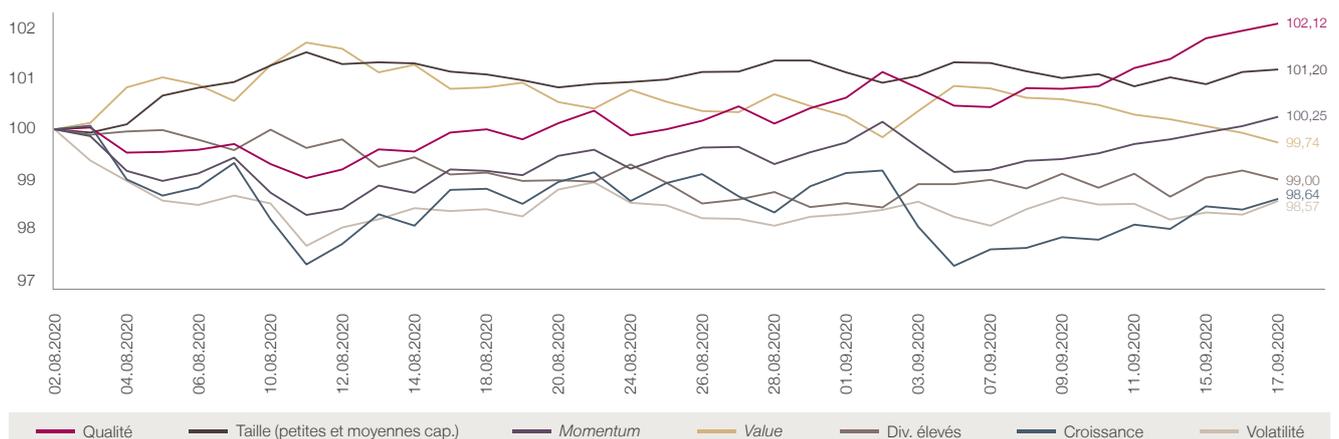
#### Bénéfices des entreprises

- Les anticipations de bénéfices pour l'exercice fiscal 2020 se sont améliorées aux États-Unis, grâce à une saison des résultats du deuxième trimestre meilleure que prévu ;
- En ce qui concerne l'exercice 2021, les prévisions semblent élevées (plus de 25 % pour l'indice MSCI World) et sujettes à révision, mais reflètent surtout un effet de base significatif sur un niveau de bénéfices très déprimé en 2020 ;
- Au plan géographique, les actions de Chine et d'Asie septentrionale dominent, suivies par les actions américaines et européennes, ces dernières affichant en 2020 une contraction plus sévère des BPA qui traduit les composantes plus cycliques des indices européens.

#### Valorisations

- Si les ratios cours/bénéfices semblent peu attrayants sur une base historique, les primes de risque des actions sont conformes aux moyennes de long terme ;
- Les *spreads* de crédit pourraient offrir un potentiel de compression supplémentaire si les taux de défauts déjouent les prévisions les plus pessimistes, alors que la normalisation des primes de risque est globalement derrière nous.

### PERFORMANCE RELATIVE DES FACTEURS MSCI, EUROPE



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

# ALLOCATION D'ACTIFS

## SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS

### CONVICTIONS DANS LES CLASSES D'ACTIFS

#### Actions

Nous maintenons notre préférence pour les actions américaines et la Chine, mais nous avons réduit le mois dernier notre sous-pondération de l'Europe, qui pourrait bénéficier du plan de relance, d'une inversion potentielle des mouvements de change et d'une plus grande stabilité internationale en cas de victoire de Joe Biden. La correction technique sur la technologie américaine offre un potentiel de reprise à court terme. Au plan stratégique, nous continuons à privilégier les actions de qualité et les thèmes séculaires.

#### Obligations

Nous restons confiants dans le crédit sur les marchés développés et sélectifs sur les marchés émergents, avec une préférence pour l'Asie. Le soutien des banques centrales et la quête de valeurs refuges nous incitent à maintenir une position de duration via les bons du Trésor américain, tout en surveillant une éventuelle pentification, potentiellement causée par une normalisation partielle de l'inflation ou par les réactions du marché au contexte politique et à la pression financière aux États-Unis.

#### Devises

Nous sommes neutres sur la paire EUR/USD et considérons que la baisse du dollar, à ce stade, est terminée. À plus long terme, le billet vert pourrait faiblir davantage en raison des déficits jumeaux (déficit budgétaire et déficit de la balance des paiements) et du recours à la planche à billets pour financer l'accumulation de la dette fédérale.

#### Or

L'or devrait se stabiliser entre 1 800 USD et 1 950 USD, mais n'est pas à l'abri d'un mouvement de pentification de la courbe des taux. À long terme, l'assouplissement monétaire et le « débasement » des devises favorisent l'or par rapport à la plupart des devises.

### 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>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.

## MARKET MONITOR (DEVICES LOCALES)

## APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 16 SEPTEMBRE 2020

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
S&P 500 (États-Unis)	3 385,49	0,32 %	4,79 %
FTSE 100 ( Royaume-Uni)	6 078,48	-0,55 %	-19,41 %
Stoxx Europe 600	373,13	0,96 %	-10,27 %
Topix	1 644,35	1,90 %	-4,47 %
MSCI World	2 403,50	0,38 %	1,91 %
Shanghai SE Composite	4 657,36	-1,76 %	13,69 %
MSCI Emerging Markets	1 116,99	1,60 %	0,21 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 007,60	1,18 %	-31,19 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	217,30	-0,48 %	-18,79 %
MSCI Asia Ex Japan	731,85	1,87 %	6,33 %
CAC 40 (France)	5 074,42	1,95 %	-15,12 %
DAX (Allemagne)	13 255,37	2,14 %	0,05 %
MIB (Italie)	19 963,99	-0,46 %	-15,07 %
IBEX (Espagne)	7 110,80	0,23 %	-25,54 %
SMI (Suisse)	10 520,00	2,35 %	-0,91 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
Acier (CNY/Tonne)	3 680,00	-2,44 %	-3,06 %
Or (USD/Once)	1 959,26	1,57 %	29,13 %
Pétrole brut (USD/Baril)	40,16	-6,45 %	-34,23 %
Argent (USD/Once)	27,35	0,05 %	52,64 %
Cuivre (USD/Tonne)	6 777,00	1,38 %	9,77 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	2,27	-6,55 %	3,56 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (point)	VARIATION 2020 (point)
VIX	26,04	3,50	12,26

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
EUR/CHF	1,07	-0,81 %	-1,01 %
GBP/USD	1,30	-1,00 %	-2,19 %
USD/CHF	0,91	-0,63 %	-5,92 %
EUR/USD	1,18	-0,19 %	5,38 %
USD/JPY	104,95	-1,10 %	-3,37 %

OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (pbs)	VARIATION 2020 (pbs)
Bons du Trésor américain 10A	0,70 %	1,68	-122,06
France 10A	-0,22 %	-3,90	-33,90
Allemagne 10A	-0,49 %	-1,10	-29,70
Espagne 10A	0,26 %	-2,90	-20,40
Suisse 10A	-0,47 %	0,60	0,20
Japon 10A	0,02 %	-1,10	3,50

OBLIGATIONS D'ENTREPRISE	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
Emprunts d'État émergents	42,74	1,88 %	-2,62 %
Emprunts d'État en euro	220,48	0,08 %	1,35 %
Entreprises haut rendement en euro	199,50	0,93 %	-2,05 %
Entreprises haut rendement en dollar US	303,67	0,67 %	-0,10 %
Emprunts d'État américains	326,48	0,05 %	5,97 %
Entreprises émergentes	52,00	-0,10 %	0,41 %

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

## RENDEMENT MENSUEL DES INDICES, HORS DIVIDENDES

JUIN 2020	JUILLET 2020	AOÛT 2020	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (16 SEPTEMBRE 2020)
7,87 %	12,75 %	8,16 %	1,90 %	13,69 %
7,68 %	10,73 %	7,01 %	1,87 %	6,33 %
6,96 %	8,42 %	6,53 %	1,60 %	4,79 %
5,19 %	8,02 %	3,40 %	1,18 %	1,91 %
3,20 %	5,51 %	2,86 %	0,96 %	0,21 %
2,85 %	4,69 %	2,58 %	0,38 %	-4,47 %
2,51 %	2,44 %	2,09 %	0,32 %	-10,27 %
1,84 %	-1,11 %	1,26 %	-0,48 %	-18,79 %
1,53 %	-4,02 %	1,12 %	-0,55 %	-19,41 %
-0,31 %	-4,41 %	-6,36 %	-1,76 %	-31,19 %

MEILLEURE PERFORMANCE



MOINS BONNE PERFORMANCE



Source : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

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

# 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.

**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. 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 de options contractées sur l'indice.

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

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

## AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CA Indosuez Wealth (Group) (Indosuez Group), société de droit français, holding de l'activité de gestion de fortune du groupe Crédit Agricole, et ses filiales (directes et indirectes) et/ou entités consolidées menant la même activité, à savoir CA Indosuez 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.

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

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

- en France : la présente 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 Espana, supervisée par le Banco de Espana ([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 (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 093535880158 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 (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. A 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 (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- au Liban : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) (Lebanon) 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 (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower - Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- à Abu Dhabi : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1<sup>st</sup> Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, Émirats arabes unis. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats arabes unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- à Miami : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 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 1243 - 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 (Switzerland) SA/Tous droits réservés.

Crédits photos: iStock.

Achevé de rédiger le 17.09.2020.

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.

