

MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – AVRIL 2020

DOCUMENT MARKETING



ACTIONS

L'UNE DES PLUS VIOLENTES
CORRECTIONS JAMAIS ENREGISTRÉES

ÉDITORIAL



VINCENT MANUEL

Global Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth Management

POUR QUELQUES DOLLARS DE PLUS ?

Cher Lecteur, Chère Lectrice,

La plupart des investisseurs cherchent à comprendre l'ampleur de la correction enregistrée par les marchés actions en quatre semaines : parallèlement à l'accélération des nouveaux cas de COVID-19 sur le Vieux Continent, les actions européennes ont plongé de 40 % quasiment en ligne droite, tandis que les actifs du monde entier subissaient des dépréciations massives.

Les gérants de portefeuille sont également surpris de constater que les valeurs refuges ne jouent plus leur rôle d'amortisseurs.

Cette correction est-elle excessive ? Peut-on considérer qu'elle est justifiée ? Est-il rationnel que l'or perde de son éclat dans un marché baissier, alors que la Réserve fédérale américaine (Fed) est revenue à une politique monétaire à taux zéro ? Pourquoi les marchés ne réagissent-ils pas positivement aux importantes baisses de taux décidées par la banque centrale américaine ?

La première réponse est évidente : les marchés anticipent un ralentissement économique sévère et une dégradation significative des bénéfices. La prise de conscience des impacts négatifs sur la croissance est rapide et s'accompagne de certains excès dus à une panique contagieuse. Dans ce contexte, une relance budgétaire et un soutien monétaire significatifs n'ont pas suffi à apaiser les marchés.

La deuxième réponse est liée aux prises de position et à l'endettement des investisseurs, qui exacerbent généralement la volatilité. Au cours des dernières années, les banques centrales ont comprimé les courbes de taux et incité les investisseurs à étendre, au-delà de leur univers d'investissement habituel, leur quête de rendement à de nouveaux segments présentant des risques accrus et une liquidité moindre. Cette situation a entraîné une compression importante des *spreads* de crédit, tandis que la baisse des taux d'intérêt justifie des ratios cours/bénéfice d'équilibre plus élevés sur les marchés actions. En outre, l'argent bon marché a encouragé la généralisation de l'endettement parmi les investisseurs, cette nouvelle norme reposant sur la perception d'un assouplissement quantitatif infini et la conviction que des économies moins volatiles se traduiraient par des marchés moins cycliques. Ce schéma est aujourd'hui balayé par une pandémie dont l'impact macroéconomique s'avère significatif.

Après un mois de décembre 2018 compliqué et une reprise en dents de scie en 2019, l'année 2020 n'annonçait pas de grands espoirs de performance. Elle avait cependant démarré dans un contexte relativement calme, encourageant les investisseurs à glaner « quelques dollars de plus ». Cette pandémie, qui semble sonner le glas des stratégies de portage, constitue un test grandeur nature pour la plupart des investisseurs. Elle défie nos nerfs, mais aussi notre capacité à supporter le risque et à affronter une volatilité sans précédent et une nouvelle forme d'incertitude ; il s'agit d'un test grandeur nature de la pérennité des stratégies d'investissement fondées sur l'accumulation de primes de risque à effet de levier. Elle nous rappelle que l'effet de levier, tout en augmentant le risque, raccourcit l'horizon temporel des investisseurs et affecte leur psychologie.

Au vu de l'impact macroéconomique des mesures préventives visant à lutter contre l'épidémie et des comportements alimentant la baisse des marchés, mais aussi de leurs conséquences sur les bénéfices et les taux de défaillance des entreprises, cette correction est rationnelle. Cependant, son ampleur et sa rapidité s'expliquent probablement par la liquidation d'une accumulation de stratégies à effet de levier, liquidation qui tend à s'accroître lorsque la volatilité et les performances négatives deviennent insupportables. C'est ce que l'on appelle le « moment Minsky ». Cette liquidation peut aussi expliquer pourquoi la baisse n'est pas limitée aux actions et aux obligations, mais touche également les valeurs refuges. Le COVID-19 n'est donc pas responsable de tous nos maux. Il y a probablement un peu d'excès dans cette correction et le cocktail explosif constitué de la peur du virus et du système des appels de marge risque de l'amplifier davantage, avant que les marchés rebondissent et trouvent un nouvel équilibre.

Si le pic de la pandémie est atteint au cours des prochains mois et si les débouclages massifs que nous évoquions précédemment n'ont pas de conséquences irréversibles sur les entreprises et les banques, la possibilité d'une stabilisation n'est probablement pas très éloignée. L'histoire nous apprend que la plupart des corrections de marché durent quelques semaines, suivies de plusieurs mois de volatilité, avant de déboucher finalement sur un fort rebond. Dans la situation actuelle, l'annonce par la Banque centrale européenne (BCE) d'un programme d'achat d'urgence de 750 milliards d'euros devrait contribuer à ancrer les anticipations, à réduire les *spreads* souverains et à stabiliser la courbe des taux.



L'assouplissement budgétaire peut-il protéger les économies occidentales d'une récession causée par le COVID-19 ?

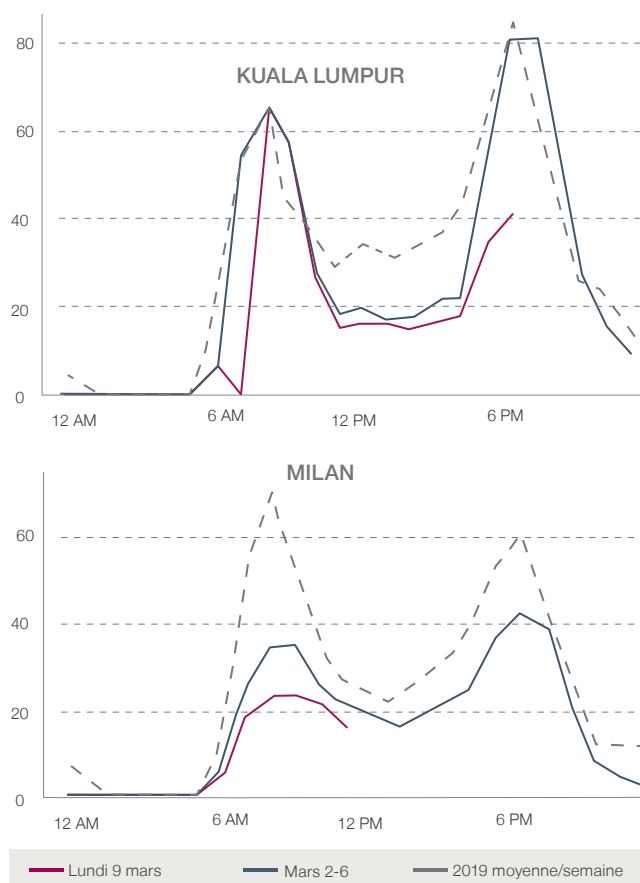
MACROÉCONOMIE

FACE À L'INCONNU

ÉVALUER LES SYMPTÔMES ÉCONOMIQUES

La faible fréquence des publications de données macro-économiques et le caractère unique de la pandémie de COVID-19 rendent le suivi et les prévisions économiques d'autant plus difficiles. Cela étant dit, certaines mesures permettent d'estimer le degré d'activité d'une région. Par exemple, le niveau de congestion routière mesure l'augmentation de la durée d'un trajet urbain par rapport à des conditions non encombrées – une congestion de 20 % signifie que le trajet sera 20 % plus long que sur des routes dégagées. Les graphiques ci-dessous montrent les niveaux de congestion horaires moyens, du lundi au vendredi, pour Kuala Lumpur et Milan. Comme on peut le voir, l'impact du COVID-19 est très important et le pic n'est pas encore dépassé.

MOYENNE DU NIVEAU DE CONGESTION HORAIRE, %



Sources : Bloomberg, NEF, Indice TomTom Traffic, Indosuez Wealth Management.

En ce qui concerne les conséquences sur le PIB mondial, nous savons que le virus aura un impact négatif sur la croissance pendant un ou plusieurs trimestres, mais il est difficile d'en mesurer la gravité. La Banque mondiale a estimé qu'une pandémie de grippe modérée soustrairait 2,5 % à la croissance mondiale. Cette hypothèse est relativement proche du scénario à risque qui est devenu notre scénario de base. Selon nous, le premier trimestre sera mauvais en Chine et le deuxième trimestre très difficile en Europe. De fortes incertitudes pèseront sur les deuxième et troisième trimestres aux États-Unis.

Enfin, nous pouvons espérer un rebond au quatrième trimestre si le pic de l'épidémie est atteint au troisième.

Il est évident que chaque pays ne traversera pas les mêmes difficultés. La résistance au virus diffère d'un pays à l'autre et dépend notamment de l'ampleur des mesures de confinement mises en œuvre. À cet égard, nous prévoyons un impact plus important (mais potentiellement plus court) sur le PIB de la zone euro que sur celui du Royaume-Uni, compte tenu des divergences dans les stratégies adoptées jusqu'à présent.

Enfin, la récente guerre commerciale a révélé qu'au-delà de ces calculs mécaniques, les effets psychologiques sur la consommation sont déterminants. En ce qui concerne la croissance du PIB américain en 2020, l'impact du COVID-19 sur le consommateur sera la grande inconnue.

TROUVER DES REMÈDES

Un certain nombre de banques centrales ont réduit leurs taux directeurs (notamment la Réserve fédérale américaine, la Banque du Japon, la Banque populaire de Chine, la Banque d'Indonésie, la Banque centrale de Malaisie, la Banque centrale saoudienne, la Banque centrale d'Australie, la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre), et/ou ont lancé un nouveau cycle d'assouplissement quantitatif (la Fed américaine, la BCE). S'il est indéniable que l'injection de liquidités contribuera à atténuer l'impact négatif sur les entreprises, les plans de relance budgétaire joueront un rôle d'amortisseur plus efficace. L'heure est peut-être venue de recourir au « bazooka budgétaire ».

La formulation peut être jugée excessive, mais l'accroissement des dépenses publiques est la voie suivie par de nombreux pays :

- le Royaume-Uni (déficit budgétaire de 2,5 % du PIB pour l'exercice 2020/21, contre 1,5 % l'année passée) ;
- Hong Kong (déficit de 3,5 % du PIB prévu pour l'exercice 2020/21, contre 1,3 % l'année passée) ;
- la Corée du Sud (annonce d'un budget supplémentaire de 0,6 % du PIB) ;
- les législateurs américains ont adopté un projet de loi, mais les calculs du Bureau du budget du Congrès ne sont pas terminés et le montant du plan de relance n'est pas encore connu ;
- l'Arabie saoudite, les EAU (Emirats Arabes Unis) et l'Égypte ont promis un effort de relance de 47 milliards de dollars ;
- la Suisse est parvenue à déployer une aide de 10 milliards de francs suisses ;
- le plan de relance de l'Union européenne (27 milliards d'euros, soit 0,2 % du PIB) semble léger en comparaison.

Le temps est évidemment compté, alors qu'il s'agit de freiner le rythme de la propagation du virus tout en limitant le coût économique des mesures prises. Nous anticipons davantage de dépenses publiques.

En conclusion, nous estimons que l'assouplissement budgétaire parviendra à compenser partiellement les effets récessifs de l'épidémie au second semestre 2020 et en 2021, mais n'évitera guère une récession au premier semestre dans les économies avancées si les mesures de confinement se généralisent et s'installent dans la durée.



Avis de tempête sur les actions, qui intègrent déjà l'essentiel des mauvaises nouvelles.

ACTIONS

L'UNE DES PLUS VIOLENTES CORRECTIONS JAMAIS ENREGISTRÉES

- Une violente correction a fait plonger les marchés actions européens et américains de 30 % à 40 % en seulement quatre semaines.
- Cela reflète autant les anticipations de croissance annuelle négative des bénéfices qu'une brutale liquidation des positions, dans un mouvement de panique mondiale où la volatilité atteint des niveaux records et contraint de nombreux investisseurs à vendre.
- La volatilité restera élevée tant que l'épidémie n'aura pas dépassé son pic, mais les marchés ont probablement déjà enregistré l'essentiel de la correction.

UNE CORRECTION SIGNIFICATIVE SUR LA PLUPART DES MARCHÉS

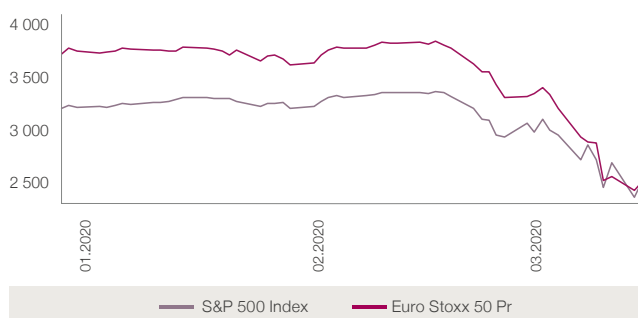
Depuis le 16 mars, la correction très significative des marchés actions (voir graphique) reflète une phase de capitulation/liquidation caractérisée par des marchés anxieux et irrationnels, dont les mouvements excessifs ignorent les indicateurs de valorisation et les fondamentaux. La rapidité de la correction et l'envolée de la volatilité éclipsent le plongeon du mois d'octobre 2008.

Au vu des précédents épisodes de correction majeure, l'essentiel de la chute du marché intervient généralement dans les quatre premières semaines, avant la formation d'un schéma en W : le choc initial est souvent suivi d'un faux rebond technique, puis de deux à trois mois volatils et d'une dernière rechute, avant que le marché entame un rebond. La particularité de la situation actuelle est qu'une relance budgétaire et un soutien monétaire significatifs n'ont pas suffi à apaiser les marchés, tandis qu'un fort rebond n'est envisageable qu'après une forte diminution du nombre de nouveaux cas de COVID-19 signalés. Cela étant dit, les marchés actions devraient offrir des performances attrayantes dans les 12 à 24 mois à venir.

PERSPECTIVES NÉGATIVES SUR LES BÉNÉFICES

Cette correction n'est pas dénuée de justifications : le gel de nos économies aura des effets très négatifs sur les revenus et les bénéfices des entreprises durant la première partie de l'année, voire jusqu'au troisième trimestre. Notre nouveau scénario de base (scénario à risque) suppose que les bénéfices diminueront de plus de 10 %, avec un deuxième trimestre très difficile précédant un rebond au cours des trimestres suivants. Le consensus des analystes n'est pas encore en phase avec nos hypothèses, mais les bénéfices continuent globalement d'être révisés à la baisse. Nous devrions assister à une accélération des avertissements sur bénéfices aux premier et deuxième trimestres, avant un rebond au quatrième trimestre de 2020 et en 2021. Étant donné l'ampleur de la correction, nous considérons que les marchés actions reflètent une évolution plus grave que celle retenue dans notre scénario.

NIVEAU DE PERFORMANCE DES INDICES S&P 500 ET EURO-STOXX 50



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

LE SOUTIEN DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE

Nous pensons que l'ampleur de la réponse des gouvernements et des banques centrales devrait atténuer l'impact sur les bénéfices des entreprises (grâce à une flexibilité accrue en matière d'impôts ou d'injection de liquidités) et limiter la hausse des défauts de paiement et des faillites, tout en contribuant à une reprise des chiffres d'affaires au cours des prochains trimestres.

PRÉFÉRENCES GÉOGRAPHIQUES

Nous maintenons une surpondération des actions chinoises en raison de facteurs de long terme robustes (croissance, innovation, valorisation, flux), de la réduction du nombre de nouveaux cas de COVID-19 et d'un *policy-mix* plus efficace. Alors que de nombreux portefeuilles sous-pondèrent l'Europe, nous considérons qu'il convient à présent de réduire cette sous-pondération compte tenu de l'ampleur de la correction, qui commence à offrir des points d'entrée attrayants. Nous restons neutres sur le Japon et les actions américaines, où de nombreux titres de qualité sont moins chèrement valorisés que les années précédentes, sachant que la vague du COVID-19 est peut-être encore devant nous aux États-Unis.

PRÉFÉRENCES DE STYLE

Dans cet environnement de visibilité réduite, nous continuons à privilégier les titres de qualité offrant un faible endettement et des bénéfices récurrents aux entreprises cycliques plus endettées. Les titres *value* sont extrêmement bon marché et pourraient rebondir de manière plus significative, mais les incertitudes demeurent trop élevées sur de nombreux secteurs bien représentés dans ce style d'investissement.

CONVICTIONS CLÉS - ACTIONS

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

Source : Indosuez Wealth Management.

OBLIGATIONS

LES BANQUES CENTRALES TRAITENT LES SYMPTÔMES,
LES GOUVERNEMENTS DÉTIENNENT LE REMÈDE

- Les banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs et annoncé une série de mesures pour contenir l'effondrement des marchés.
- Les courbes de taux, aux États-Unis comme en Europe, ont connu une évolution très mouvementée au cours des dernières semaines.
- Les *spreads* de crédit se sont significativement élargis, dans un contexte d'assèchement de la liquidité.

BANQUES CENTRALES

La Réserve fédérale américaine a pris un certain nombre de mesures pour faire face à la chute sévère des marchés. Après avoir réduit son taux directeur de 50 points de base le 3 mars, elle l'a encore abaissé en urgence de 100 points de base, le 15 mars, pour le fixer désormais dans une fourchette comprise entre 0 % et 0,25 %. En outre, la Fed a décidé de lancer un nouveau programme d'assouplissement quantitatif de 700 milliards de dollars (500 milliards de dollars sur l'ensemble des échéances de bons du Trésor, auxquels s'ajoutent 200 milliards de dollars sur les titres adossés à des créances hypothécaires – MBS). Afin de fournir des liquidités au secteur bancaire, la Fed américaine s'est engagée à accroître son programme de prise en pension de titres, proposant environ 1 000 milliards de dollars de financement à terme et jusqu'à 1 000 milliards de dollars de pensions au jour le jour sur une base hebdomadaire. Elle fournira également des lignes de *swap* coordonnées avec la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse. Parallèlement, elle a annoncé le 19 mars de nouvelles lignes de *swap*, notamment avec la Banque du Mexique et la Banque centrale du Brésil (pour ne citer que deux grands marchés émergents), en vue d'atténuer les tensions sur le financement en dollar des pays non membres du G7.

Enfin, la Fed a décidé la mise en place d'un mécanisme de financement des billets de trésorerie (CPFF) pour assurer la liquidité des entreprises, ainsi que d'un mécanisme de crédit aux courtiers spécialisés (PCFF), visant à soulager leurs bilans.

En Europe, la BCE a laissé son taux directeur inchangé, mais fournit des liquidités abondantes et bon marché à travers deux canaux : son nouveau programme TLTRO III (Opérations de refinancement à plus long terme ciblées) à un taux inférieur de 25 points de base au taux moyen en vigueur et l'augmentation à 120 milliards d'euros de son programme d'achat d'actifs mensuel.

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Le conseil des gouverneurs de la BCE a tenu une réunion extraordinaire le 18 mars, au cours de laquelle il a annoncé un nouveau programme temporaire d'achat de titres des secteurs privé et public (le Programme d'achat d'urgence en cas de pandémie, ou PEPP) en réponse à l'épidémie de COVID-19.

Le nouveau programme s'élève à 750 milliards d'euros jusqu'à la fin de l'année – la BCE a toutefois précisé qu'il n'existait pas d'engagement spécifique sur un montant préétabli d'achats mensuels, mais que ceux-ci seraient effectués de manière flexible. Si l'on ajoute ces volumes aux mesures d'assouplissement quantitatif préexistantes, le montant total des achats d'actifs s'élèvera à plus de 1 000 milliards d'euros d'ici la fin 2020.

La déclaration de la BCE précise que les achats se poursuivront au moins jusqu'à la fin de l'année, indiquant implicitement qu'ils pourraient être prolongés au-delà de la fin 2020 si nécessaire.

La Grèce a obtenu une dérogation spéciale visant à l'inclure dans le nouveau programme, ce qui n'était pas le cas pour les programmes précédents en raison de contraintes de notation.

Concernant l'achat de titres du secteur public, l'allocation repose sur la clé de répartition du capital de chaque pays à la fin du programme, avec un écart potentiellement significatif pendant la durée du programme.

La banque centrale a également indiqué clairement qu'elle pourrait envisager de revoir en partie la limite technique « auto-imposée » du programme si cela s'avère nécessaire, supprimant ainsi de facto le plafond de 33 % pour chaque obligation.

Comme annoncé la semaine dernière, les normes relatives aux garanties nécessaires dans le cadre des opérations de liquidité de la BCE ont été assouplies, afin de permettre aux banques d'utiliser pleinement la nouvelle allocation renforcée des TLTRO.

OBLIGATIONS D'ÉTAT

Accompagnant le plongeon initial des marchés boursiers, les rendements ont fortement chuté au mois de février, alors que les investisseurs cherchant à couvrir leurs portefeuilles achetaient de la duration modifiée. Le 9 mars, le rendement des obligations du Trésor américain à 30 ans est passé pour la toute première fois sous la barre des 1 %. Par la suite, la baisse en urgence du taux des fonds fédéraux a ancré la partie courte de la courbe, tandis que la partie plus longue s'est pentifiée. Si la hausse des rendements à long terme a été favorisée par des problèmes de liquidité sur le marché des bons du Trésor, la pentification de la courbe des taux américains s'explique par l'ampleur du plan de relance budgétaire. Aux États-Unis, les rendements réels sont de nouveau positifs et indiquent un resserrement des conditions de financement, annulant ainsi les mesures exceptionnelles prises par la Réserve fédérale américaine depuis le début du mois de mars. D'autre part, les anticipations d'inflation ont atteint de nouveaux planchers, même si les récentes injections de liquidités par la banque centrale sont parvenues à contenir la crise boursière.

OBLIGATIONS

LES BANQUES CENTRALES TRAITENT LES SYMPTÔMES, LES GOUVERNEMENTS DÉTIENNENT LE REMÈDE

La réunion de la BCE du 12 mars a déçu les marchés, en paroles (Citation de Mme Lagarde : « Notre rôle ne consiste pas à rétrécir les *spreads* ») comme en actes (aucune baisse des taux). Elle a ouvert une nouvelle séquence sur les marchés de taux, caractérisée par la hausse des rendements des emprunts d'État allemands et l'élargissement des *spreads* des pays périphériques. Ces derniers jours, la perspective de déficits budgétaires se chiffrant en dizaines de milliards d'euros dans de nombreux pays a effrayé les marchés de taux et la couverture de duration est en train de s'inverser, ce qui se traduit par un pari baissier corrélé avec les actifs risqués.

En Europe, alors que plusieurs pays confinent leurs populations et que les gouvernements annoncent des mesures de soutien à l'économie, les marchés obligataires prévoient des déficits dépassant le seuil de 3 % et les courbes de rendement se pentifient. Chaque pays tend à suivre sa propre stratégie, ce qui fait ressurgir les craintes liées à la crise de la dette souveraine de 2010-2012. Au moment où nous écrivons ces lignes, la Commission européenne envisage d'utiliser la force de frappe de la BCE par le biais des OMT (Outright Monetary Transactions, ou en français « opérations monétaires sur titres »). L'OMT désigne le rachat direct par la Banque centrale européenne sur le marché secondaire, et sous certaines conditions, d'obligations émises par les gouvernements de pays membres de la zone euro) pour mettre fin à la pression grandissante sur l'Italie, la France, l'Espagne et presque tous les autres pays européens.

MARCHÉS DE CRÉDIT

Malgré les interventions massives des banques centrales, les *spreads* se sont élargis à mesure que la course aux liquidités et aux actifs sans risque s'intensifiait.

Dans l'ensemble, les *spreads* sont quatre fois plus élevés que leur niveau moyen des cinq dernières années. S'ils restent inférieurs au pic atteint pendant la crise financière mondiale, leur progression a été nettement plus rapide et plus violente. Cela étant dit, la phase d'élargissement des *spreads* n'est peut-être pas arrivée à son terme. Dans le même temps, l'assèchement complet de la liquidité et la panique qui s'est emparée du marché justifient une attitude prudente à ce stade.

L'élargissement des *spreads* de la dette financière reflète à la fois un risque interbancaire accru aux États-Unis et un risque qui se concentre sur les pays périphériques en Europe, une corrélation avec les actions, ainsi que des incertitudes sur les capacités d'absorption des pertes des différentes catégories d'instruments.

Le sentiment de marché reste fragile, et toute nouvelle considérée comme positive n'a qu'un impact limité dans le temps. Nous estimons que la baisse des marchés financiers ne cessera pas avant que l'on observe certains signes de stabilisation/pic des infections dues au COVID-19, mais cette évolution pourrait prendre quelques semaines.

En termes de fondamentaux, il convient d'anticiper des taux de défaut plus élevés chez les émetteurs *high yield* et des dégradations de notation parmi les titres *investment grade* les moins robustes aux États-Unis, un risque contre lequel nous avons récemment mis en garde dans la présente publication (risque lié aux « anges déchus »).

CONVICTIONS CLÉS - OBLIGATIONS

	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
EMPRUNTS D'ÉTAT		
CORE 10 ANS EUR (BUND)	=	=/-
PÉRIPHÉRIQUES EUR	=/-	=/+
10 ANS USD	=	=/-
CRÉDIT		
OBLIG. D'ENTREPRISE IG EUR	=	=/-
OBLIG. D'ENTREPRISE HY EUR	-	=/+
OBLIG. FINANCIÈRES EUR	=/+	+
OBLIG. D'ENTREPRISE IG USD	=/-	=
OBLIG. D'ENTREPRISE HY USD	-	=/-
DETTE ÉMERGENTE		
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.



Quand la poussière retombe
sur le marché des changes...

DEVISES

NOTRE VUE MAISON

- L'aversion au risque favorise initialement le dollar, avant que les fondamentaux ne reprennent leurs droits.

DOLLAR US (USD)

Dernièrement, le billet vert américain a étonnamment bien résisté à la décision du FOMC (Federal Open Market Committee : Comité de politique monétaire de la Fed) d'abaisser les taux à zéro.

Maintenant que les politiques monétaires s'harmonisent avec des taux d'intérêt à court terme, proches de zéro sur les principales zones, les fondamentaux relatifs vont à nouveau jouer un rôle dans l'évolution des taux de change. Toutefois, il faudra au préalable que la phase actuelle d'appels de marge et de liquidation des positions à bêta¹ élevé parvienne à son terme. Actuellement, le dollar est temporairement recherché comme instrument de remboursement des positions clôturées sur les marchés émergents à haut rendement. Si le *short squeeze*² provoquant la hausse actuelle du dollar est contre-intuitif, il s'agit d'une réaction instinctive susceptible de se dissiper une fois que la volatilité sera retombée. Les déficits jumeaux (déficits public et de la balance des paiements) sous-jacents des États-Unis, qui atteignent des montants inédits, sont susceptibles de souffrir de l'absence soudaine de rendement compensateur. Les investisseurs internationaux pourraient être tentés d'éviter toute nouvelle exposition au dollar, étant donné l'ampleur des déficits et l'expansion des bilans liée à l'assouplissement quantitatif.

Avec la fin programmée de ce soutien artificiel au dollar, nous jugeons la devise américaine vulnérable dans le contexte de l'épidémie actuelle, sachant que le différentiel de rendement avec les emprunts d'État des principaux pays de la zone euro est désormais réduit.

DOLLAR CANADIEN (CAD)

La volte-face inattendue de l'OPEP et de la Russie a entraîné une dépréciation rapide du dollar canadien (noté AAA), dans le sillage d'un plongeon record de 30 % des prix du pétrole, sans rebond en vue à ce stade. À cela s'est ajoutée une baisse des taux de 50 points de base de la Banque du Canada, qui craint des retombées économiques immédiates sur le secteur national de l'énergie. Alors que l'énergie représente une part très significative des exportations canadiennes, le pays aura besoin d'une devise plus faible pour compenser une baisse de la demande.

À long terme, nous estimons que le *huard* (dollar canadien) constitue, parmi les devises notées AAA, une alternative attrayante au dollar américain. Le timing a toutefois été bouleversé par l'initiative saoudienne, consistant à inonder le marché de pétrole afin de mettre les producteurs nord-américains en difficulté.

LIVRE STERLING (GBP)

La livre sterling a été pénalisée cette semaine par la crainte de la propagation du virus et par la stratégie spécifique du Royaume-Uni, ainsi que par les anticipations de nouvelles baisses de taux. Le « Cable » est tombé dans un trou noir, entre 1,21 et 1,14, à la suite de ventes *stop loss*³. La panique entourant la couverture des engagements en dollar américain continue d'alimenter un marché uniquement vendeur, dans un environnement extrêmement volatil.

Les teneurs de marché se sont mis en retrait en raison de la liquidité réduite et des contraintes imposées par le travail à domicile, ce qui génère un risque de dérapage important. Dans ce contexte, nous ne pouvons exclure une sous-performance encore plus importante de la livre, si le plancher de 2016 situé à 1,1450 devait être franchi.

ROUBLE RUSSE (RUB)

Le plongeon des prix du pétrole, alors que l'Arabie saoudite inonde le marché de l'énergie, aura un impact négatif sur la Russie, qui a besoin de prix beaucoup plus élevés pour équilibrer son budget. Détenant d'importantes réserves de change, la Russie compensera cet impact négatif en laissant sa devise s'affaiblir, sachant que ses exportations de pétrole et de gaz naturel sont réglées en dollars américains. Cela permettra au pays de gagner du temps avant d'épuiser progressivement ses réserves. Une guerre d'usure se profile donc entre les deux principaux producteurs de pétrole, tous deux en mesure d'endurer une situation difficile pendant une longue période avant de revenir à la table des négociations. La Russie devra s'efforcer de réduire ses taux élevés tout en luttant contre l'inflation des denrées alimentaires importées, mais ne voudra pas non plus perdre la face. Malgré des rendements relativement attrayants à court terme, nous redoutons une nouvelle dépréciation de la devise orchestrée par la banque centrale et restons en retrait pour le moment.

COURONNE NORVÉGIENNE (NOK)

Tout comme le dollar canadien, la couronne norvégienne, qui dépend des exportations d'énergie, est en chute libre en raison de transactions de liquidation. Le plongeon des prix du pétrole Brent s'accompagne d'une lourde chute des devises spécifiquement liées à l'énergie, dont le rouble russe fait également partie. Plus impressionnant encore que la crise de 2008, le chaos provoqué par ce mouvement de « ventes en catastrophe » est inédit. Un retour à la normale ne pouvant être envisagé pour l'instant, la prudence reste de mise, même si les niveaux actuels sont très attrayants pour une devise notée AAA offrant un rendement élevé. Les fondamentaux finiront par reprendre leurs droits, mais ils n'ont aucune influence à ce stade.

DEVISES & MÉTAUX PRÉCIEUX GRILLE DE PRÉFÉRENCES

	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.

1 - Coefficient de mesure de la sensibilité du cours d'un titre aux fluctuations boursières.

2 - Ou « pression des shorts » : une séquence de marché ou un événement inattendu contraint des opérateurs ayant vendu à découvert à racheter leurs positions dans l'urgence, alimentant ainsi une forte hausse des cours.

3 - Ordre de vente automatique en cas d'atteinte d'un seuil à la baisse.



Une réinitialisation globale des risques/
rendements macroéconomiques
dans un environnement confiné.

ALLOCATION D'ACTIFS

SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET STRATÉGIE D'ALLOCATION

Ancien scénario de base (35 %)

Le COVID-19 affecte profondément le PIB du deuxième trimestre, mais les économies avancées commencent à rebondir dès le troisième trimestre. Même dans ce scénario, compte tenu des dernières mesures adoptées dans un nombre croissant de pays, nous prévoyons une récession en Europe au deuxième trimestre, qui impactera inévitablement le chiffre de la croissance mondiale sur l'ensemble de l'année. Un soutien monétaire et budgétaire important, proche de 1 % du PIB en Europe (contre un plan de relance de 1 000 milliards de dollars annoncé par Donald Trump aux États-Unis), devrait contribuer à maintenir la croissance du PIB autour de 2 % ou plus. Les bénéfices des entreprises diminuent jusqu'à environ 10 % dans le pire des cas, ce qui pourrait permettre aux marchés de trouver un point bas non loin des niveaux actuels au cours du prochain, voire des deux prochains mois, lorsque les nouveaux cas de COVID-19 atteindront un pic.

Scénario de risque (45 %)

Le scénario de risque élaboré il y a deux semaines constitue désormais notre scénario de base. Le COVID-19 continue de se propager et dure plus longtemps que prévu, notamment aux États-Unis, affectant en profondeur les économies avancées, qui entrent en récession au deuxième trimestre, se stabilisent au troisième trimestre et ne rebondissent qu'au quatrième trimestre. Actuellement, cela signifie une croissance mondiale probablement révisée à la baisse à 1 % ou moins en 2020, avec la plupart des économies matures en récession. Dans ce scénario, la faiblesse des économies avancées pèse sur la demande internationale tournée vers la Chine. La baisse des revenus et les conditions financières tendues, ainsi que les retombées potentielles de la chute libre des prix du pétrole, affectent gravement les bénéfices des entreprises, susceptibles de chuter de 10 % à 20 %. Malgré un soutien massif des politiques économiques, le marché de l'emploi se retourne et les entreprises réduisent leurs investissements, ce qui entraîne une hausse du nombre des défauts. La volatilité reste élevée au deuxième trimestre et les marchés ne devraient rebondir (reprise en forme de W) que lorsque la pandémie sera sous contrôle, quand les investisseurs commenceront à anticiper une trajectoire de reprise au quatrième trimestre 2020 et en 2021.

Scénario baissier (10 %)

Le COVID-19 et ses effets macroéconomiques perdurent pendant la majeure partie de l'année 2020, avec un risque de seconde vague épidémique. Dans ce scénario, la pandémie se traduit par une récession plus longue et plus marquée. Les bénéfices des entreprises, les dépenses d'investissement et le marché du travail sont affectés plus significativement. La reprise s'annonce plus incertaine et moins immédiate.

Scénario haussier (10 %)

Le COVID-19 atteint un pic dans les semaines à venir, les mesures de confinement sont progressivement levées au deuxième trimestre et un fort rebond économique, intervenant dès l'été, permet aux marchés financiers de rebondir. Des mesures monétaires et budgétaires de grande ampleur se répercutent rapidement sur l'économie et permettent d'éviter une crise de liquidité et un resserrement du crédit. La contraction des bénéfices des entreprises est limitée au premier semestre 2020. Les marchés financiers atteignent rapidement un plancher, avant un rebond en forme de V.

Stratégie d'allocation

La baisse a été trop rapide pour se couvrir, l'ampleur de la correction fait qu'il est trop tard pour vendre, et la volatilité trop importante pour acheter de manière agressive. Dans ce contexte, compte tenu

de la chute significative du marché, nous préférons conserver notre exposition aux actions et au crédit, tout en gardant une position longue sur les actifs émergents et en ajustant la construction du portefeuille pour intégrer des macro-couvertures. Nous attendons des signes de stabilisation du marché et de baisse de la volatilité pour augmenter notre exposition aux actions. Tout a un prix. À plus long terme, cette correction historique restera dans les mémoires des investisseurs comme une opportunité de renforcer les portefeuilles actions et d'augmenter l'exposition à des thèmes d'investissement séculaires tels que le numérique, la démographie, la santé et l'environnement.

CONVICTIONS CLÉS

ACTIONS	POSITION TACTIQUE (CT)	POSITION STRATÉGIQUE (LT)
ZONES GÉOGRAPHIQUES		
EUROPE	=	=/+
ÉTATS-UNIS	=	=/+
JAPON	-	-/=
ÉMERGENTS/GLOBAL	=/+	=/+
AMÉRIQUE LATINE	-	-/=
ASIE EX-JAPON	=/+	=
CHINE	+	+
STYLES		
GROWTH	=	=/+
VALUE	-/=	-/=
QUALITÉ	+	+
CYCLIQUES	-/=	-/=
DÉFENSIVES	=/+	+
OBLIGATIONS		
EMPRUNTS D'ÉTAT		
CORE 10 ANS EUR (BUND)	=	=/-
PÉRIPHÉRIQUES EUR	=/-	=/+
10 ANS USD	=	=/-
CRÉDIT		
OBLIG. D'ENTREPRISE IG EUR	=	=/-
OBLIG. D'ENTREPRISE HY EUR	-	=/+
OBLIG. FINANCIÈRES EUR	=/+	+
OBLIG. D'ENTREPRISE IG USD	=/-	=
OBLIG. D'ENTREPRISE HY USD	-	=/-
DETTE ÉMERGENTE		
DETTE SOUVERAINE EN MONNAIE FORTE	=	+
DETTE SOUVERAINE EN MONNAIE LOCALE	-	=/+
CRÉDIT AM. LATINE EN USD	=/-	=
CRÉDIT ASIATIQUE EN USD	=/+	=/+
OBLIG. CHINOISES EN CNY	=/+	+
DEVICES		
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 (DEVISES LOCALES)

APERÇU DES DONNÉES DE MARCHÉ

DONNÉES AU 16 MARS 2020

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2019
S&P 500 (États-Unis)	2 386,13	-29,41 %	-26,14 %
FTSE 100 (Royaume-Uni)	5 151,08	-30,70 %	-31,71 %
Stoxx Europe 600	284,63	-34,11 %	-31,55 %
Japon Topix	1 236,34	-26,75 %	-28,18 %
MSCI Monde	1 702,79	-29,95 %	-27,80 %
Indice Chine Shanghai	3 727,84	-8,57 %	-9,00 %
MSCI Marchés Émergents	833,18	-24,80 %	-25,25 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	1 628,05	-41,62 %	-44,20 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	170,65	-33,35 %	-36,22 %
MSCI ex-Japon	550,16	-20,47 %	-20,07 %
CAC 40 (France)	3 881,46	-36,22 %	-35,07 %
DAX (Allemagne)	8 742,25	-36,58 %	-34,02 %
MIB (Italie)	14 980,34	-40,37 %	-36,27 %
IBEX (Espagne)	6 107,20	-39,06 %	-36,04 %
SMI (Suisse)	8 227,08	-26,34 %	-22,51 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2019
Acier (CNY/Tonne)	3 516,00	4,09 %	-7,38 %
Or (USD/Once)	1 514,10	-4,24 %	-0,21 %
Pétrole brut (USD/Baril)	28,70	-44,86 %	-53,00 %
Argent (USD/Once)	12,77	-27,98 %	-28,73 %
Cuivre (USD/Tonne)	5 290,50	-8,97 %	-14,31 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	1,82	-1,20 %	-17,09 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2019
VIX	82,69	504,46 %	500,07 %

DEVISES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2019
EUR/CHF	1,06	-0,40 %	-2,48 %
GBP/USD	1,23	-5,67 %	-7,44 %
USD/CHF	0,95	-3,45 %	-2,03 %
EUR/USD	1,12	3,20 %	-0,27 %
USD/JPY	105,83	-3,69 %	-2,56 %

OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (pbs)	VARIATION 2019 (pbs)
Bons du Trésor américain 10A	0,72 %	-86,66	-119,93
France 10A	0,16 %	32,30	4,40
Allemagne 10A	-0,47 %	-6,30	-27,70
Espagne 10A	0,84 %	55,20	37,40
Suisse 10A	-0,40 %	28,70	7,40
Japon 10A	0,01 %	4,70	2,90

OBLIGATIONS D'ENTREPRISE	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2019
Emprunts d'État émergents	37,70	-13,83 %	-14,10 %
Emprunts d'État en euro	214,95	-2,22 %	-1,19 %
Entreprises haut rendement en euro	175,31	-14,64 %	-13,93 %
Entreprises haut rendement en dollar US	264,42	-13,82 %	-13,02 %
Emprunts d'État américains	322,17	3,37 %	4,57 %
Entreprises émergentes	45,72	-13,29 %	-11,72 %

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

RENDEMENT MENSUEL DES INDICES, HORS DIVIDENDES

DÉCEMBRE 2019	JANVIER 2020	FÉVRIER 2020	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (16 MARS 2020)	
9,56 %	-0,29 %	6,82 %	-8,57 %	-9,00 %	MEILLEURE PERFORMANCE (+) MOINS BONNE PERFORMANCE (-)
7,33 %	-0,77 %	-2,50 %	-20,47 %	-20,07 %	
7,16 %	-0,88 %	-5,17 %	-24,80 %	-25,25 %	
6,79 %	-1,82 %	-8,76 %	-26,75 %	-26,14 %	
6,32 %	-3,40 %	-8,94 %	-29,41 %	-27,80 %	
3,75 %	-4,41 %	-9,07 %	-29,95 %	-28,18 %	
3,70 %	-5,09 %	-9,67 %	-30,70 %	-31,55 %	
3,61 %	-5,31 %	-10,18 %	-33,35 %	-31,71 %	
3,52 %	-5,47 %	-11,88 %	-34,11 %	-36,22 %	
0,40 %	-7,30 %	-13,51 %	-41,62 %	-44,20 %	

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^e 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.

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 ou Entités apparentées, à savoir CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, leurs filiales, succursales et bureaux de représentation respectifs, quel que soit leur lieu d'implantation, CA Indosuez Wealth (Miami), CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM et CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA exercent leurs activités sous la marque unique Indosuez Wealth Management. Chacune des filiales, ses propres filiales, succursales et bureaux de représentation, ainsi que chacune des autres Entités de Indosuez Wealth Management sont désignées individuellement par l'« Entité » et collectivement par les « Entités ».

Ce document intitulé « Monthly House View » (la « Brochure ») est publié exclusivement à titre d'information.

Habituellement, la Brochure n'est pas destinée à un lecteur spécifique.

La Brochure a été préparée par le Département responsable des marchés, investissements et structurations de CA Indosuez (Switzerland) SA (la « Banque »). Il n'est pas considéré comme une analyse financière au regard des directives de l'Association suisse des banquiers visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière. Ces directives ne s'appliquent donc pas à la présente Brochure.

Les informations contenues dans la Brochure reposent sur des sources estimées fiables, mais n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante. La Banque ne déclare ni ne garantit (expressément ou implicitement) que ces informations sont à jour, exactes ou complètes. La Banque ne déclare ni ne garantit (expressément ou implicitement) que les projections, estimations, objectifs ou opinions contenus dans le présent document sont exacts, et personne ne devrait s'appuyer dessus. Sauf indication contraire, la date des informations contenues dans le présent document est celle indiquée en première page. Toutes références à des prix ou performances sont susceptibles d'évoluer dans le temps. Les prix et les performances passés ne préjugent pas nécessairement des prix et des performances futurs. Les taux de change sont susceptibles d'affecter négativement la valeur, le prix ou le revenu des instruments financiers mentionnés dans le présent document si la devise de référence de l'un de ces instruments financiers est différente de la devise de l'investisseur.

La Banque peut avoir émis ou être amenée à émettre d'autres documents entrant en contradiction avec le présent document, ou susceptibles de parvenir à des conclusions différentes. La Banque n'est en rien soumise à l'obligation de s'assurer que ces autres documents sont portés à l'attention des destinataires du présent document. La Banque peut, à tout moment, interrompre la production de ce document ou procéder à sa mise à jour.

La Brochure ne constitue, en aucune manière, une offre ou une invitation de quelque nature que ce soit en vue d'une transaction ou d'un mandat. De même, elle 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. 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 contient des informations d'ordre général sur les produits et services décrits dans les présentes, et qui peuvent présenter certains risques en fonction des produits et services concernés. Ces risques incluent, entre autres, les risques politiques, les risques de crédit, les risques de change, les risques économiques et les risques de marché. Pour une description complète des produits et services mentionnés dans la Brochure, il est important de consulter les brochures et documents concernés. 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 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.

Les produits ou services mentionnés dans la Brochure peuvent être fournis par les Entités selon ses prix et conditions contractuels, conformément aux lois et réglementations applicables et sous réserve des licences qu'elles ont obtenues. Ils sont cependant susceptibles de ne pas être disponibles dans toutes les Entités. Ils peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans notification.

La Brochure n'est pas pensée pour, ou destinée à des personnes d'un pays en particulier. Les langues dans lesquelles elle est rédigée font partie des langues de travail de Indosuez Wealth Management. 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. Ces produits et services sont susceptibles d'être soumis à des restrictions concernant certaines personnes ou certains pays. En particulier, les produits et services présentés dans la Brochure ne sont pas destinés aux résidents des États-Unis d'Amérique et du Canada.

La Brochure est publiée par CA Indosuez (Switzerland) 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. Chacune des Entités met la Brochure à la disposition de ses propres clients, conformément aux réglementations applicables. Nous souhaitons attirer votre attention sur les points spécifiques suivants :

- 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 institution de crédit située au 39 allée Scheffer L – 2520 Luxembourg, BP1104, L-1011 Luxembourg, enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B9198 ;

- en Belgique : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), Belgium Branch, Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpssesteenweg, Bruxelles B-1000, Belgique, enregistrée au Registre du commerce sous le numéro BE 0534.752.288 ;
- en Espagne : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), Spain Branch, Paseo de la Castellana 1, 28046 Madrid, Espagne, enregistrée au Registre du commerce sous le numéro CIF W-0182904 C ;
- en Italie : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A., dont le siège social est sis Piazza Cavour 2, Milan, Italie, inscrite au registre des banques géré par la Banque d'Italie sous le numéro 5412, code fiscal et Chambre de Commerce de Milan, Registre du Commerce de Milan et numéro d'identification TVA 0953535880158, numéro R.E.A. MI-130101064 ;
- au sein de l'Union européenne : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- à Monaco : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341 ;
- en Suisse : cette publication est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1206 Genève et par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano, autorisées et réglementées par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. Cette publication est un document marketing et ne constitue pas le produit d'analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance de l'analyse financière. Ces directives ne sont d'ailleurs pas applicables à cette publication ;
- à Hong Kong RAS : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571) (SFO). La Brochure est susceptible d'être distribuée exclusivement à des investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme) (Cap. 571D) ;
- à Singapour : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No. FAA-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., 2nd 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 United Arab Emirates. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Emirats Arabes Unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- à Abu Dhabi : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, United Arab Emirates. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Emirats Arabes Unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- à Miami : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37th Floor, Miami, FL 33131, USA. La Brochure est fournie sur une base confidentielle à un nombre restreint de personnes, exclusivement à but informatif. Elle ne constitue pas une offre de titres aux États-Unis d'Amérique (ou dans toute juridiction où cette offre serait illégale). L'offre de certains titres pouvant être mentionnés dans la Brochure est susceptible de 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 (Brazil) SA DTVM, Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3rd floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, enregistrée au 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.

Nous attirons votre attention sur le fait que l'accès à certains produits et services présentés dans la Brochure peut être restreint ou interdit par la législation de votre pays d'origine, votre pays de résidence ou tout autre pays avec lequel vous avez des liens.

Veuillez contacter votre banquier et/ou vos conseillers habituels pour obtenir d'autres informations.

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, pixabay.com

Achevé de rédiger le 20.03.2020.

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.

