

# MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – DÉCEMBRE 2020

DOCUMENT MARKETING



## FOCUS

VACCIN CONTRE LA COVID-19 – LA SOLUTION MIRACLE

## ACTIONS

UN ÉPILOGUE POSITIF

---

3 **ÉDITORIAL**  
NOËL PRÉCÉDERA-T-IL « THANKSGIVING » CETTE ANNÉE ?

---

4 **FOCUS**  
VACCIN CONTRE LA COVID-19 – LA SOLUTION MIRACLE

---

7 **MACROÉCONOMIE**  
DES JOURS DIFFICILES AVANT UNE AMÉLIORATION

---

9 **ACTIONS**  
UN ÉPILOGUE POSITIF

---

11 **OBLIGATIONS**  
DES CLICHÉS SUR LES VACCINS À PROFUSION

---

13 **DEVISES**  
LE DOLLAR SUR UNE PENTE NÉGATIVE

---

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

## NOËL PRÉCÉDERA-T-IL « THANKSGIVING » CETTE ANNÉE ?

Chère Lectrice, Cher Lecteur,

Début novembre, un optimisme contagieux a suscité une forte accélération des marchés, malgré des chiffres indiquant une contraction du PIB en Europe au quatrième trimestre et une dynamique inquiétante sur le front de la COVID-19 aux États-Unis. Un cocktail tonique associant santé et politique incite désormais les investisseurs à se projeter au-delà des défis de court terme et à anticiper de meilleures perspectives pour 2021.

Le risque politique a-t-il disparu ? Les élections américaines ont confirmé notre scénario de base et nos anticipations, débouchant sur un résultat plus serré que ne le prévoyaient les sondages. Les tentatives de Donald Trump pour contester l'élection ont très peu de chances d'aboutir. Le risque politique semble donc s'être dissipé, tandis que la probabilité d'une augmentation de l'impôt sur les sociétés et d'une relance budgétaire ambitieuse s'avère désormais plus faible.

Toutes les incertitudes ont-elles disparu pour autant ? À notre avis, il convient de surveiller trois éléments susceptibles de surprendre. Premièrement, les Républicains doivent encore remporter le second tour des élections sénatoriales en Géorgie pour conserver la majorité au Sénat. Deuxièmement, la transition au sein du Bureau ovale ne se fera pas sans heurts, alors que Donald Trump semble décidé à intimider les autres pays jusqu'à son dernier jour de présidence. Troisièmement, alors que la propagation de la pandémie s'accélère, on ne sait comment les marchés réagiront si le Congrès ne parvient pas à un consensus sur le nouveau plan de relance.

La mise au point d'un vaccin pourrait-elle changer la donne ? Pas selon Christine Lagarde pour ce qui concerne les prévisions économiques de la Banque centrale européenne (BCE). Une telle hypothèse améliore toutefois considérablement les perspectives pour 2021, avec une probabilité plus faible de nouveaux confinements et l'espoir renforcé d'un large rebond cyclique. Peut-être faut-il considérer que les commentaires de Mme Lagarde font référence à des risques à court terme justifiant des efforts de relance supplémentaires.

Du point de vue du marché, un vaccin changerait réellement la donne. Les investisseurs et les *traders* ont peut-être réagi de manière excessive à l'annonce surprise de Pfizer en liquidant brutalement les actions de qualité et les titres *momentum*, pour couvrir en catastrophe leurs positions vendeuses sur les secteurs cycliques et *value*.

La succession de régimes de reflation/scénario idéal<sup>1</sup> a représenté ces dernières semaines un casse-tête pour les gérants de portefeuille, qui venaient de dénouer leurs positions de couverture sur la technologie en raison d'un Congrès divisé.

Néanmoins, ce flux de nouvelles positives n'amènera pas les banques centrales et les gouvernements à renoncer aux mesures de relance de sitôt. Les marchés du crédit sont positionnés pour une extension des efforts de relance de la BCE, qui absorbera une part importante du segment *investment grade* en euro, alors que la baisse des taux stimule les valorisations des actions. Peut-on dès lors anticiper un contexte parfaitement idéal ? Est-il raisonnable de penser que l'année prochaine nous réserve une accélération et une reprise des actions *value* sans pentification néfaste de la courbe des taux ?

Ce conte de Noël repose sur une voie étroite qui n'est probablement viable que dans une phase temporaire, associant reprise de la croissance mondiale et absence d'inflation. Les banques centrales ont déjà signalé qu'un dépassement temporaire des objectifs d'inflation ne modifierait pas leur positionnement accommodant. Cela étant dit, contrôler l'intégralité de la courbe des taux est une autre histoire. En réalité, tout est question de crédibilité : tant que le marché estime que le vaccin ne menace pas les perspectives monétaires, les craintes de pentification ne semblent pas justifiées. Le deuxième risque réside dans le marché des changes. L'affaiblissement souhaité du dollar, désormais très consensuel, ne devrait pas être trop rapide, sous peine de compromettre la reprise tant espérée des actions européennes. Pour l'heure, l'optimisme semble apporter aux investisseurs leurs cadeaux de Noël avant « Thanksgiving », qui a déjà représenté un revirement technique pour les marchés par le passé. Comme à l'accoutumée, le long terme offre plus de certitudes que le jour à venir...

1 - Scénario idéal (scénario « à la Boucle d'or ») : une économie qui enregistre une croissance satisfaisante sans créer d'inflation et permet aux banques centrales de rester accommodantes : « ni trop chaud ni trop froid, mais juste ce qu'il faut »... comme dans le conte populaire pour enfants intitulé Boucle d'or et les trois ours !

## FOCUS

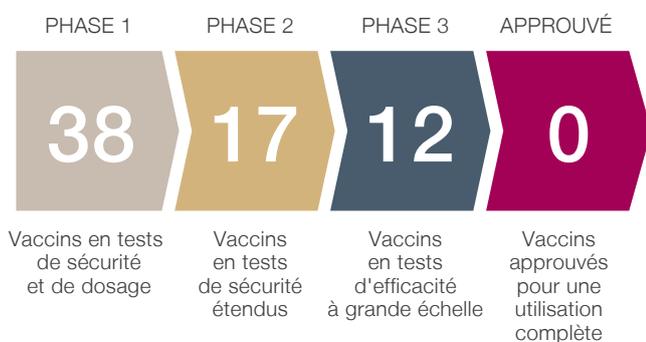
### VACCIN CONTRE LA COVID-19 – LA SOLUTION MIRACLE

Peu de sujets auront autant conforté les marchés et fait tourner les têtes que l'annonce, le 9 novembre 2020, d'un taux d'efficacité meilleur que prévu après les essais d'un nouveau vaccin contre la COVID-19. À ce stade, l'enthousiasme et l'assurance d'un prochain « retour à la normale » n'apparaissent pas encore dans les enquêtes économiques, et il faudra du temps pour les observer dans les données concrètes. Toutefois, alors que les deuxième et troisième vagues de la pandémie menacent la reprise dans le monde en développement, les nouvelles concernant le vaccin ont laissé entrevoir aux ménages et aux entreprises un début de visibilité pour 2021.

#### DES EFFORTS HISTORIQUES POUR TROUVER UN NOUVEAU VACCIN

Les études visant à décoder le génome du SARS-CoV-2 ont débuté en janvier 2020. Les vaccins existants (comme celui contre la tuberculose) ont été testés pour voir s'ils pouvaient protéger contre la COVID-19, tandis que de nouveaux vaccins en cours de développement visent soit à affaiblir les coronavirus, soit à délivrer le matériel génétique ou les protéines propres aux coronavirus pour provoquer une réponse immunitaire. Ces nouveaux vaccins sont testés chez l'homme depuis mars 2020, et douze d'entre eux ont maintenant atteint les dernières étapes des phases d'essai.

#### CYCLE DE DÉVELOPPEMENT DES VACCINS ET NOMBRE DE VACCINS TESTÉS ACTUELLEMENT



Sources : New York Times, Coronavirus Vaccine Tracker (17.11.2020), Indosuez Wealth Management.

À ce stade, les deux vaccins génétiques de Pfizer-BioNTech (BNT162b2 mRNA) et Moderna (mRNA-1273) ont annoncé des analyses préliminaires concluantes sur la base des essais de phase 3 (respectivement sur 43 000 et 30 000 patients) et sont tous deux déclarés efficaces à 95 % (avec une efficacité de 94 % dans la tranche d'âge des plus de 65 ans pour Pfizer). Le vaccin Moderna se distingue notamment par le fait qu'il peut être conservé au réfrigérateur entre 2°C et 8°C pendant 30 jours.

Le vaccin de Pfizer, en revanche, doit être conservé à l'état ultra-froid avec de la glace sèche, à une température inférieure ou égale à -70°C. Cela rend la distribution du vaccin Moderna plus aisée et probablement moins coûteuse. Le vaccin de Pfizer et BioNTech, comme presque tous les autres vaccins en cours d'essais cliniques, nécessite l'injection de deux doses.

Il convient de noter qu'à ce jour, deux vaccins ont entamé le processus d'approbation par les autorités sanitaires russes (Spoutnik V, développé par l'Institut de recherche Gamaleya basé à Moscou, et EpiVacCorona), sans avoir toutefois atteint la phase 3 des essais cliniques.

#### QUAND LES PREMIERS VACCINS SERONT-ILS DISPONIBLES ?

Les essais sont toujours en cours. Pfizer/BioNTech a fourni cette semaine des données sur la sécurité, achevant ainsi l'une des dernières étapes nécessaires pour l'obtention d'une autorisation d'utilisation d'urgence (Emergency Use Authorisation, EUA) de la Food and Drug Administration (FDA) américaine. Moderna continue de réunir des données et estime que la demande d'autorisation sera déposée dans les prochaines semaines. Si leur vaccin est autorisé, Pfizer et BioNTech prévoient de produire 50 millions de doses en 2020 et jusqu'à 1,3 milliard de doses à travers le monde d'ici la fin 2021. De son côté, Moderna prévoit environ 500 millions de doses par an, voire jusqu'à 1 milliard de doses par an à partir de 2021.

#### DÉFIS À VENIR ET QUESTIONS EN SUSPENS

Les taux d'efficacité annoncés se sont avérés supérieurs aux attentes initiales. Néanmoins, des difficultés subsistent, notamment en ce qui concerne la durée d'immunité conférée par le nouveau vaccin et les capacités de production. Le coût du vaccin (entre 32 et 37 dollars par dose pour le vaccin Moderna) sera également crucial pour la distribution, en particulier pour les pays émergents et en développement, dont les finances publiques sont déjà mises à rude épreuve.

Enfin, au-delà de l'urgence de 2021, la vaccination peut-elle être limitée aux groupes de personnes vulnérables tout en jouant un rôle efficace dans le contrôle de la pandémie ? Selon une récente enquête IPSOS, de nombreux citoyens ne veulent pas être vaccinés, car ils ne font pas confiance à l'efficacité ou au contenu du vaccin. De manière rassurante, l'enquête souligne également que la confiance et l'acceptation du vaccin augmentent avec l'âge.

# FOCUS

## VACCIN CONTRE LA COVID-19 – LA SOLUTION MIRACLE

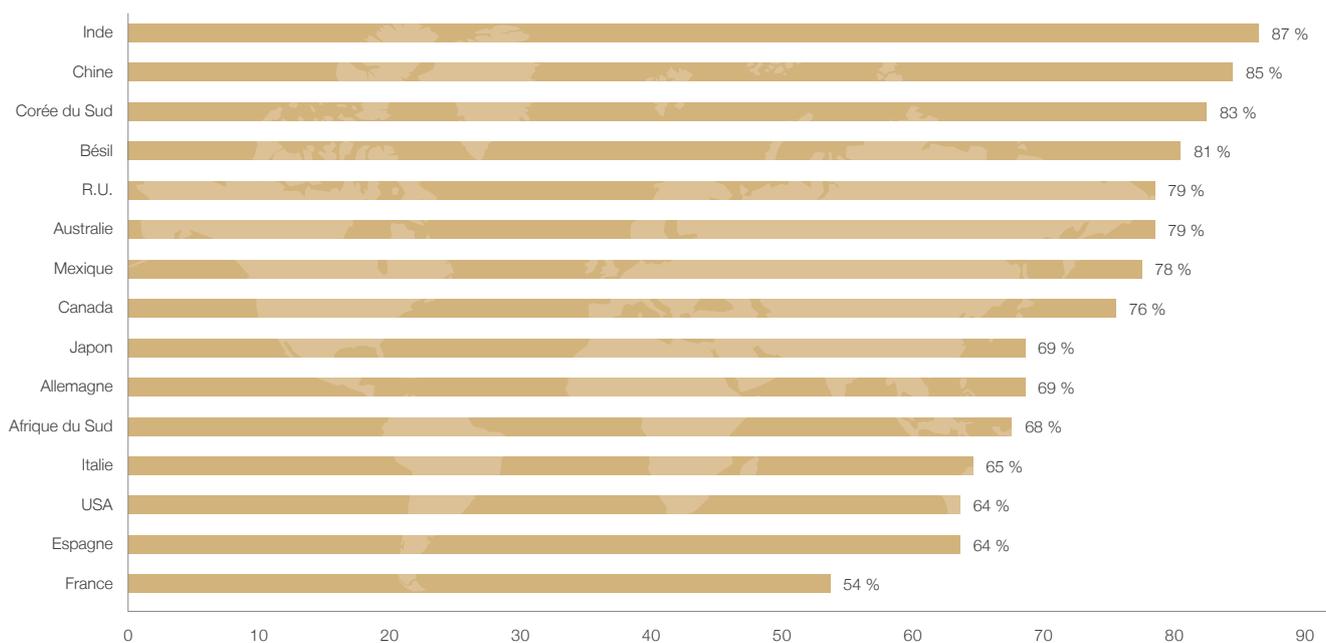
### UN VACCIN RENFORCERA SIGNIFICATIVEMENT LA CONFIANCE

Le vaccin sera probablement alloué en premier lieu aux groupes les plus vulnérables, autrement dit les plus susceptibles de saturer les lits d'hôpitaux, en particulier durant les périodes de pics épidémiques (personnes de plus de 50 ans ou présentant déjà des problèmes de santé). Cela pourrait aplatir les courbes d'infection et préserver les capacités de lits de soins intensifs. Si le scénario économique le plus pessimiste (confinements nationaux prolongés) est sensiblement réduit d'ici la mi-2021, les ménages seront plus enclins à dépenser (après une période d'épargne forcée) et les entreprises encore viables pourraient envisager de reconstituer leurs stocks et de mettre un terme aux suppressions d'emplois. Ce contexte recèle un potentiel de croissance considérable pour le second semestre 2021.

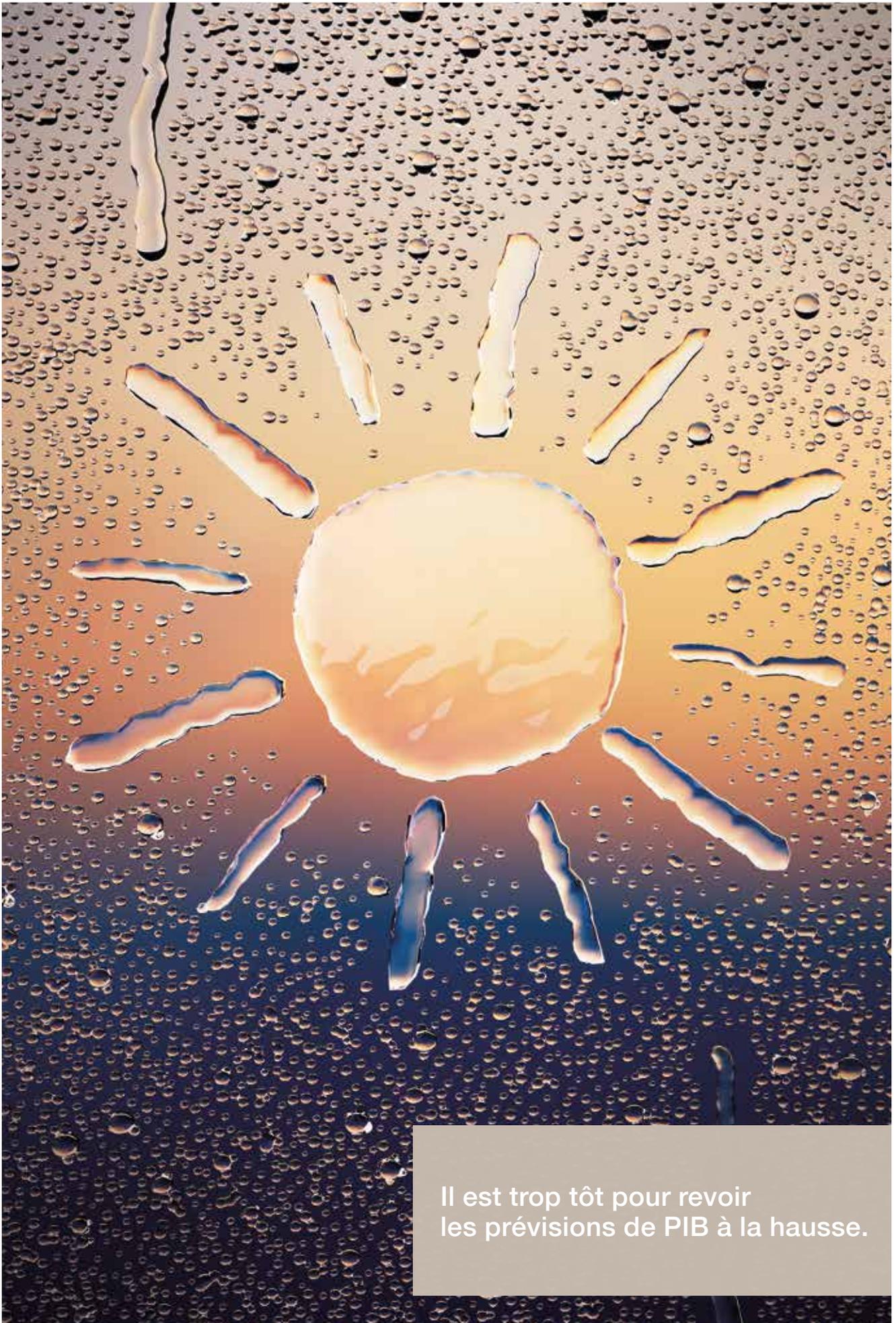
En Europe, une reprise robuste de l'investissement semble improbable en 2020, car contrairement aux États-Unis, l'ajustement du marché du travail et les faillites liées à la crise ont été artificiellement freinés par le chômage partiel et les autres mesures de soutien de l'État.

En Asie, où le virus a été principalement maîtrisé par des mesures de distanciation sociale, l'impact du vaccin sur la croissance économique peut être double : une augmentation de la demande extérieure à mesure que les économies en développement redémarrent et une production intensive de fournitures médicales liées au vaccin (impact sur la Chine). Pour d'autres marchés émergents, où les gouvernements peuvent difficilement se permettre d'acheter des vaccins dans l'immédiat, il est très probable que les effets positifs se feront sentir au début de l'année 2022.

### PERSONNES DÉCLARANT QU'ELLES SE FERONT VACCINER CONTRE LA COVID-19 SI UN VACCIN EST MIS AU POINT, %



Sources : Ipsos, Indosuez Wealth Management.



Il est trop tôt pour revoir  
les prévisions de PIB à la hausse.

# MACROÉCONOMIE

## DES JOURS DIFFICILES AVANT UNE AMÉLIORATION

Si les espoirs de vaccination réduisent le risque d'un confinement généralisé en 2021, ils n'apportent aucune solution aux vagues épidémiques en cours, qui risquent de faire basculer les économies occidentales dans la récession au quatrième trimestre 2020.

Avant que la deuxième vague ne frappe, le PIB du troisième trimestre était encore inférieur aux niveaux pré-pandémiques de 3,5 % aux États-Unis, de 4 % dans les principaux pays de la zone euro et de 9 % en Espagne et au Royaume-Uni. En revanche, le PIB chinois est supérieur de 4 % aux niveaux antérieurs à la COVID-19 et continue de se renforcer.

### EUROPE : UNE PAUSE DANS LA REPRISE

Depuis septembre, l'Europe a de nouveau pris du retard dans le processus de relance. L'indice PMI - indice des directeurs d'achat - composite de la production est passé de 54,9 en juillet à 50 en octobre, en raison d'une détérioration du secteur des services. En termes de taux d'infection, la France a été l'un des membres de la zone euro les plus touchés. L'INSEE estime que l'économie se contractera de -4,5 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre, avec un scénario catastrophe de -6 % (contre -14 % au deuxième trimestre).

Pour la zone euro, la contraction du quatrième trimestre devrait être moins sévère, les mesures ayant été moins strictes cette fois-ci pour les secteurs de la construction et de l'industrie. Enfin, l'inflation (à -0,3 % en glissement annuel en octobre) devrait rester modérée à l'avenir, en raison du frein que constituent les prix de l'énergie et de la morosité du marché du travail. La BCE devrait renforcer ses mesures d'assouplissement, car les nouveaux mécanismes de relance budgétaire mettent du temps à entrer en action, malgré les avancées considérables concernant leur système de financement.

### ÉTATS-UNIS : MIEUX QU'ATTENDU JUSQU'À PRÉSENT

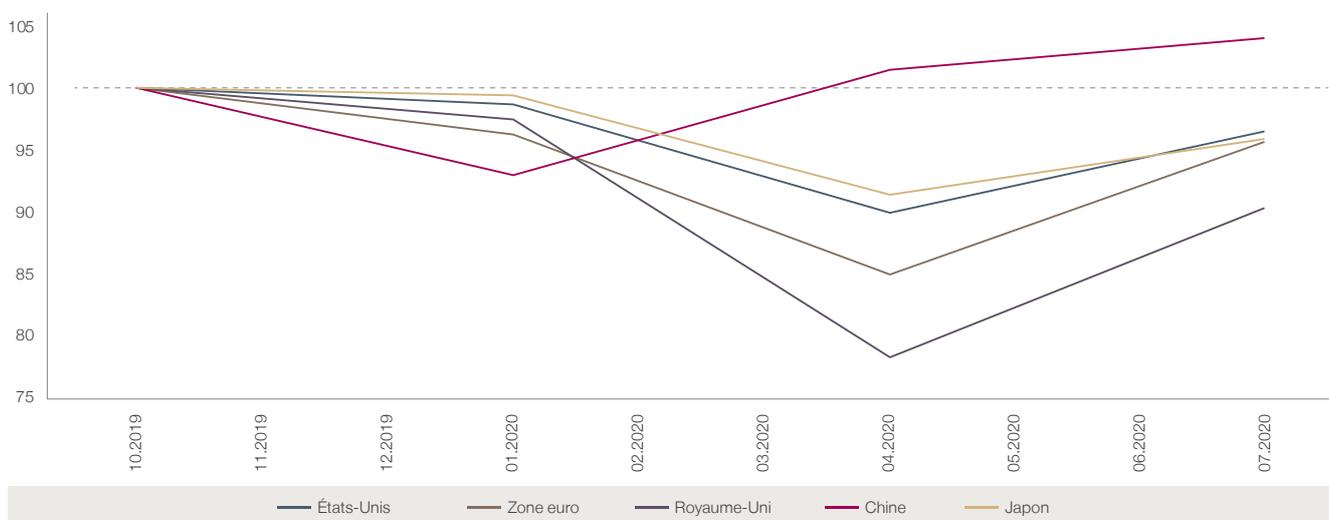
Aux États-Unis, la reprise de l'activité et du marché de l'emploi s'est affirmée à l'automne, malgré l'incertitude liée aux élections. Les ventes de détail ont augmenté de 5,7 % par rapport à octobre 2019, tandis que le taux de chômage a reculé à 6,9 % (contre 14,7 % en avril). Cependant, alors que la pandémie s'aggrave et que les nouvelles mesures de relance budgétaire restent incertaines, les perspectives de croissance pour la fin de l'année sont pessimistes (prévision du Conference Board pour le quatrième trimestre du PIB : 2,2 % en taux annualisé).

Pour l'année prochaine, l'essoufflement de la dynamique de croissance pèsera sur la croissance annuelle, même si le regain de confiance suscité par les vaccins soutient la consommation au cours du second semestre (voir la section Focus, page 4). L'incertitude est anormalement élevée et il est trop tôt pour réviser à la hausse les prévisions du PIB pour 2021, malgré les nouvelles encourageantes sur le front des vaccins (la Commission européenne prévoit 4,1 % pour la zone euro, tandis que la Fed attend 3,4 % pour les États-Unis).

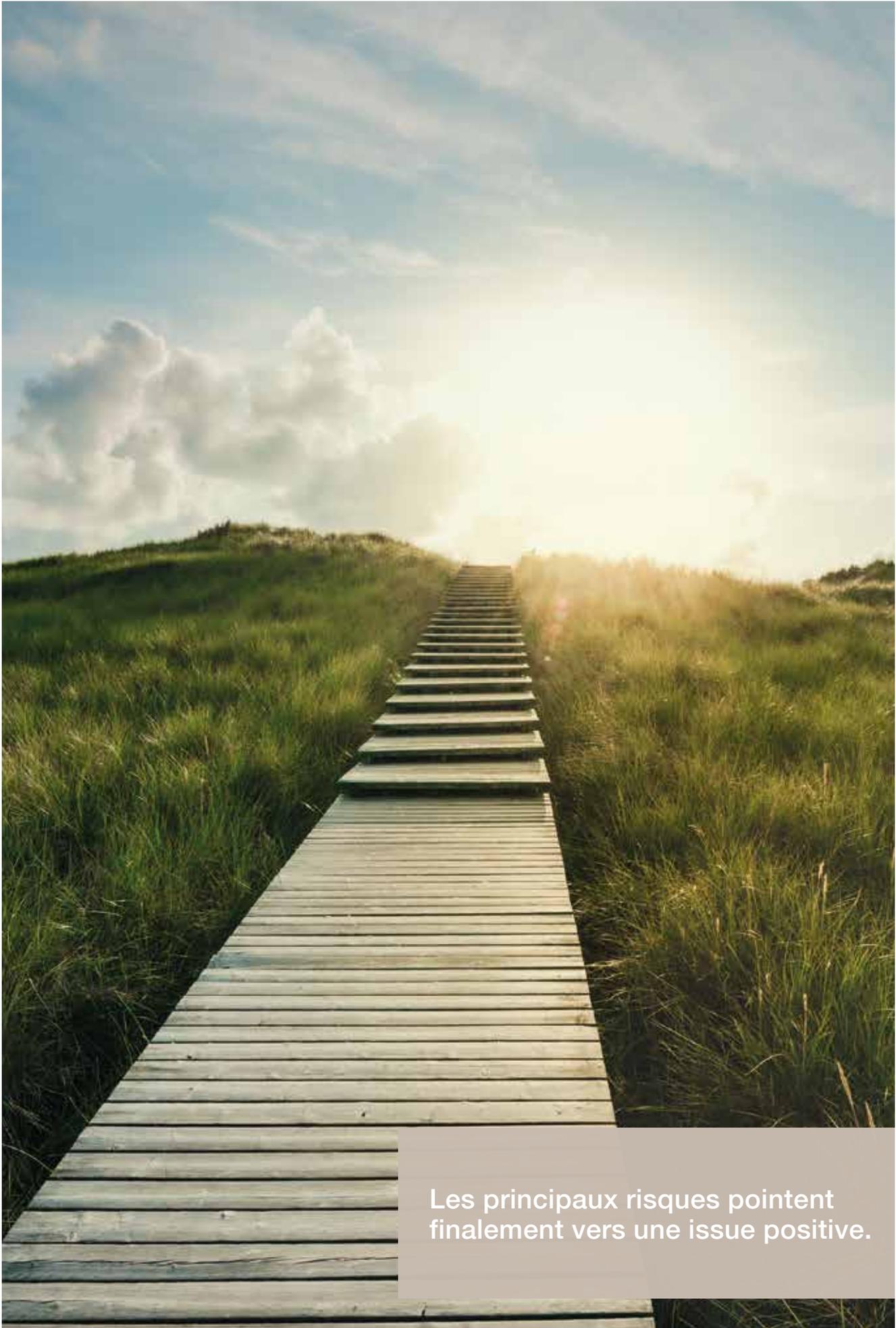
### LA REPRISE ÉCONOMIQUE VIENT DE L'EST

Enfin, les ambitions des économies asiatiques ont encore été renforcées par le récent plan d'investissement quinquennal de la Chine, axé sur le renforcement de la croissance intérieure et la signature d'un accord commercial régional (90 % des droits de douane entre la Chine, le Japon et 13 autres pays devraient disparaître dans les 20 prochaines années). Si des accords commerciaux existaient déjà entre nombre de ces États, il s'agit là d'un pas décisif sur le chemin de la régionalisation.

### UNE REPRISE ÉCONOMIQUE MONDIALE INÉGALE, PIB DU T4-2019 = 100



Sources : Comptes nationaux, Indosuez Wealth Management.



Les principaux risques pointent finalement vers une issue positive.

# ACTIONS

## UN ÉPILOGUE POSITIF

- L'incertitude entourant l'élection américaine a été levée et le schéma actuel – une victoire de Joe Biden sans vague bleue – pourrait s'avérer l'un des meilleurs scénarios.
- La saison des bénéfices du troisième trimestre a finalement atteint des records, les résultats dépassant les prévisions dans 82 % des cas aux États-Unis, tandis que le taux de surprises sur les bénéfices par actions du S&P 500 s'élève à 17 %.
- L'annonce par Pfizer d'un vaccin renforce la confiance dans l'hypothèse d'une solide reprise économique en 2021, offrant un contexte très favorable aux marchés boursiers internationaux.

### EUROPE

Le marché européen vient d'effectuer un rallye remarquable. L'actualité récente se traduit par une confiance accrue dans l'hypothèse d'une reprise économique en 2021, synonyme de bénéfices solides pour les entreprises. Les titres européens restent attractifs en raison de leurs valorisations raisonnables, de leur biais cyclique et de leurs caractéristiques de bêta. Combinés avec le recentrage sur les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) et le thème du changement climatique, ces attributs pourraient attirer de nouveaux capitaux dans la région.

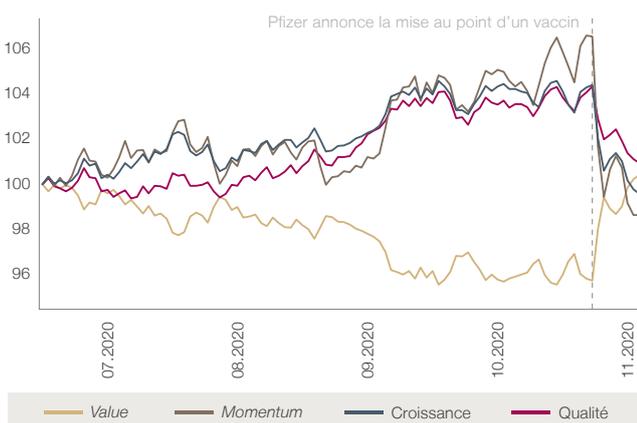
### ÉTATS-UNIS

Le marché s'inquiétait du risque potentiel qu'une vague bleue entraîne une augmentation des taux d'imposition, ce qui aurait pu avoir des répercussions sur les bénéfices des entreprises, notamment dans les secteurs de la technologie et des soins de santé. Un scénario plus équilibré sur le front des élections américaines et les résultats très encourageants des tests d'un éventuel vaccin ont soulagé le marché, et plus particulièrement les secteurs ayant le plus souffert de la crise sanitaire. Le Russell 2000 – l'indice américain des petites et moyennes capitalisations – semble être l'un des principaux bénéficiaires de cette rotation, car il atteint actuellement des sommets historiques dans un mouvement qui ne montre aucun signe de faiblesse.

### MARCHÉS ÉMERGENTS

Les actions chinoises, taïwanaises et sud-coréennes ont été les plus performantes depuis le début de l'année. Malgré le mouvement de rotation évoqué précédemment, nous jugeons toujours les actions chinoises attractives (notamment les actions A) : outre la dynamique positive des indices PMI, les ventes de détail se sont récemment redressées. Nous restons neutres en ce qui concerne la Corée du Sud et Singapour, et sous-pondérons l'Inde et l'ASEAN (hors Singapour).

### ROTATION INTENSE VERS LE STYLE VALUE



Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Cela étant dit, le solide rebond technique du segment *deep value* a bénéficié à des régions à la traîne, comme l'ASEAN et l'Amérique latine, et pourrait continuer de les soutenir à court terme.

### STYLE D'INVESTISSEMENT

Dans cet environnement propice à la prise de risque, le segment *value*/faible qualité du marché a nettement surperformé le segment croissance/qualité. Cette situation semble vouée à perdurer, car la décote du segment *value* demeure très importante, tandis que la dynamique relative des bénéfices par actions (BPA) devrait encore s'améliorer sur ce segment. Cela confirme le récent rééquilibrage de notre portefeuille en faveur de titres plus cycliques/*value*, principalement au détriment d'entreprises défensives. Malgré ces récentes évolutions, certains thèmes de croissance séculaires (notamment le « développement durable » et les « technologies disruptives ») occupent toujours une place importante dans notre portefeuille de base.

### PRÉFÉRENCES SECTORIELLES

Les récentes évolutions ont un certain impact en termes d'allocation sectorielle : en effet, les ressources de base, les matériaux de construction, (en partie) les biens d'équipement et les produits chimiques seraient favorisés par leur caractère cyclique et une éventuelle augmentation des dépenses d'infrastructure.

Même si le secteur bancaire reste soumis à des pressions structurelles, il pourrait bénéficier d'un rebond à court terme compte tenu de sa très faible valorisation, de la bonne dynamique relative du BPA et d'une éventuelle levée de l'interdiction des dividendes par la Banque centrale européenne (BCE) au mois de décembre. Après un solide rebond de court terme, le secteur de l'énergie devrait continuer à souffrir des sorties de capitaux liées à la montée en puissance des facteurs ESG.

### 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.



Les banques centrales amortiront la récession due aux mesures de confinement.

# OBLIGATIONS

## DES CLICHÉS SUR LES VACCINS À PROFUSION

- La quête de rendement entre dans une nouvelle ère, alors que les investisseurs diversifient leurs portefeuilles.
- Cependant, la diversification ne doit pas conduire à ignorer les risques sous-jacents.

### BANQUES CENTRALES

Les banques centrales des marchés développés sont prêtes à contrebalancer les effets récessionnistes des nouvelles mesures de confinement. Les conditions de financement devraient donc rester souples dans un avenir prévisible. La Banque centrale européenne (BCE) devrait augmenter son programme d'achat d'obligations en décembre, tandis que la Fed prolongera probablement l'échéance de ses achats mensuels de titres du Trésor américain, d'un montant de 80 milliards de dollars.

### OBLIGATIONS D'ÉTAT

Les segments courts des courbes de taux sont bien ancrés sur les marchés développés, alors que les banques centrales inscrivent leurs politiques dans la durée. Néanmoins, les segments longs sont plus volatils, en particulier aux États-Unis, car le contexte macroéconomique reste favorable : les chiffres de l'inflation sont en territoire positif et les facteurs de risque exogènes ont tendance à s'estomper (politiques, économiques). D'autre part, la hausse des rendements à long terme aux États-Unis n'affecte les taux d'intérêt ni en Europe, ni sur les marchés émergents.

En Europe, le plan de financement de l'Union européenne protège désormais les pays périphériques. Le programme SURE (« Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency ») a été mis en place en octobre, attirant plus de 200 milliards d'euros d'investissements internationaux. Ce programme réduit les risques de divergence des *spreads* entre les émetteurs souverains européens.

### INVESTMENT GRADE ET HIGH YIELD

Les primes de risque restent soutenues depuis début novembre, en raison d'un regain d'euphorie sur les marchés. D'un point de vue sectoriel, l'industrie et les transports, qui étaient encore à la traîne en termes de compression des *spreads*, ont bénéficié de la « grande rotation ». Cette tendance se reflète dans les performances de notation : sur le marché *high yield*, le segment CCC a surperformé ces dernières semaines, grâce au regain d'appétit des investisseurs *deep value*. À l'approche de la fin d'année, la compression des *spreads* devrait se poursuivre, tandis que le portage favorise les investissements de crédit. Dans le secteur bancaire, les fusions et acquisitions en Europe ont envoyé des signaux positifs aux investisseurs, et le segment des titres très subordonnés recèle de la valeur. Quant aux obligations d'entreprise hybrides, elles semblent bon marché par rapport aux courbes des émissions seniors.

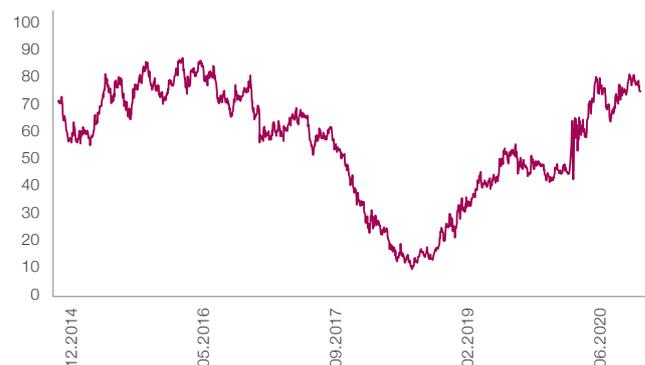
### OBLIGATIONS ÉMERGENTES

Sur les marchés émergents, l'environnement post-élection américaine doit être appréhendé à l'aune de perspectives macroéconomiques assombries sur les marchés développés au quatrième trimestre. Les marchés émergents ne sont pas directement impactés pour plusieurs raisons : l'Asie du Nord gère relativement bien l'épidémie et demeure solide, le secteur manufacturier occupe une place plus importante dans les économies émergentes, et plusieurs grands pays émergents ont souffert de premières vagues de COVID-19 prolongées qui touchent à leur fin.

La quête de rendement ne faiblit pas : le recul du dollar et des taux de défaut relativement modestes pourraient continuer à soutenir les obligations émergentes.

En Chine, le marché reste soutenu par des entrées de fonds régulières, dans un environnement de quête de rendement au niveau mondial. Nos équipes maintiennent une surpondération des actifs *high yield* chinois en phase de désendettement. Les différentiels de *spreads* entre l'Asie du Nord et l'Asie du Sud-Est pourraient se resserrer lorsque l'épidémie de COVID-19 sera maîtrisée.

### HAUSSE DES RENDEMENTS À LONG TERME AUX ÉTATS-UNIS : NOUVELLE TENDANCE OU OPPORTUNITÉ D'ACHAT ?, %



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

### 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.



Sur le marché des changes,  
le yuan reste la surprise  
de cette année.

# DE VISES

## LE DOLLAR SUR UNE PENTE NÉGATIVE

- Le yuan chinois s'impose progressivement à l'échelle internationale.
- L'euro tend à devenir la plus acceptable des monnaies de réserve.

### EURO (EUR)

Malgré des rendements guère attrayants et la stagnation de la croissance économique de la zone euro au cours des dernières années, l'euro tend à devenir, parmi les monnaies de réserve, « le canard le moins boiteux » : il ne souffre pas de surévaluation et s'appuie sur un excédent important de la balance courante, tandis que l'UE résout lentement des problèmes géopolitiques anciens (partage des charges nord/sud, Brexit) et que la nouvelle catégorie d'obligations garanties par l'UE offre des actifs très intéressants pour les gestionnaires de réserves. Ces différents facteurs nous incitent à demeurer optimistes à long terme sur l'euro. À plus court terme, l'euro aura probablement du mal à franchir la barre des 1,20, compte tenu de la dynamique observée en 2020, mais la fin d'année pourrait voir ce seuil de résistance testé.

### DOLLAR US (USD)

Les taux d'intérêt réels négatifs et l'écart historiquement faible entre les taux de la Fed et de la BCE sont les principaux moteurs de la tendance à l'affaiblissement du dollar depuis mai. Or ces moteurs ne devraient pas s'inverser de sitôt. Premièrement, la reprise des flux commerciaux mondiaux entraînera une croissance des recettes d'exportation, alimentant la demande de devises d'exportation telles que l'euro. Deuxièmement, des coûts de couverture du dollar historiquement bas encourageront les entreprises et les investisseurs à convertir les recettes en dollars en monnaie nationale (plutôt que de les conserver à des fins de portage). Troisièmement, l'augmentation des recettes d'exportation entraînera une augmentation des réserves des banques centrales, engagées dans une tendance à long terme de diversification par rapport au dollar. Dans l'ensemble, l'équilibre des forces à court terme pourrait évoluer : si l'absence de « vague bleue » aux États-Unis et la faiblesse des économies européennes réduisent la pression sur le dollar, la perspective d'un rebond macroéconomique mondial en 2021, stimulé par la mise au point d'un vaccin, devrait soutenir les devises émergentes et l'euro par rapport au billet vert.

### LIVRE STERLING (GBP)

Au moment où nous écrivons ces lignes, certains signaux suggèrent un accord commercial entre le Royaume-Uni et l'UE. Pour le Royaume-Uni, la vie en dehors de l'Union européenne ne fait toutefois que commencer. Un processus ardu de restructuration des frontières commerciales de l'économie britannique se profile, sans que l'on ait une vision claire de la place que vise le pays dans le commerce mondial. À court terme, le statu quo domine donc l'économie britannique et, par conséquent, la livre sterling. En raison du recul du dollar par rapport à l'année dernière, nous anticipons une fourchette de 1,25-1,38 pour la paire GBP/USD. À plus long terme, la livre sterling restera probablement déprimée par rapport aux sommets de 1,60-1,70 atteints en 2014, jusqu'à ce que les investisseurs comprennent mieux la nouvelle relation du Royaume-Uni avec le monde et décident comment investir dans la devise britannique.

### YUAN CHINOIS (CNY)

Sur le marché des changes, le yuan reste la surprise de cette année. Contrastant avec la vulnérabilité du dollar américain, la vigueur du yuan s'est appuyée sur une gestion efficace de l'épidémie de COVID-19. Les investisseurs prennent conscience de l'attrait relatif des rendements offerts sur le marché des obligations onshore en renminbi. La Banque populaire de Chine s'étant montrée la moins généreuse dans son assouplissement de la politique monétaire, sa devise continue de séduire les gérants de portefeuilles obligataires. Par rapport à ses homologues du G10, la Chine est en effet le seul pays à continuer d'offrir des rendements « réels » positifs. Bien que le yuan vienne d'atteindre son plus haut niveau en deux ans (6,5400 USD/CNY) et semble quelque peu suracheté, le fait que la croissance chinoise se redresse et surpasse les autres pays nous incite à profiter des corrections pour acheter la devise chinoise dans les mois à venir. Selon SWIFT, le yuan est désormais la cinquième monnaie de paiement pour le commerce mondial, même si sa part demeure inférieure à 2 % en termes absolus. Enfin, le fait que la Chine détienne 28 % des réserves de change mondiales renforce l'attrait du yuan aux yeux des gestionnaires de fonds internationaux.

### OR (XAU)

Si l'or semble marquer une pause à ce stade, nous pensons que la tendance restera haussière tant que les politiques d'assouplissement quantitatif et de taux négatifs continueront à soutenir d'importants déficits budgétaires dans le monde développé. L'annonce de tests encourageants sur le front des vaccins a fait reculer l'or de 115 USD en un jour – la deuxième plus forte chute quotidienne en 2020 –, la correction de la valeur refuge envoyant le marché sur la fourchette de support de 1 850-1 870 USD. Ce mouvement signale un marché abritant des positions significatives et nous estimons que l'or pourrait corriger avant de reprendre sa progression, étant donné que les moyennes mobiles à 50 et 100 jours se sont croisées à la mi-novembre (confirmant une pause dans la hausse). Toutefois, la moyenne mobile à 200 jours, actuellement située autour de 1 800 USD fournit un support robuste.

### CONVICTIONS CLÉS DE VISES & 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

### PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

- Une reprise inégale, le PIB chinois progressant tandis que les PIB européen et américain s'inscrivent en recul de 4 % par rapport au troisième trimestre de 2019 et que la reprise n'est pas encore visible dans des pays comme le Royaume-Uni, l'Espagne et certains pays émergents.
- Une contraction probable du PIB en Europe au quatrième trimestre, alors que les tendances de l'activité et les indicateurs du sentiment demeurent plus positifs aux États-Unis, sachant que les mesures de confinement pourraient être durcies si la pandémie continue de s'accélérer.
- Le vaccin change la donne pour 2021, avec une probabilité accrue de rebond global favorable aux secteurs cycliques et aux pays ayant un bêta plus élevé par rapport à la croissance mondiale, comme l'Europe et les marchés émergents.

### CONTEXTE POLITIQUE ET POLICY-MIX

- L'élection de M. Biden offre un scénario plus favorable et laisse espérer un certain apaisement des tensions internationales.
- Les politiques monétaires resteront très accommodantes aux États-Unis, en Europe et au Japon, sachant qu'il est possible de faire plus.
- La politique budgétaire devrait rester souple et réactive à toute nouvelle aggravation de la pandémie.
- Aux États-Unis, la probable majorité républicaine au Sénat empêchera l'adoption d'un plan de relance budgétaire et d'une réforme fiscale de grande ampleur. Positif pour les secteurs ciblés par les projets de hausses d'impôt, ce scénario moins reflationniste nécessitera une intervention accrue de la Fed pour compenser le moindre soutien budgétaire.
- Nous anticipons un accord bipartite sur certaines mesures d'urgence couvrant à la fois les ménages et les entreprises, mais le calendrier est très incertain.
- En Europe, les voix de certains pays « frugaux » protestent encore contre le Fonds de relance, mais son adoption probable n'est pas remise en cause par la perspective d'un vaccin.
- Sur les marchés émergents, le *policy-mix* a globalement moins de marge de manœuvre, et de nombreuses banques centrales ne sont pas en mesure de réduire davantage les taux à moins d'accepter un affaiblissement de leur devise.

### FONDAMENTAUX BOTTOM-UP

- Le troisième trimestre a confirmé une meilleure résistance des bénéficiaires des entreprises et un rebond plus important que prévu par rapport aux bénéfices du deuxième trimestre, avec des surprises positives record, notamment aux États-Unis.
- Les taux de défaut devraient augmenter, mais ils sont relativement concentrés sur quelques secteurs (services aux entreprises, hôtels et loisirs, par exemple) et sur certaines faibles notations, sans compter que cette évolution est déjà prise en compte par le marché.

### VALORISATIONS DES ACTIFS

- Les *spreads* de crédit se sont comprimés de manière significative le mois dernier, mais les marchés *high yield* et *investment grade* n'atteignent pas les centiles de valorisation les plus élevés. Ce mouvement pourrait dès lors se poursuivre.
- L'ampleur du soutien monétaire est notamment un facteur important en faveur d'une compression accrue des *spreads* en 2021.
- Les valorisations des actions semblent tendues dans de nombreux pays sur la base du ratio cours/bénéfice, mais elles sont gonflées par de faibles taux, comme le montrent les primes de risque, tout à fait raisonnables par rapport aux moyennes de long terme.
- La polarisation reste élevée entre titres de qualité/croissance et titres *value*/cycliques, et la récente rotation factorielle montre qu'il serait risqué de conserver un positionnement inchangé en 2021, alors que l'environnement sera très différent.

### INDICATEURS TECHNIQUES ET INDICATEURS DE SENTIMENT

- L'actualité récente (élections américaines, perspectives en matière de vaccins et bénéficiaires du troisième trimestre) a propulsé les marchés à la hausse malgré l'accélération de l'épidémie de COVID-19, qui est à nouveau passée au second plan. D'un point de vue technique, les marchés actions sont relativement chers, comme le montrent des indicateurs de sentiment tels que l'indice bull/bear.
- Au-delà de ces indicateurs, beaucoup de bonnes nouvelles sont déjà intégrées dans les prix, ce qui rend les marchés vulnérables aux prises de bénéfices.

### RÉGIME DE MARCHÉ

- La volatilité devrait continuer à diminuer vers le niveau de 20, voire en dessous, un facteur favorable aux marchés actions puisque les investisseurs institutionnels en quête de rendement seront incités à accroître leur exposition à ces marchés.

# ALLOCATION D'ACTIFS

## SCÉNARIO D'INVESTISSEMENT ET ALLOCATION D'ACTIFS

### CONVICTIONS EN MATIÈRE D'ALLOCATION

#### Actions :

- Nous avons décidé de surpondérer les actions dans le contexte des élections américaines et la perspective de distribution d'un vaccin au cours du premier semestre 2021 nous a confortés dans ce choix.
- Nous restons optimistes sur la croissance séculaire, mais rééquilibrions progressivement les portefeuilles vers une approche de type *barbell*, avec une exposition accrue aux titres cycliques et *value*.
- Notre conviction est renforcée sur les régions à bêta élevé, telles que l'Europe et les marchés émergents mondiaux.

#### Obligations :

- Nous prévoyons une pentification modérée des courbes de taux américaines, notamment en cas de progrès sur la voie d'un vaccin, mais l'absence de « vague bleue » et la moindre nécessité d'une relance budgétaire si un vaccin est distribué devraient limiter l'ampleur de la pente.
- Les courbes en euro devraient rester proches des niveaux actuels, dans un contexte de faible inflation et d'action résolue de la BCE.
- Nous continuons de favoriser les stratégies de portage sur les segments *investment grade* et *high yield*.
- Nous restons constructifs sur la dette émergente. Nous conservons une préférence pour l'Asie, mais soulignons que les flux pourraient avoir un effet positif sur l'Amérique latine et l'Europe de l'Est, ainsi que sur les obligations en devise locale en 2021.

#### Devises :

- Affaiblissement modéré du dollar par rapport à l'euro, vision positive à long terme sur le renminbi, dynamique renforcée sur les devises émergentes. Visibilité accrue et couple rendement/risque probablement plus intéressant sur les devises asiatiques.

#### Or :

- Alors que l'or est négativement corrélé au dollar, tout recul sera stratégiquement limité par nos anticipations d'affaiblissement du billet vert. Si une accélération au-dessus de 1 950 USD semble peu probable dans le contexte favorable actuel, tout mouvement vers la moyenne mobile à 200 jours – 1 800 USD – pourrait être exploité.

### 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 18 NOVEMBRE 2020

INDICES ACTIONS	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
S&P 500 (États-Unis)	3 567,79	3,85 %	10,43 %
FTSE 100 ( Royaume-Uni)	6 385,24	10,54 %	-15,34 %
Stoxx Europe 600	390,54	8,25 %	-6,08 %
Topix	1 720,65	5,07 %	-0,04 %
MSCI World	2 543,36	5,19 %	7,84 %
Shanghai SE Composite	4 891,67	2,06 %	19,41 %
MSCI Emerging Markets	1 207,55	6,12 %	8,33 %
MSCI Latam (Amérique Latine)	2 189,85	11,95 %	-24,95 %
MSCI EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique)	228,27	8,01 %	-14,69 %
MSCI Asia Ex Japan	793,33	5,83 %	15,26 %
CAC 40 (France)	5 511,45	13,55 %	-7,81 %
DAX (Allemagne)	13 201,89	5,13 %	-0,36 %
MIB (Italie)	21 622,66	13,29 %	-8,01 %
IBEX (Espagne)	7 981,50	17,18 %	-16,42 %
SMI (Suisse)	10 565,12	5,75 %	-0,49 %

MATIÈRES PREMIÈRES	DERNIER PRIX	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
Acier (CNY/Tonne)	4 089,00	11,84 %	7,72 %
Or (USD/Once)	1 872,24	-2,71 %	23,40 %
Pétrole brut (USD/Baril)	41,82	4,47 %	-31,51 %
Argent (USD/Once)	24,45	-3,14 %	36,42 %
Cuivre (USD/Tonne)	7 088,50	1,39 %	14,81 %
Gaz naturel (USD/MMBtu)	2,71	-10,29 %	23,89 %

INDICE DE VOLATILITÉ	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES (point)	VARIATION 2020 (point)
VIX	23,84	-4,81	10,06

DEVICES	DERNIER SPOT	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
EUR/CHF	1,08	0,58 %	-0,51 %
GBP/USD	1,33	0,94 %	0,12 %
USD/CHF	0,91	0,66 %	-5,70 %
EUR/USD	1,19	-0,07 %	5,71 %
USD/JPY	103,82	-0,74 %	-4,41 %

OBLIGATIONS D'ÉTAT	RENDEMENT	VARIATION 4 SEMAINES (pbs)	VARIATION 2020 (pbs)
Bons du Trésor américain 10A	0,87 %	4,75	-104,74
France 10A	-0,32 %	-1,20	-43,90
Allemagne 10A	-0,56 %	3,40	-36,70
Espagne 10A	0,08 %	-12,40	-38,40
Suisse 10A	-0,48 %	4,10	-0,40
Japon 10A	0,01 %	-1,70	3,30

OBLIGATIONS D'ENTREPRISE	DERNIER	VARIATION 4 SEMAINES	VARIATION 2020
Emprunts d'État émergents	43,65	3,31 %	-0,55 %
Emprunts d'État en euro	221,98	0,16 %	2,04 %
Entreprises haut rendement en euro	203,98	2,20 %	0,15 %
Entreprises haut rendement en dollar US	311,24	1,97 %	2,39 %
Emprunts d'État américains	325,26	-0,13 %	5,57 %
Entreprises émergentes	52,43	1,85 %	1,24 %

Sources : Bloomberg, Indosuez Wealth Management.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

## RENDEMENT MENSUEL DES INDICES, HORS DIVIDENDES

AOÛT 2020	SEPTEMBRE 2020	OCTOBRE 2020	VARIATION 4 SEMAINES	DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (18 NOVEMBRE 2020)
8,16 %	0,45 %	2,76 %	11,95 %	19,41 %
7,01 %	-1,48 %	2,35 %	10,54 %	15,26 %
6,53 %	-1,63 %	1,98 %	8,25 %	10,43 %
3,40 %	-1,68 %	-1,19 %	8,01 %	8,33 %
2,86 %	-1,77 %	-2,77 %	6,12 %	7,84 %
2,58 %	-2,72 %	-2,84 %	5,83 %	-0,04 %
2,09 %	-3,59 %	-3,14 %	5,19 %	-6,08 %
1,26 %	-3,92 %	-4,52 %	5,07 %	-14,69 %
1,12 %	-4,75 %	-4,92 %	3,85 %	-15,34 %
-6,36 %	-5,54 %	-5,19 %	2,06 %	-24,95 %

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 des options contractées sur l'indice.

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

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

## AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CA Indosuez Wealth (Group) (Indosuez Group), société de droit français, holding de l'activité de gestion de fortune du groupe Crédit Agricole, et ses filiales (directes et indirectes) et/ou entités consolidées menant la même activité, à savoir CA Indosuez 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 Lancrèaux - 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 19.11.2020.

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.

