

PERSPECTIVES T3 2021



*Groupe bancaire bien établi, Banque Havilland, offre ses services à des clients **privés et institutionnels**, qui peuvent tirer parti des avantages d'une plateforme bancaire solide implantée dans sept centres financiers. Créée en 2009 au Luxembourg, où est installé son siège, la Banque est aujourd'hui également présente à Monaco, au Liechtenstein, à Londres, à Dubaï, à Genève et à Zurich.*

SOMMAIRE

Environnement du marché	04
Actions	08
Obligations	11
Devises et matières premières	13



ENVIRONNEMENT DU MARCHÉ

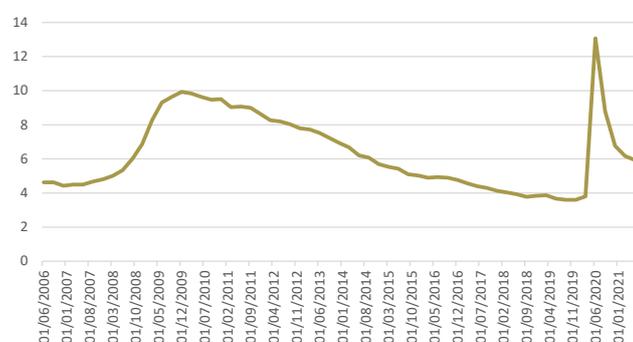
L'avenir nous dira si les marchés mondiaux seront confrontés à un point d'inflexion ou non. Certaines tendances et certains thèmes ayant fait leur temps, de nombreuses incertitudes sont à envisager à l'heure où les investisseurs positionnent leurs portefeuilles pour le second semestre 2021 et au-delà. Le durcissement de ton remarqué en juin du Comité Fédéral de l'Open Market (CFOM) signale sans doute le début de la fin d'un soutien budgétaire et monétaire hors norme, qui a porté les marchés financiers et la croissance économique avant et depuis la pandémie de covid-19 (en tant qu'ultime recours). Les dépenses publiques engagées se répercuteront très probablement de manière ostensible sur les impôts (et de facto, via l'inflation). Alors que les gains facilement accumulés ces seize derniers mois sont certainement déjà épuisés, les responsables politiques devraient réduire le

“*La réaction modérée des marchés obligataires suite à la dernière réunion de la Réserve Fédérale, qui a surpris par son ton offensif, se veut rassurante, en particulier à la lumière des précédents « taper tantrum » et de la hausse des rendements en février dernier. Cela laisse penser que les marchés ont digéré le fait qu'une hausse des taux interviendra tôt ou tard (...)*”

soutien budgétaire et monétaire, ralentissant la croissance économique. D'autre part, le calendrier de cette réduction progressive (ou « tapering ») est si prudent, les taux américains n'ayant pas vocation à remonter avant 2023, qu'il n'est apparemment pas urgent pour les investisseurs de liquider leurs positions en obligations ou en actions, même si la phase du cycle au cours de laquelle les actifs risqués pourraient être recherchés avec un empressement aveugle est passée. En résumé, il est difficile de concevoir que les actions auront encore progressé de 10 à 15 %, selon l'indice considéré, d'ici la fin de l'année. De même, il est peu probable que les données économiques américaines en particulier puissent poursuivre leur trajectoire actuelle. Des indicateurs clés tels que les rendements de production et nouvelles commandes de l'indice PMI américain semblent avoir atteint un pic en mai. Cela laisse dès lors entrevoir une croissance plus mesurée et, partant d'une probable stabilisation des bénéfices des entreprises. L'inflation a finalement attiré l'attention des investisseurs en général, avec un grand débat sur la question de savoir si les chiffres actuellement plus élevés sont effectivement « temporaires » ou symptomatiques d'une période d'inflation plus durable. Comme longuement débattu dans nos précédentes publications, et sans vouloir aborder des sujets déjà traités, il est prudent de supposer que l'inflation restera élevée pendant une période plus longue que beaucoup l'envisagent (notamment dans la mesure où les gouvernements cherchent à alléger leur dette) et que les investisseurs positionnent leurs portefeuilles en conséquence.

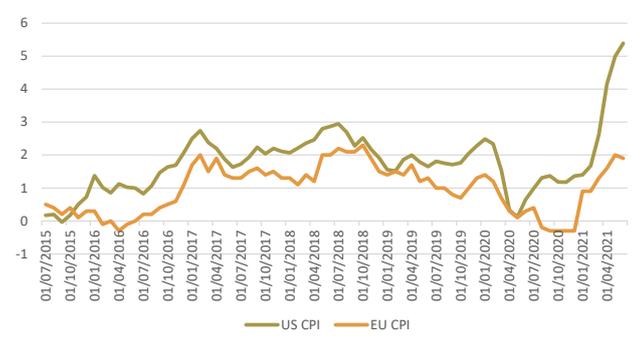
La réaction modérée des marchés obligataires suite à la dernière réunion de la Réserve Fédérale, qui a surpris par son ton offensif, se veut rassurante, en particulier à la lumière des précédents « taper tantrum » et de la hausse des rendements en février dernier. Cela laisse penser que les marchés ont digéré le fait qu'une hausse des taux interviendrait tôt ou tard, tout en acceptant que l'inflation puisse être forte, au moins tant que les chiffres de l'emploi restent inférieurs à ceux d'avant la pandémie.

Taux de chômage aux États-Unis (en %)



L'emploi a rebondi mais le rythme a ralenti. La Fed a annoncé qu'elle attendrait une reprise complète des marchés du travail avant de resserrer sa politique, mais avec un niveau élevé d'inflation, le moment est mal choisi pour se permettre un faux pas politique.

IPC : États-Unis et UE



L'inflation a vraiment bondi aux États-Unis, mais elle n'a pas encore suivi le mouvement de manière significative en Europe. Si l'IPC américain se maintient à son niveau actuel, le scénario « transitoire » sera remis en question et la Fed subira des pressions.

Les chiffres de l'emploi aux États-Unis seront donc l'indicateur clé à surveiller dans les mois à venir, tout écart significatif entraînant des secousses sur les marchés si le discours du moment concernant les hypothèses d'inflation de la Réserve Fédérale, est remis en question. Il est difficile de prévoir quels actifs risqués se comporteront bien dans une nouvelle phase du cycle de marché, d'autant plus que la reprise des titres cycliques orientés « value » s'est brutalement interrompue en juin. Ce phénomène s'explique peut-être par les craintes d'une dissipation de l'euphorie post-covid et de l'apparition d'un nouveau variant de la maladie qui retarderait à nouveau la levée des restrictions sociales et économiques. Les actions américaines sont chères et le rebond de la croissance arrive à maturité. Si les États-Unis conservent généralement le leadership du marché, la reprise se poursuit à l'échelle mondiale et d'autres régions qui étaient en retrait accélèrent le pas. Les investisseurs peuvent tirer parti du caractère inégal et à plusieurs vitesses de cette reprise. Comme mentionné plus haut, la fiscalité devrait augmenter dans le monde entier, ce qui pourrait avoir des répercussions sur les plus grandes entreprises mondiales et, par ricochet, sur le reste du marché. Ce n'est pas une coïncidence si la conclusion du nouvel accord du G7 sur la taxation des multinationales est devenue une urgence alors même que l'administration Biden prévoit de dépenser 6 000 milliards de dollars pour les mesures de relance et les infrastructures, tout en envisageant la relevée des taux d'imposition des sociétés américaines de 21 % à 28 %, et de prélever des impôts supplémentaires auprès des particuliers les plus riches du pays. La nécessité d'adopter une approche plus mondiale de la fiscalité est à l'ordre du jour depuis un certain temps, les gouvernements regardant avec envie les multinationales qui choisissent le pays où seront comptabilisés leurs bénéfices.

La croissance des bénéfices des géants du secteur technologique et du commerce en ligne qui ont bénéficié de manière disproportionnée du confinement au cours des 16 derniers mois a accéléré ce durcissement. Les géants de la Silicon Valley tels que Facebook et Google sont critiqués depuis des années parce qu'ils payent des impôts minimes sur les marchés où ils enregistrent des milliards de dollars de ventes. Aussi un accord visant à égaliser les taux d'imposition n'a rien de très surprenant. En ce qui concerne les actions américaines, la hausse du régime fiscal pourrait bien être à double tranchant : d'un côté, la charge fiscale des sociétés technologiques mondiales devrait augmenter, ce qui pourrait mettre fin à la rotation du leadership en faveur des géants du secteur ; d'un autre côté, le produit des revenus devrait profiter aux infrastructures et à la croissance économique, dopant d'autres valeurs. La réduction de la concurrence fiscale entre les gouvernements nationaux ne peut guère profiter aux actions. On notera cependant l'absence de réaction du cours des titres des sociétés (technologiques) concernées, ainsi que le fait qu'Amazon ne rencontrera aucune difficulté puisque son taux de bénéfices est inférieur au seuil de 10 % en raison du réinvestissement. Ainsi même si les marchés doutent que l'accord du G7 soit validé par les législatures nationales ; ce questionnement peut être simplement dû au fait que d'autres méga-capitalisations adopteront l'approche d'Amazon : minimiser leurs charges fiscales en réinvestissant pour la croissance future. Néanmoins, les premières estimations de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) suggèrent moins de 4 % de recettes supplémentaires générées en application de l'accord fiscal mondial, soit 84 milliards de dollars, dont la part la plus importante serait versée par les géants technologiques et d'autres multinationales américaines au gouvernement américain. Cela ne paraît peut-être pas si important dans l'ensemble, mais

représente un obstacle à court terme pour certaines actions. En dehors des États-Unis, c'est bien sûr une mauvaise nouvelle pour les économies à faible fiscalité comme l'Irlande, la Hongrie et les différentes juridictions des Caraïbes. L'impact sur l'ensemble du marché devrait toutefois être minime. Les investisseurs devraient davantage se concentrer sur la hausse du seuil pour les entreprises américaines (si le projet passe au sein d'un congrès divisé). Selon Goldman Sachs, une augmentation de 28 % de l'impôt sur les sociétés pourrait réduire de 9 % les bénéfices des entreprises en 2022. Cet effet pourrait bien sûr être en partie compensé par les dépenses d'infrastructure ainsi financées. La nature de l'infrastructure devrait sans doute être dominée par les programmes en vogue pour les énergies vertes et du changement climatique. Ironie du sort, la transition verte a pour effet d'augmenter la demande pour de nombreuses matières premières (comme le cuivre et les métaux pour la 5G, le platine pour l'énergie à hydrogène) et pour les entreprises du secteur industriel/des matériaux. La révolution verte semble inflationniste et elle devrait perdurer, ce qui renforce notre conviction que l'inflation se maintiendra bien après que la reprise post-pandémie ait atteint son paroxysme. Cela laisse penser que les valeurs décotées et cycliques ont encore de la marge avant que cette rotation puisse être considérée comme terminée.

Si la prévalence de la technologie mondiale était une force désinflationniste, la mondialisation en était certainement une autre. Or, s'il est prématuré de suggérer que cette dernière a fait son temps, l'évolution des relations entre les États-Unis et la Chine semble indiquer qu'elle a atteint son apogée maintenant que les États-Unis ne sont plus si disposés à importer des biens chinois bon marché au détriment de leur propre industrie, alors que les contrôles aux frontières et la libre-circulation mondiale de la main-d'œuvre semblent moins poreux dans la période post-pandémie.

L'inflation étant au centre de l'attention, l'importance de la croissance chinoise est parfois occultée lors de débats sur la situation macroéconomique mondiale. Il convient à ce titre de rappeler le repli des actions au premier trimestre, la PBOC cherchant une nouvelle fois à durcir les conditions de crédit alors que la croissance semblait trop soutenue. La Chine a été la seule grande économie à croître l'année dernière, malgré des mesures strictes de confinement, et ce grâce à un environnement de crédit très accommodant et une bulle de la dette. Toutefois, depuis janvier, des mesures ont été prises pour endiguer cette tendance, accompagnées d'efforts visant à freiner le marché immobilier et à éponger la liquidité des marchés des actions et des emprunts d'État. La Chine a été le premier pays à souffrir de la crise covid et à en sortir. Comme les économies occidentales, elle s'est tournée vers le crédit et les mesures de relance pour faire face au choc financier. Elle pourrait également être la première à mettre fin à son cycle de crédit. En effet, l'impulsion du crédit s'est déjà inversée. Si la croissance chinoise suit le mouvement, les marchés le remarqueront et exerceront une pression supplémentaire sur les banques centrales des pays développés qui commencent tout juste à réduire leurs achats d'actifs et à durcir leur politique monétaire. Nous pensons que la plupart des risques menaçant les investisseurs restent à venir. La politique budgétaire et monétaire est actuellement très accommodante, une grande partie du monde n'ayant pas encore procédé à une réouverture totale, et la croissance robuste dans les pays où les programmes de vaccination sont avancés. Eu égard à l'apparition d'un nouveau variant agressif, ou l'émergence de nouvelles tensions

géopolitiques, nous anticipons des gains modestes pour les actifs risqués au second semestre, même si un aplatissement récent de la courbe des taux et un marché d'actions américain relativement onéreux laissent entrevoir des périodes d'agitation.

Indice de l'impulsion du crédit à 12 mois en Chine



La Chine a fortement resserré son offre de crédit cette année, ce qui pourrait annoncer une contraction mondiale encore plus importante, le pays étant un acteur majeur du commerce mondial.

PMI composites



Les indices PMI sont en zone d'expansion, mais le rythme de la croissance pourrait désormais avoir atteint un pic d'après les derniers chiffres publiés par les États-Unis et la Chine en particulier. Les actifs risqués ne pourront pas compter très longtemps sur une croissance rapide.

ACTIONS

Comme précédemment mentionné, la situation semble attractive pour de nombreux marchés d'actions. Les investisseurs continuent à considérer que la maturation de la pandémie est un inconvénient pour l'économie plutôt qu'une menace véritable, étant donné que la plupart des programmes de vaccination progressent bien et que la Réserve Fédérale s'attèle à la fois à rassurer les investisseurs et à les préparer à un resserrement monétaire. En outre, les bénéfices ont dépassé les attentes au cours des deux derniers trimestres, dopant la plupart des indices. Pendant une période de l'année marquée par la réponse politique, les valorisations ont été quasiment oubliées, car le rebond global a alimenté l'ensemble des marchés. Les ratios cours/bénéfices attrayants pourraient s'expliquer par des perspectives de politique monétaire caractérisée par des taux proches de zéro et l'approche « nous ferons tout ce qu'il faut » des gouvernements et des banques centrales - mais cela ne durera plus très longtemps. Aujourd'hui, les bénéfices repartent à la hausse, les PER de plusieurs grands indices ont nettement baissé, même si les gains de cours des actions restent solides. Cette sorte de correction saine des valorisations est de bon augure pour les perspectives à long terme. Toutefois, ce n'est pas le cas aux États-Unis, où les valorisations restent très tendues. Si l'indice S&P 500 a chuté par rapport à son niveau record de 23 en septembre, il reste nettement plus élevé qu'il ne l'a jamais été en dehors de la bulle Internet. La reprise et la surperformance des marchés européens depuis le début de l'année indiquent que les actions européennes sont désormais au-dessus de leur fourchette pré-covid. Parmi les principales régions, seules le Japon et le Royaume-Uni semblent attractifs en termes de valorisation. Tous les signaux plaident pour la nécessité d'une allocation en actions mondiales

“ *Aujourd'hui, les bénéfices repartent à la hausse, les PER de plusieurs grands indices ont nettement baissé, même si les gains de cours des actions restent solides. Cette sorte de correction saine des valorisations est de bon augure pour les perspectives à long terme.* ”

moins dépendante des performances du marché américain à moyen terme, avec des prévisions de bénéfices nettement supérieures aux normes historiques qui semblent vulnérables une fois l'euphorie de la reprise terminée. La dynamique des bénéfices a principalement été alimentée par le secteur technologique au cours des dix dernières années. Mais compte tenu des doubles obstacles que représentent l'augmentation de la fiscalité et les lois antitrust touchant de manière disproportionnée ce secteur du marché, il est fort probable que cette dynamique doive trouver sa source ailleurs. Les prévisions de bénéfices pour l'Europe et le Royaume-Uni sont plus fondées, de sorte que le potentiel de surprises positives est plus important ici au moins, bien qu'il soit difficile de présumer que les révisions à la hausse seront du même ordre que celles observées ces deux derniers trimestres. Les valeurs cycliques sont les moteurs de cette croissance supérieure des bénéfices en Europe et la région illustre le thème de la reprise : le rythme de la vaccination s'accélère, le nombre de cas diminue et les voyages commencent à reprendre, même si des inquiétudes persistent.

Les sociétés minières, les banques, l'énergie et le secteur de la chimie ont affiché l'une des meilleures croissances du BPA attendues sur 12 mois au sein du Stoxx 600 depuis début mai. Les services aux collectivités, les technologies, la santé et l'agroalimentaire sont en retrait, même si, bien entendu, cette reprise provient partiellement des nombreuses valeurs cycliques qui ont été les plus durement touchées l'année dernière. Bien que celles-ci puissent se replier en cas de nouvelles restrictions liées au virus ou d'annonce de nouveaux variants, le discours général indiquant que les vaccins accélèrent le retour à la normale reste le même.

Par conséquent, nous pensons qu'une exposition supérieure à la moyenne aux valeurs cycliques et aux marchés reste toujours justifiée à la moitié de l'année. Notre conviction la plus forte reste le marché boursier britannique (même si notre patience est mise à l'épreuve), le ratio cours/valeur comptable du FTSE s'établissant à seulement 1,9 contre 4,7 pour le S&P 500, alors que les prévisions de croissance au Royaume-Uni ont été revues à la hausse à plusieurs reprises cette année, soutenues par des données économiques encourageantes et l'une des campagnes de vaccination les plus réussies du monde.

Ratio cours/valeur comptable des actions britanniques vs. ratio cours/valeur comptable des actions américaines



Les actions britanniques sont bon marché par rapport à leurs niveaux historiques récents, en particulier par rapport au marché américain, malgré un programme de vaccination avancé et des perspectives économiques solides.

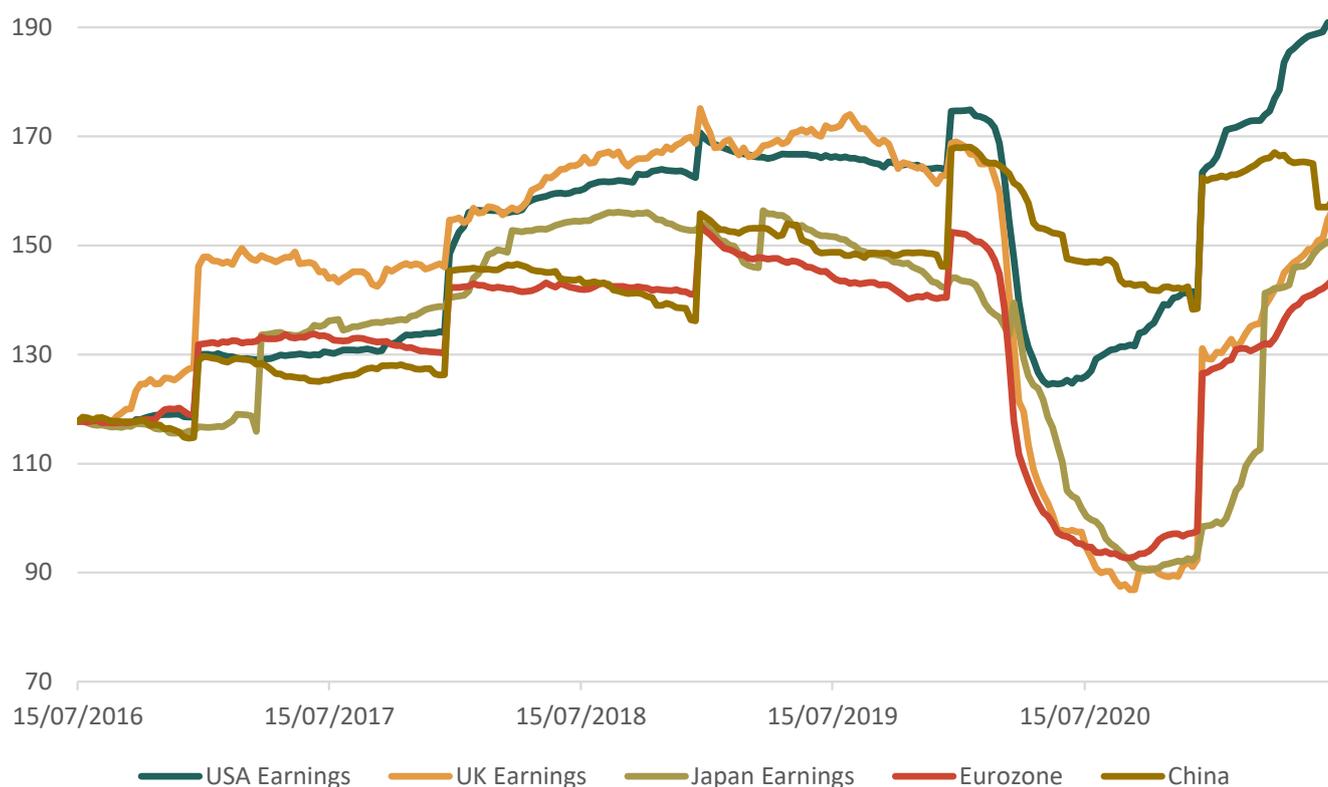
Bien sûr, les actions progressent parallèlement à la croissance économique. Nous souhaitons réitérer l'opinion selon laquelle, sur le long terme, l'Asie émergente constitue le meilleur exemple : il s'agit de l'économie continentale enregistrant la plus forte croissance au monde, et intégrant rapidement la digitalisation aux côtés des tendances bien connues de l'évolution démographique et de l'urbanisation, susceptibles de doper des secteurs comme le e-commerce et la production de semi-conducteurs. Nous pensons également que la région est une opportunité plus diversifiée que ne l'étaient les « dragons asiatiques » des années 1990 tournés vers l'exportation. La Chine domine bien entendu la région et a supplanté les États-Unis en tant que principal partenaire commercial de l'Europe, bien que les consommateurs chinois soient de plus en plus exigeants. La Corée et Taïwan sont des économies ouvertes et avancées technologiquement qui font partie intégrante de nombreuses chaînes d'approvisionnement mondiales. L'Inde a un paysage d'entreprises en pleine mutation, avec des réformes qui semblent prêtes à libérer le potentiel de sa population. De manière significative, le continent asiatique semble avoir tiré parti de sa rapide sortie de la pandémie, prenant le pas sur le reste du monde en termes de croissance économique future - une allocation significative dans la région est essentielle pour tout portefeuille d'investissement à long terme.

Projections des Perspectives de l'économie mondiale du FMI (% de variation)

	EN GLISSEMENT ANNUEL		
	2020	PROJECTIONS	
	2020	2021	2022
CROISSANCE MONDIALE	-3,3	6,0	4,4
Pays avancés	-4,7	5,1	3,6
Pays émergents et pays en développement	-2,2	6,7	5,0
Pays émergents et en développement d'Asie	-1,0	8,6	6,0

La croissance des pays asiatiques en développement devrait être plus forte que celle de toutes les économies développées et des autres marchés émergents, car le pire de la pandémie est derrière eux.

Prévisions de bénéfices à 12 mois (rebasées au 16/07)



Les prévisions de bénéfices aux États-Unis sont nettement supérieures à celles des autres pays. Cela pourrait occasionner une déception pour les actions américaines, mais des surprises positives pour les autres marchés en comparaison.

	-	=	+	
ACTIONS				Le scénario de reflation reste convaincant pour l'instant, mais il semblerait avoir une durée de vie limitée, prenant fin une fois que le rebond économique aura atteint son paroxysme et que la rotation des valeurs de croissance vers les titres décotés/cycliques s'achèvera.
États-Unis				Un marché à deux faces. Les valeurs de croissance/ technologiques semblent avoir atteint leur niveau le plus élevé à l'heure actuelle, mais il reste encore de la marge pour les titres décotés/cycliques.
Royaume-Uni				Les actions britanniques sont à leur plus bas niveau par rapport aux actions mondiales depuis de nombreuses années et devraient bénéficier du rattrapage/de la rotation en faveur des actions sous-évaluées.
Zone euro				Les actions d'Europe continentale mènent la rotation, malgré une croissance économique inférieure à celle des États-Unis et du Royaume-Uni.
Suisse				La qualité et la nature défensive du marché pourraient entraîner un retard par rapport aux secteurs plus cycliques à mesure que l'économie se redresse.
Marchés émergents				We favour emerging Asia for the long term growth story with too much political risk elsewhere.
Japon				Les valorisations sont attractives pour un marché développé, et nous apprécions les qualités de refuge de la monnaie. Les importants achats d'actifs de la Banque du Japon soutiennent le marché et la croissance est de retour.

OBLIGATIONS

Depuis le dernier trimestre, les obligations mondiales ont quelque peu rebondi, les taux américains à 10 ans passant de 1,7 % fin mars à 1,5 % fin juin, et ceux à 30 ans se repliant davantage. Malgré le fort enthousiasme qui a suivi la réunion du FOMC fin juin, les rendements ont continué de se contracter, contredisant ceux qui s'attendaient à un début de repli sur fond de crainte d'inflation sur les marchés obligataires : le « tapering » indiquait implicitement que la Réserve Fédérale ne croyait plus à son propre discours, selon lequel la hausse actuelle des chiffres de l'IPC était véritablement transitoire. La conférence de presse donnée par Jérôme Powell a toutefois apaisé la situation. Les marchés obligataires ont probablement conclu que les deux hausses de taux anticipées pour 2023 (d'après le « dot plot ») sont encore suffisamment éloignées pour justifier une hausse continue des obligations assorties d'échéances plus proches. La réaction de la courbe des taux, qui s'est aplatie lorsque les taux courts se sont stabilisés, suggère que les effets se feront majoritairement ressentir à l'extrémité de la courbe qui entraînera une volatilité à l'heure où les investisseurs réfléchissent aux perspectives d'inflation. Nous continuons donc à privilégier globalement un panier obligataire à duration courte. Il est important de ne pas trop se concentrer sur le présent. Toutefois, les variations apparemment importantes des rendements en % se traduisent en réalité par de très légères augmentations pour les détenteurs d'obligations en raison de la faiblesse des rendements (une forte variation en pourcentage sur un très faible pourcentage ne représente qu'une petite fraction). Nous ne pensons pas que la récente baisse des rendements des bons du Trésor va se poursuivre pendant très longtemps, ceux-ci étant plus susceptibles d'augmenter significativement dans les années à venir. Tout simplement, des rendements réels négatifs dans un contexte de rebond de la croissance économique et d'accélération (quoique « transitoire ») de l'inflation, avec la perspective désormais certaine d'une diminution graduelle et d'une hausse des

“*La réaction de la courbe des taux, qui s'est aplatie comme lorsque les taux courts se sont stabilisés, suggère que les effets se feront majoritairement ressentir à l'extrémité de la courbe, qui entraînera une volatilité à l'heure où les investisseurs réfléchissent aux perspectives d'inflation. Nous continuons donc à privilégier globalement un panier obligataire à duration courte.*”

taux, sont contre-intuitifs et insoutenables sur une longue période. Nous restons donc prudents quant aux obligations souveraines et, par extension, sur le marché obligataire en général. Même si nous pensons que les obligations des marchés émergents assorties d'une duration courte peuvent offrir aux investisseurs un profil rendement/risque intéressant, parallèlement à une faible allocation au crédit à haut rendement, l'univers des obligations d'entreprise dans son ensemble ne semble pas être du bon côté du couple rendement/risque, les spreads étant désormais proches de leurs plus bas post-crise financière, avec de légères tensions observées jusqu'à présent face à la hausse de l'inflation ou à la réduction des achats d'actifs. Si nous nous sommes faits à l'idée que les obligations n'offriront pas de capital ni de revenus significatifs dans les années à venir, nous pouvons au moins espérer que la baisse sera lente plutôt que soudaine et violente, comme le suggère la réaction contenue à la réunion du FOMC. Néanmoins, une erreur de communication de la part de la Fed demeure l'un des risques les plus probables pour les marchés obligataires et financiers au sens large.

Rendements obligataires à 2 ans

PAYS	ÉCHÉANCE	RENDEMENT
Suisse	SWISS 4 02/11/23	-0,814
Pays-Bas	NETHER 1 3/4 07/15/23	-0,725
Finlande	RFGB 1 1/2 04/15/23	-0,705
Belgique	BGB 2 1/4 06/22/23	-0,700
Autriche	RAGB 0 07/15/23	-0,694
Allemagne	BKO 0 06/16/23	-0,682
France	FRTR 0 02/25/23	-0,660
Portugal	PGB 4.95 10/25/23	-0,628
Irlande	IRISH 3.9 03/20/23	-0,618
Danemark	DGB 0 1/4 11/15/22	-0,603
Espagne	SPGB 0 04/30/23	-0,531
Grèce	GGB 3 1/2 01/30/23	-0,493
Italie	BTPS 0.6 06/15/23	-0,412

PAYS	ÉCHÉANCE	RENDEMENT
Suède	SGB 1 1/2 11/13/23	-0,324
Japon	JGB 0.005 07/01/2023	-0,136
Hong Kong	HKGB 0.14 05/24/23	0,012
Australie	ACGB 2 3/4 04/21/24	0,048
Royaume-Uni	UKT 0 1/8 01/31/23	0,078
Israël	ILGOV 0.15 07/31/23	0,090
États-Unis	T 0 1/8 06/30/23	0,231
Singapour	SIGB 1 3/4 02/01/23	0,360
Canada	CAN 0 1/4 05/01/2023	0,485
Norvège	NGB 2 05/24/23	0,617
Nouvelle-Zélande	NZGB 0 1/2 05/15/24	0,863
Islande	ICEGB 1 1/2 05/15/23	2,400

Les rendements obligataires ont encore baissé au cours du dernier trimestre et sont négatifs dans de nombreux pays.

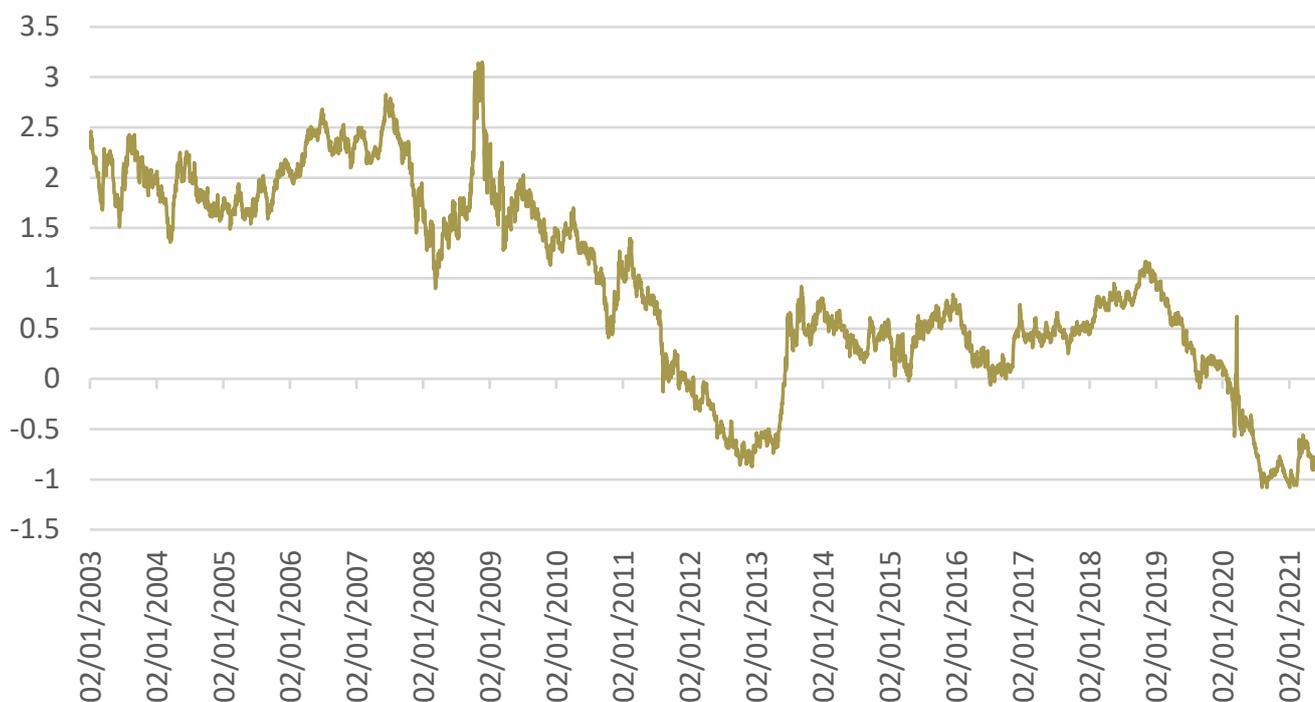
	-	=	+	
OBLIGATIONS				Les rendements des obligations de référence sont de nouveau à des plus bas historiques et, compte tenu de la reprise économique et de l'inflation, les obligations semblent trop chères.
Obligations souveraines				Les obligations souveraines sont une valeur sûre en période de tension du marché, mais leur potentiel de hausse actuel est limité et elles offrent des rendements réels négatifs à long terme.
Obligations d'entreprises investment grade				Les achats d'actifs des banques centrales soutiennent les obligations d'entreprise pour l'instant, mais un « tapering » se profile à l'horizon et les spreads sont très compressés.
Obligations à haut rendement				La hausse des rendements reste relativement attractive, mais historiquement faible. Les risques de défaut sont préoccupants.
Obligations des marchés émergents				Avec l'appréciation des devises locales pendant la reprise économique ainsi que le net rebond des rendements, certaines obligations des marchés émergents sont à présent relativement attractives. Duration courte.

DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES

La trajectoire du dollar américain et les prix des matières premières sont étroitement liés, raison pour laquelle le net rebond du dollar s'est traduit par une inversion de tendance pour de nombreux métaux industriels qui étaient en hausse après des taux bas lors de la pandémie en mars 2020. L'orientation de la monnaie de réserve mondiale influencera considérablement la nature de la prochaine phase de la reprise mondiale. Selon nous, les économies comme la zone euro et le Royaume-Uni « rattraperont » les États-Unis, ce qui étaye notre opinion selon laquelle le dollar devrait se déprécier à long terme, bien que la Fed ait reconnu la nécessité de relever ses taux (dans un futur éloigné).

Les perspectives à court terme sont toutefois incertaines. La relance budgétaire du gouvernement génère une prime de croissance sur le marché américain par rapport au reste du monde, ce qui laisse penser que les afflux de capitaux internationaux devraient rester ancrés aux actifs libellés en dollar soutenant la devise, même si cela pourrait en grande partie dépendre de l'orientation des rendements obligataires. La vigueur de la croissance éclipse le fait que des injections massives de liquidités sont en cours et que, la situation budgétaire se dégrade, ce qui pourrait se révéler si d'autres pays moins endettés rattrapent effectivement les États-Unis.

Courbe des taux réels des bons du Trésor américain à 10 ans



Les rendements réels (taux tenant compte de l'inflation) se sont de nouveau effondrés et se situent à des niveaux techniques décisifs. L'or constitue une bonne couverture contre une nouvelle baisse.

	-			=	+			
ACTIFS ALTERNATIFS								Compte tenu des cours élevés des actions et des rendements obligataires si faibles, c'est une allocation de plus en plus importante. Nous privilégions idéalement les participations véritablement décorréliées des principales classes d'actifs.
Métaux précieux								L'or et l'argent évoluent plus indépendamment que jamais. Demeure la couverture contre l'inflation la plus intéressante à long terme.
Hedge funds								Les véritables fonds alternatifs, qui se comportent différemment des actifs traditionnels, sont une source essentielle de préservation du patrimoine et de diversification.
Pétrole / matières premières								Les matières premières sont en plein essor dans le sillage de la reprise économique. La demande est actuellement supérieure à l'offre, mais des signes indiquent que certains matériaux pourraient atteindre un pic.
DEVISES								Les hausses de taux éloignées signifient que le dollar aura du mal à beaucoup s'apprécier, et d'autres pays développés sont en train de combler l'écart de croissance. Nous pensons que la vigueur actuelle du dollar devrait s'atténuer.
Dollar US (DXY)								La hausse des rendements américains pourrait offrir un soutien et un vaste projet de loi de relance devrait doper l'économie, mais accroître le double déficit, ce qui laisse entrevoir une baisse à long terme.
Livre sterling (GBP)								Le Royaume-Uni est sur la voie d'une réouverture totale pour cet été, et les statistiques économiques solides soutiennent la livre en conséquence. Positionnement haussier des gérants monétaires.
Euro (EUR)								La banque centrale semble quelque peu paralysée, mais elle laissera probablement l'inflation s'accélérer sensiblement avant d'agir. Le programme de vaccination est sur la bonne voie.
Yen japonais (JPY)								JPY has fallen back in 2021, but only back to pre-Covid levels and broadly in line with its 5yr average. Une devise intéressante pour la diversification en période d'aversion au risque.
Franc suisse (CHF)								Les craintes liées au virus et la politique monétaire américaine ont soutenu la vigueur du franc suisse qui s'est néanmoins affaibli par rapport à l'euro. Il reste un élément de diversification intéressant, même si la reprise mondiale pourrait peser sur la demande.
Marchés émergents								De nombreux pays émergents sont toujours en proie à des revers politiques et à la covid. Le CNY semble solide, même si le resserrement du crédit pourrait freiner la croissance chinoise.

AVERTISSEMENT

Informations disponibles dans la note

Ce document a été émis par Banque Havilland S.A., une société anonyme ayant son siège social au 35a, avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg et inscrite au Registre du Commerce et des Sociétés à Luxembourg sous le numéro B147.029 (« Banque Havilland »), ses succursales, filiales ou bureaux de représentation (ensemble « Banque Havilland Group »). Les informations contenues dans ce document ont été compilées à partir de sources considérées comme fiables. Toutefois, Banque Havilland Group ne fait aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, quant aux informations contenues dans ce document. Certains services et produits détaillés dans ce document peuvent ne pas être offerts dans toutes les juridictions et par conséquent peuvent ne pas être mis à votre disposition. Ce document ne constitue ni une offre d'achat, ni une sollicitation d'une offre de vente de titres ou de tout autre produit ou service dans une juridiction où il est illégal de faire une telle sollicitation.

Ce document ne constitue pas une offre d'acceptation de dépôts ou de financement.

Ce document n'est pas destiné à être distribué à des personnes où une telle distribution est restreinte ou illégale. Ce document n'est pas distribué aux États-Unis et ne peut être mis à disposition directement ou indirectement aux États-Unis ou à toute personne de nationalité américaine.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et les performances futures ne sont pas garanties. Toute exposition aux devises étrangères peut entraîner une fluctuation supplémentaire de la valeur de tout investissement et une perte de capital initial peut survenir.

Tous les produits et/ou services décrits dans ce document peuvent être fournis, conformément à leur licence d'exploitation respective, par toute entité de Banque Havilland Group (agissant ensemble ou indépendamment) opérant au Luxembourg, à Monaco, au Royaume-Uni, au Liechtenstein, à Dubaï et en Suisse.

Avertissements généraux

Ce document vous est fourni à titre indicatif et n'a aucune valeur juridique. Les produits et services décrits dans ce document sont présentés de façon générique et ne tiennent compte des investissements, services ou objectifs spécifiques ou des besoins particuliers d'un destinataire spécifique. Il n'implique aucun conseil de quelque nature que ce soit et ne doit pas être considéré comme une recherche en investissement, une offre ou une sollicitation d'offre à s'engager dans une activité d'investissement. Ce document ne se substitue pas à la consultation d'un conseiller professionnel et indépendant avant tout engagement réel.

Veillez noter que le régime de réglementation applicable, y compris les dispositions de protection des investisseurs ou d'indemnisation des déposants, peut être différent de celui de votre juridiction d'origine. Aucun élément contenu dans ce document ne peut être reproduit ou copié de quelque moyen que ce soit sans l'accord préalable de Banque Havilland. Banque Havilland se réserve le droit de modifier la gamme de services et de produits à tout moment, sans préavis. Toutes les informations et opinions contenues dans ce document sont susceptibles d'évoluer.

Responsabilité

En aucun cas Banque Havilland Group, ni aucune autre personne, ne pourra être tenue responsable de pertes ou dommages, y compris, sans limitation, de pertes ou dommages indirects ou consécutifs, découlant de l'utilisation de ce document. Certains

services sont soumis à des dispositions légales et ne peuvent être offerts sans restriction dans certaines juridictions. Banque Havilland interdit expressément la redistribution de ce document en tout ou en partie sans autorisation écrite et décline toute responsabilité quant aux agissements de tiers à cet égard. Ce document n'est pas destiné à être distribué à des personnes ou dans des juridictions où une telle distribution est restreinte ou illégale. Ce document n'est pas distribué et ne peut être mis à disposition, directement ou indirectement, aux États-Unis ou à toute personne de nationalité américaine. Banque Havilland Group n'a aucune obligation de mettre à jour ce document. Le seul objectif de ce document est d'offrir des informations aux investisseurs / clients existants et potentiels qui prendront leurs décisions d'investissement sur la base de leur propre évaluation et non sur la base de ce document. Banque Havilland Group décline toute responsabilité pour les pertes directes ou indirectes liées à l'utilisation de ce document ou de son contenu. Banque Havilland Group n'offre aucune garantie implicite ou explicite quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations ou quant à la rentabilité ou la performance de tout produit décrit dans ce document.

Conflits d'intérêts

Banque Havilland Group peut de temps à autre négocier, tirer profit de la négociation, détenir en tant que mandant ou agir en tant que conseiller, courtier ou banquier en ce qui concerne les titres ou leurs dérivés. Banque Havilland peut fournir des services bancaires à ses filiales et succursales. Banque Havilland n'a aucune obligation de divulguer ou de prendre en compte ce document lorsqu'elle conseille ou traite avec ou pour le compte de ses clients. En outre, Banque Havilland peut émettre des rapports qui ne concordent pas et aboutissent à des conclusions différentes des informations présentées dans ce document. Banque Havilland n'a aucune obligation de veiller à ce que ces rapports soient portés à la connaissance des destinataires de ce document.

Banque Havilland maintient et gère des dispositifs organisationnels et administratifs efficaces prenant toutes les mesures raisonnables pour identifier, surveiller et gérer les conflits d'intérêts. Une politique de gestion des conflits d'intérêts a été mise en place et est destinée à éviter les conflits d'intérêts donnant lieu à un risque matériel de préjudice pour les intérêts de ses clients. Pour plus d'informations, les clients existants ou potentiels peuvent se référer à la politique de gestion des conflits d'intérêts qui peut être fournie sur demande.

Avertissements spécifiques par juridiction

Ce document a été distribué et approuvé par l'entité concernée de Banque Havilland (dont les coordonnées sont indiquées ci-dessous), autorisée et réglementée conformément aux lois de la juridiction dans laquelle elle opère. Cette entité est chargée de s'assurer que le document est conforme aux lois locales en ce qui concerne la distribution des produits et/ou services.

Banque Havilland S.A. est un établissement de crédit agréé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (la « CSSF ») sous le numéro B00000318 (www.cssf.lu). La CSSF n'a ni vérifié ni analysé les informations contenues dans ce document. Banque Havilland S.A. est également membre d'un système de garantie des dépôts, le Fonds de garantie des dépôts Luxembourg (FGDL). Sur demande, Banque Havilland S.A. peut fournir à ses clients toute information complémentaire sur le système de garantie des dépôts. De plus, de plus amples informations sont disponibles sur www.fgdl.lu. Banque Havilland S.A. exploite une succursale au Royaume-Uni (la « succursale britannique »), dont le siège social est situé au 5 Savile Row, Londres,

W1S 3PB. La succursale britannique opère sous l'autorisation de l'EEE et est réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority, avec le numéro d'enregistrement 511239 (www.fca.org.uk). La succursale britannique est membre du Financial Services Compensation Scheme (FSCS). Sur demande, la succursale britannique peut fournir à ses clients de plus amples informations sur le système de garantie des dépôts. En outre, des informations pertinentes peuvent être trouvées sur www.fscs.org.uk.

Banque Havilland (Monaco) S.A.M., filiale de Banque Havilland S.A., dont le siège social est sis Le Monte Carlo Palace, 3-7, Boulevard des Moulins, MC-98000 Monaco, est un établissement de crédit réglementé par le régulateur français, l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution, 61, rue Taibout 75436 Paris Cedex 09 et le régulateur local, Commission de Contrôle des Activités Financières 4, rue des Iris BP540 98015 Monaco Cedex (www.ccaf.mc). Banque Havilland (Monaco) S.A.M. est également membre d'un système de garantie des dépôts, le Fonds de garantie des dépôts et de résolution (FGDR). Sur demande, Banque Havilland (Monaco) S.A.M. peut fournir à ses clients toute information complémentaire sur le système de garantie des dépôts. De plus amples informations sont disponibles sur www.garantieidesdepots.fr.

Banque Havilland (Liechtenstein) AG, filiale de Banque Havilland S.A., est une société anonyme (Aktiengesellschaft) dont le siège social est situé à Austrasse 61, LI - 9490 Vaduz, Liechtenstein, inscrite au registre du commerce et des sociétés du Liechtenstein sous le numéro FL-1.542.492 -8, autorisée par le Liechtenstein Finanzmarktaufsicht (FMA). Banque Havilland (Liechtenstein) AG est également membre d'un système de garantie des dépôts, la Fondation de garantie des dépôts et d'indemnisation des investisseurs PCC (EAS Liechtenstein). Sur demande, Banque Havilland (Liechtenstein) AG peut fournir à ses clients de plus amples informations sur le système de garantie des dépôts. En outre, des informations pertinentes peuvent être trouvées sur <https://eas-liechtenstein.li/en/>.

Le bureau de représentation de Banque Havilland S.A. est situé à Aspin Commercial Tower, bureau # 4001, PO Box 414678, Dubaï, EAU, enregistré auprès du Département du développement économique de Dubaï sous le numéro 851121504. Les informations contenues dans le présent document sont exclusivement adressées au destinataire. Tout produit mentionné dans ce document ne peut être offert ou vendu aux Émirats arabes unis, sauf dans des circonstances qui ne constituent pas une offre publique ou une distribution de titres en vertu des lois et règlements applicables des Émirats arabes unis. La distribution du billet par le destinataire est interdite. Banque Havilland (Suisse) S.A., filiale de Banque Havilland S.A., est une société anonyme dont le siège social est situé 10 Boulevard du Théâtre CP 5760, 1211 Genève 11, Suisse, inscrite au registre du commerce et des sociétés de Genève sous le numéro CHE-101.069.319, autorisé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Banque Havilland (Suisse) S.A. - succursale de Zurich, opère en tant que succursale de la Banque Havilland (Suisse) S.A., dont le siège social est situé Bellariastrasse 23, 8027 Zürich, Suisse, inscrite au Registre du Commerce et des Sociétés de Zurich sous le numéro CHE-305.198.419. Banque Havilland (Suisse) S.A. et sa succursale de Zurich sont membres du système de garantie des dépôts de «esisuisse» dont le siège est Steinerstorasse 11, CH-4051 Bâle. Sur demande, Banque Havilland (Suisse) S.A. et sa succursale de Zurich peuvent fournir à leurs clients des informations complémentaires sur le système de garantie des dépôts. En outre, des informations pertinentes peuvent être consultées sur le site <https://www.esisuisse.ch/en/>.

Auteur: Jonathan Unwin
Asset Management Department
e. j.unwin@banquehavilland.com

BANQUE HAVILLAND S.A.

35a, avenue J.F. Kennedy | L-1855 Luxembourg
t. +352 463 131 | f. +352 463 132 | e. info@banquehavilland.com

BANQUE HAVILLAND S.A. (UK BRANCH)

5 Savile Row, London | W1S 3PB | United Kingdom
t. +44 20 7087 7999 | f. +44 20 7087 7995 | e. info.uk@banquehavilland.com

BANQUE HAVILLAND (MONACO) S.A.M.

Le Monte Carlo Palace | 3-7, Boulevard des Moulins | MC-98000 Monaco
t. +377 999 995 00 | e. info.monaco@banquehavilland.com

BANQUE HAVILLAND (LIECHTENSTEIN) AG

Austrasse 61 | LI-9490 Vaduz
t. +423 239 33 33 | e. info.lie@banquehavilland.li

BANQUE HAVILLAND S.A. REP.OFFICE (DUBAI)

Aspin Commercial Tower | Office # 4001 | Sheikh Zayed Road
P.O. Box 414678 | Dubai, United Arab Emirates
t. +971 4 306 28 88 | e. info.dubai@banquehavilland.com

BANQUE HAVILLAND (SUISSE) S.A.

Boulevard du Théâtre 10 | Case Postale | CH - 1211 Genève 3
t. +41 22 818 82 22 | e. info.switzerland@banquehavilland.com
Zurich Branch: Bellariastrasse 23 | 8027 Zurich
t. +41 44 204 80 00 | e. info.switzerland@banquehavilland.com



LUXEMBOURG LONDRES MONACO
LIECHTENSTEIN DUBAÏ GENÈVE ZURICH

BANQUE HAVILLAND