

PERSPECTIVES T4 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	14



ENVIRONNEMENT DU MARCHÉ

À l'heure actuelle, l'incertitude est palpable sur les marchés financiers. Même si l'indice S&P 500 a atteint de nouveaux sommets, plusieurs discours dominants convergent de sorte à orienter le sentiment de risque des investisseurs dans différentes directions. L'environnement idéal de croissance accélérée, de reprise économique et de faible inflation, appuyé par le soutien illimité de banque centrale, semble avoir pris fin, car ces trois facteurs ne sont plus acquis. Le rythme de la croissance économique a ralenti. Les statistiques américaines, européennes et chinoises se sont éloignées des sommets post-pandémie observés plus tôt dans l'année, et la perspective d'un retour

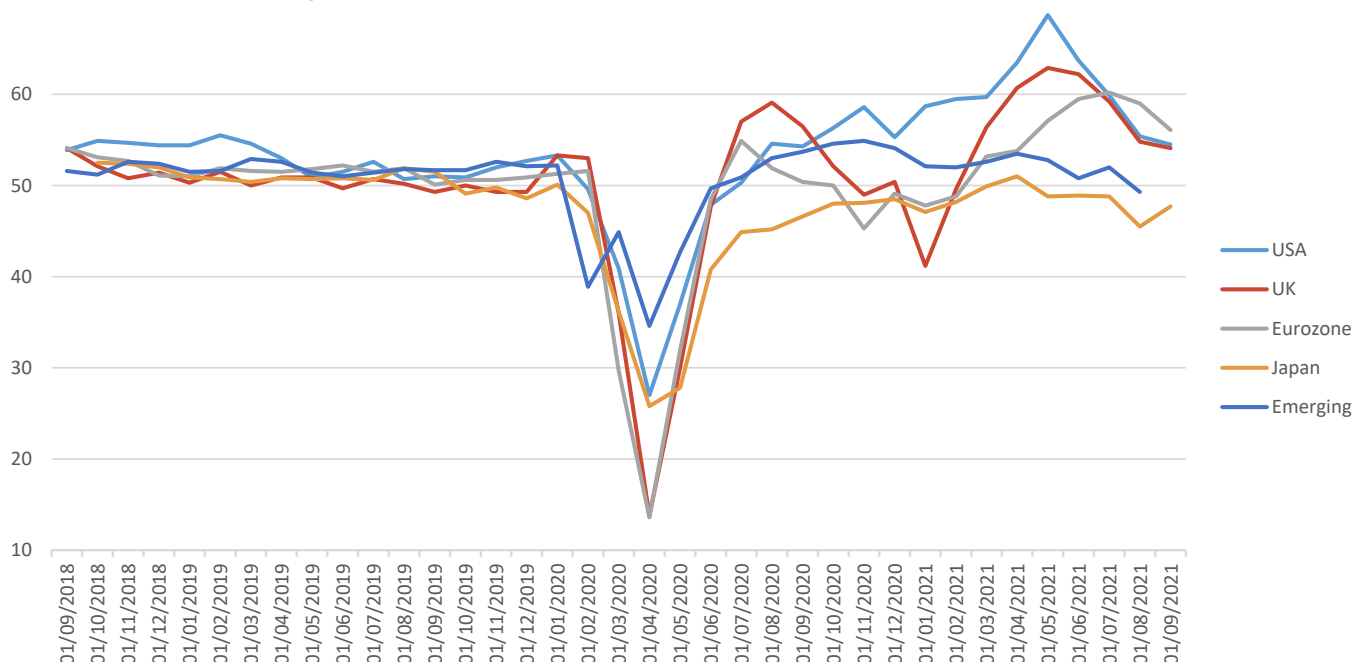
“ *L'environnement idéal de croissance accélérée, de reprise économique et de faible inflation, appuyé par le soutien illimité de la banque centrale, semble avoir pris fin, car ces trois facteurs ne sont plus acquis. Le rythme de la croissance économique a ralenti, les statistiques américaines, européennes et chinoises s'étant éloignées des points hauts post-pandémie observés plus tôt dans l'année, et la perspective d'un retour aux « années folles » commencent à s'estomper.* ”

aux « années folles » commence à s'estomper. La situation économique globale restera probablement favorable à l'échelle mondiale, mais ce sont les attentes qui comptent pour les actifs risqués. Or, celles-ci semblent désormais pointer vers un rebond plus prolongé et un ralentissement de la croissance alors que le risque de nouvelles restrictions liées à la covid-19 persiste et les goulets d'étranglement de l'offre freinent l'activité. La production industrielle mondiale a reculé en juillet et les ventes de détail ont diminué dans presque toutes les grandes économies, tandis que les enquêtes de conjoncture suggèrent un nouveau ralentissement de l'activité en août. Bien que certains facteurs idiosyncratiques entrent en jeu, les tribulations du promoteur immobilier chinois Evergrande sont symptomatiques du ralentissement général affectant le marché. Ce cas est par ailleurs typique des entreprises fortement endettées, qui sont les premières à souffrir lorsque les conditions deviennent moins favorables. Il s'agit également d'une conséquence du resserrement du crédit en Chine, que nous évoquions dans nos dernières « Perspectives T2 ». Il est tentant d'établir des comparaisons entre le vacillement d'Evergrande et la faillite de Lehman Brothers (prêts immobiliers sous-performants, passifs inconnus inscrits aux bilans d'autres établissements financiers/immobiliers, etc.). Mais même si le dénouement est encore incertain, cette affaire ne devrait pas représenter une menace systémique à l'instar de la défaillance d'une banque d'investissement mondiale. En effet, il est probable que la gestion du cas Evergrande par le gouvernement chinois soit conforme à l'orientation politique générale, impliquant une jugulation périodique de la croissance et de l'expansion du crédit. En laissant Evergrande avoir des sueurs froides, le gouvernement signale au secteur de l'immobilier la nécessité de réduire ses excès. Mais il sera probablement prêt à intervenir pour limiter les dégâts financiers plus importants et protéger les

consommateurs, comme ce fût le cas avec la société de gestion d'actifs Huarong. Comme nous le savons, l'essor de la Chine constitue un moteur important de la croissance économique depuis le début du siècle, et pas seulement dans le cadre de la reprise post-pandémie. À ce titre, un ralentissement significatif (volontaire ou non) impactera les marchés mondiaux, en particulier s'il coïncide toujours avec une croissance plus lente ailleurs. Nous pouvons espérer que les mesures de confinement liées à la Covid, le resserrement de l'offre de crédit intervenu plus tôt cette année et les réformes réglementaires

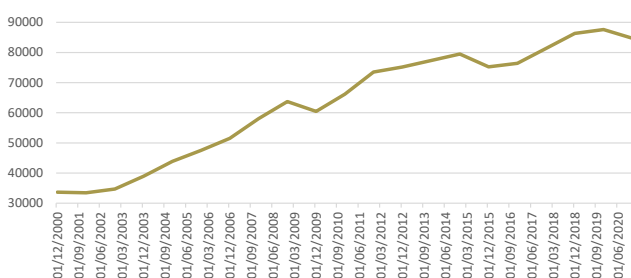
de Pékin affectant des pans importants de l'économie chinoise sont temporaires, pas seulement dans le cadre de la reprise post-pandémie. À ce titre, un ralentissement significatif (volontaire ou non) impactera les marchés mondiaux, en particulier s'il coïncide toujours avec une croissance plus lente ailleurs. Nous pouvons espérer que les mesures de confinement liées à la covid, le resserrement de l'offre de crédit intervenu plus tôt cette année et les réformes réglementaires de Pékin affectant des pans importants de l'économie chinoise sont temporaires.

Chiffres des PMI composites



De manière évidente, le rebond économique a atteint un sommet au début de l'été. Les craintes entourant le variant Delta et les goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement pèsent sur la confiance.

GDP mondial



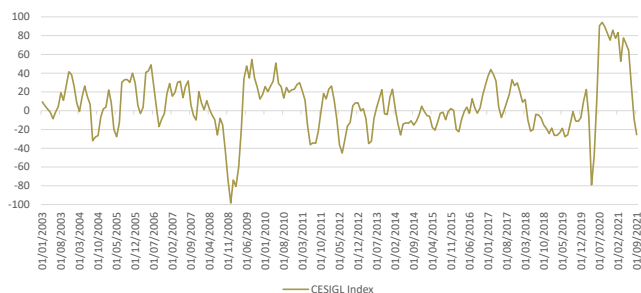
Le GDP mondial a sans doute également dépassé son pic.

Indice China Credit Impulse



L'indice d'impulsion du crédit mesure l'impact de l'augmentation des nouveaux prêts, ou de l'accélération des crédits, sur la croissance du GDP. Le gouvernement chinois freine actuellement les emprunts, comme l'indique la ligne descendante.

Indice Citi Surprise



Les indices Citi Economic Surprise mesurent les surprises économiques par rapport aux prévisions du marché. Un indice positif signifie que les données ont été plus solides que prévu, tandis qu'un indice négatif signifie que les données ont été moins bonnes ou pires que prévu.

Si la propagation du variant Delta a sans aucun doute pesé sur le sentiment, le retour des mesures de confinement s'est jusqu'à présent limité à la Nouvelle-Zélande, au Vietnam et à l'Australie. Les grandes économies européenne et américaine affichent quant à elles des taux de vaccination élevés et s'efforcent de « vivre avec » le virus - même si le nombre de cas reste obstinément élevé aux États-Unis. Il est important de noter que les taux de mortalité restent faibles dans les économies développées, ce qui suggère que les vaccins ont fortement réduit la probabilité de développer une forme grave et le risque de décès. Les effets des mesures de relance passées se sont dissipés et la production approche ou dépasse les niveaux antérieurs à la pandémie. Dans une certaine mesure, le ralentissement de la croissance mentionné ci-dessus reflète donc une normalisation naturelle de l'activité. Cependant, les données à haute fréquence sur des activités telles que la restauration montrent qu'à certains endroits, les consommateurs se sont de nouveau montrés prudents lorsque les cas de covid ont augmenté. L'apparition potentielle de variants, même non létaux, risquerait donc certainement de freiner l'activité. Gardant à l'esprit ce contexte de croissance fragile couplée à l'inflation (qui semble de moins en moins transitoire), les banques centrales assurent une communication prudente avec le marché. Alors que les gens sont encouragés à travailler et à surmonter leurs craintes de s'aventurer dehors, la réouverture de l'économie se poursuit. Elle s'accompagne d'une pénurie généralisée de biens et de main-d'œuvre,

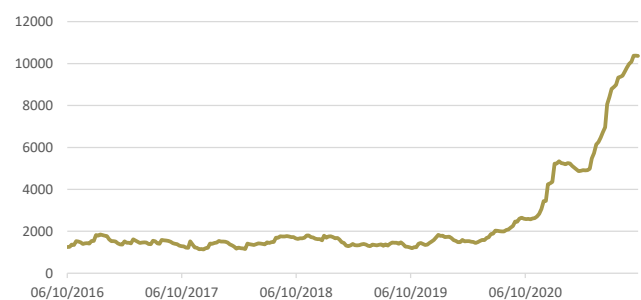
entraînant une hausse des prix qui se fait de plus en plus sentir au quotidien (et apparaît de manière évidente dans les statistiques officielles d'inflation).

Des coûts d'expédition, aux prix des semi-conducteurs, en passant par l'énergie, les fournisseurs et les distributeurs peinent à suivre la demande des consommateurs, tandis que les employeurs commencent à constater une diminution du nombre de demandeurs d'emploi pour chaque création de poste.

Actuellement, la hausse de l'inflation est principalement considérée comme une conséquence de la réouverture de l'économie et donc perçue comme temporaire. S'il est possible que la portion temporaire s'estompe parallèlement à la décélération de la croissance mondiale, d'autres forces inflationnistes structurelles pourraient s'avérer plus persistantes. De nombreuses chaînes d'approvisionnement mondiales pourraient être brisées de manière permanente, car la tendance déflationniste de la mondialisation s'atténue déjà avant la pandémie, de nombreux pays cherchant à renforcer leur autosuffisance. D'autre part, les perturbations dues à la pandémie ne s'inverseront pas instantanément : les livraisons sont limitées et les coûts de fret s'envolent. En outre, l'approche gouvernementale centralisée à l'égard du « net zéro », de la décarbonation et de l'énergie verte devrait exercer une pression soutenue sur les matières premières impliquées dans la transition verte elle-même. De manière significative pour les banques centrales, les marchés ont été constamment surpris par l'ampleur de la hausse de l'inflation réelle. En effet, l'indice correspondant est au plus haut aux États-Unis, et les statistiques européennes et mondiales s'inscrivent également en hausse. Par conséquent, le refrain des banques centrales, qui répètent depuis un certain temps que « les pressions inflationnistes accrues sont transitoires », devient un peu moins plausible. La Réserve fédérale américaine (Fed) espère que la réduction de ses achats d'actifs (tapering) suffira à tempérer l'inflation, (les marchés obligataires étant particulièrement enclins à intégrer les anticipations de tapering telles que prudemment suggérées par les responsables politiques). La hausse des taux en revanche est une tout autre affaire, compte tenu de son effet instantané sur la valeur des obligations. Les niveaux d'endettement des

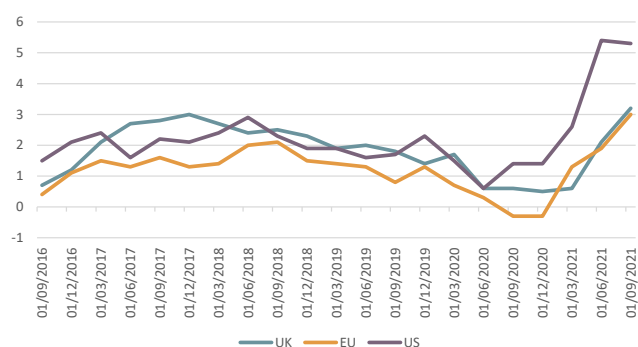
ménages aux États-Unis ayant renoué avec la tendance baissière (pré-covid), les détenteurs de la dette des ménages pourraient dans une certaine mesure supporter une hausse progressive des taux d'intérêt. À l'inverse, la dette publique s'est de nouveau envolée en raison des mesures mises en œuvre pendant la pandémie, et le gouvernement fédéral a prévu de nouvelles dépenses d'infrastructure. La hausse des taux sera donc certainement limitée. Le danger est que l'inflation provoque rapidement des émeutes comme à la fin des années 1970, obligeant les banques centrales à tenter une action désespérée pour la juguler. Ce risque semble particulièrement pertinent compte tenu de la nouvelle approche de la Fed, visant une inflation « moyenne » sur une période donnée plutôt qu'un objectif précis. Nous craignons que l'inflation atteigne un pic dans les prochains mois et ne revienne pas rapidement aux niveaux antérieurs à la pandémie, une éventualité à laquelle les investisseurs doivent se préparer.

Indice de référence des conteneurs de fret, par conteneur de 40 pieds



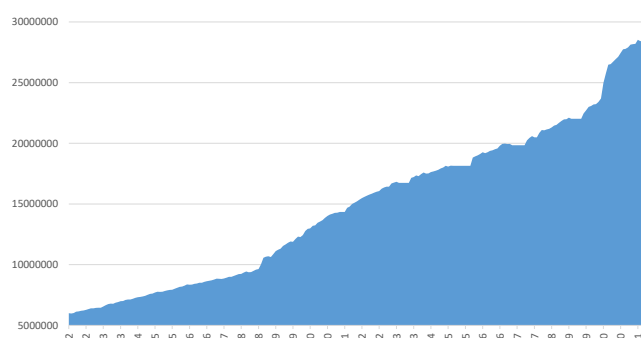
L'un des principaux facteurs d'inflation est le coût du transport maritime, qui a augmenté de façon spectaculaire par rapport aux niveaux antérieurs à la pandémie.

IPC



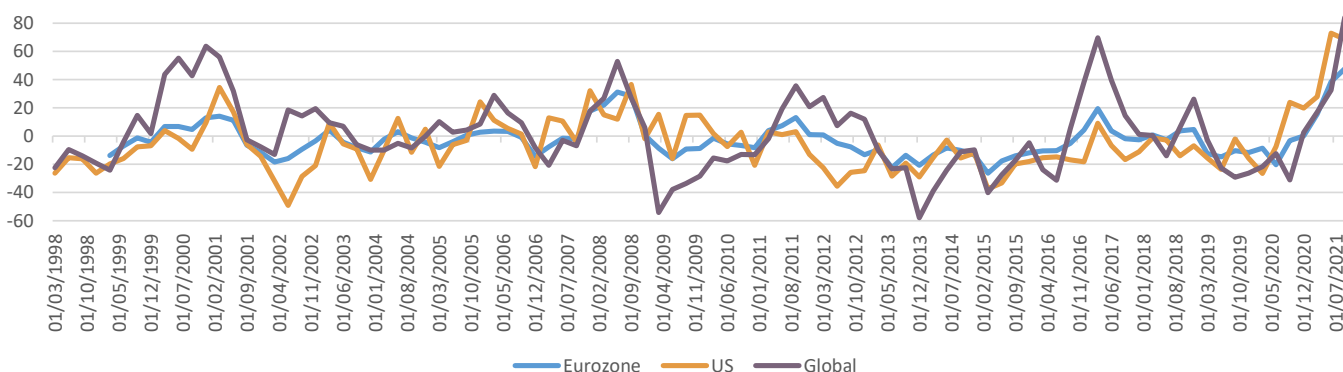
Les principales économies ont enregistré un bond de l'inflation – le temps nous dira s'il s'agit d'un phénomène « transitoire » ou structurel.

Encours total de la dette américaine (en millions de dollars)



La pandémie a entraîné une explosion de la dette américaine. Le coût du service de la dette serait démesuré en cas de hausse des taux ; nous estimons donc que les hausses de taux seront limitées.

Indice Citi Inflation Surprise



Depuis plus d'un an, les chiffres de l'inflation dépassent, dans des proportions croissantes, les attentes des marchés (et des banques centrales). Cette situation menace la théorie de « l'inflation transitoire ».

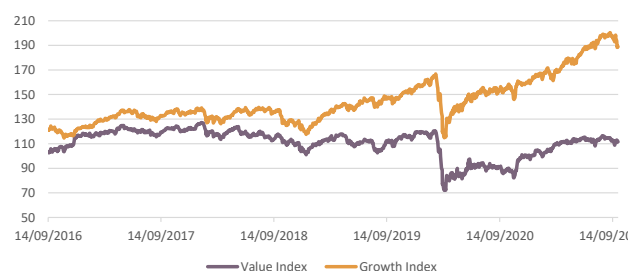
ACTIONS

Vu le peu de concurrence, les actions restent notre classe d'actifs privilégiée à l'approche de cette fin d'année. Même les valeurs onéreuses du marché américain semblent relativement intéressantes par rapport aux rendements réels des actifs « sans risque » comme les bons du Trésor. La valorisation du marché américain est élevée quel que soit l'indicateur concerné, et par ricochet (compte tenu du poids de ce marché dans l'indice mondial), il en va de même pour les actions mondiales. C'est la principale raison pour laquelle nous nous limitons à une pondération neutre des actions au sein d'un portefeuille multi-actifs. Le ratio cours/bénéfices à long terme du S&P 500 atteint désormais ses niveaux de 1999 et l'indicateur préféré de Warren Buffet - celui de la capitalisation boursière totale de l'indice américain divisé par le PIB américain - atteint également des plus hauts historiques. Toutefois, si l'on regarde le PER estimé pour les 12 prochains mois de sorte à exclure le rebond artificiel par rapport aux plus bas observés pendant la pandémie en 2020, la valorisation semble un peu plus raisonnable. Comme nous l'avons constaté ces dernières années, les valorisations ne suffisent pas à entraîner une forte baisse des marchés, en particulier lorsque la croissance des bénéfices se poursuit, mais elles le rendent vulnérable dès lors que les anticipations initiales d'inflation persistante et de politique monétaire accommodante commencent à s'estomper. Si les investisseurs baissiers prévoient une correction inévitable des valorisations absolues qui, à un moment donné, renoueront avec leurs niveaux historiques, les haussiers soutiendront que seules les valorisations relatives, par rapport aux autres actifs, comptent pour les marchés actions. Mais avant que cette théorie ne se matérialise pleinement, l'environnement inflationniste actuel doit céder la place. L'accroissement de la volatilité qui a commencé à s'accélérer en septembre pourrait offrir un environnement plus favorable aux adeptes de la sélection de valeurs active, les investisseurs passifs qui ont bénéficié du contexte depuis mars 2020 étant brutalement mis en déroute. Ce sera notamment le cas si les cinq plus grandes valeurs de l'indice

“ *L'accroissement de la volatilité qui a commencé à s'accélérer en septembre pourrait offrir un environnement plus favorable aux adeptes de la sélection de valeurs active, les investisseurs passifs qui ont bénéficié du contexte depuis mars 2020 étant brutalement mis en déroute.* ”

qui ont auparavant bénéficié du confinement, de la hausse des bénéfices et de la baisse des taux d'intérêt (qui réduit le coût du capital et soutient des valorisations plus élevées, en particulier pour les actifs à durée longue comme les actions à forte croissance) continuent de sous-performer. Il est tout à fait possible qu'au lieu d'observer une correction totale comme en 1999, la perspective d'une hausse des taux d'intérêt convainque les investisseurs de délaisser les actifs à durée longue, comme les méga-capitalisations, au profit d'actions à durée plus courte comme les titres sous-évalués et les valeurs cycliques.

Segments Value et Growth en Europe



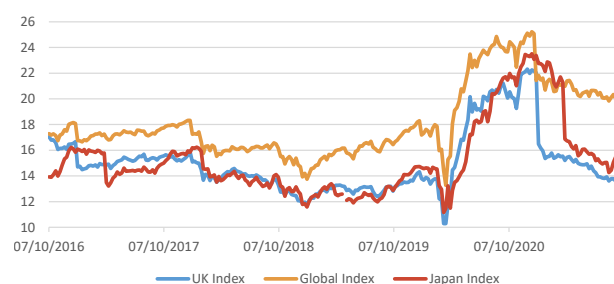
Alors que l'écart de valorisation entre valeurs de rendement et valeurs de croissance atteint des extrêmes, les premières seront favorisées par la convergence probable des valorisations.

Les gérants actifs surperforment généralement en cas de rendements disparates, et inversement pour une approche passive. Maintenant que le rebond euphorique initial est terminé, un marché plus fragmenté devrait donc profiter aux investisseurs plus sélectifs. L'écart de valorisation entre les valeurs de croissance et les actions sous-évaluées reste assez extrême, les sociétés européennes sous-évaluées se négociant avec une décote de plus de 50 % par rapport à leurs homologues affichant une croissance des bénéfices supérieure. Il est donc logique de maintenir une bonne partie d'un portefeuille d'actions positionnée en vue d'une « rotation » continue en faveur des actions décotées.

En ce qui concerne les disparités régionales, les marchés actions ont largement suivi les progrès réalisés par les différentes économies dans la lutte contre le virus cette année. La Chine avait été la première à lever les restrictions sociales, mais a depuis régressé pour plusieurs raisons. Les États-Unis avaient devancé l'Europe concernant la réouverture et la vaccination et rapidement pris une longueur d'avance, leur économie progressant rapidement. Mais aujourd'hui, l'UE a remis son programme de vaccination sur les rails et les restrictions de voyage ont été assouplies pour ses citoyens. Les marchés européens ont ainsi réduit l'écart de performance et sont en passe de rattraper les États-Unis. Les données économiques sont encourageantes dans la zone euro : les ventes de détail et les activités de services se stabilisent au-dessus des tendances pré-pandémie, tandis que de nombreuses entreprises révisent à la hausse leurs prévisions de bénéfices. De fait, l'approche consistant à « vivre avec le virus » favorise un regain de confiance, contrairement aux pays misant tout sur le confinement. Les actions décotées, en particulier les valeurs financières et bancaires, représentent une proportion élevée du marché et offrent un potentiel haussier en cas de relèvement des taux d'intérêt dans la région. Bien qu'une hausse des taux ne semble pas particulièrement imminente, ces caractéristiques offrent une solide compensation par rapport aux sociétés davantage axées sur la croissance au sein d'un portefeuille d'actions plus large. De plus, il existe de nombreuses entreprises qui publient de solides résultats et présentent des fondamentaux

très solides à long terme, mais dont la qualité ne semble pas être appréciée à sa juste valeur. Lorsque les craintes de nouvelles mesures de confinement auront disparu, les marchés ne pourront que les reconnaître. Détenir des valeurs de croissance à un prix raisonnable reste notre principal mantra. Le but est de participer à la croissance économique sans être exposés aux segments du marché présentant des valorisations tendues à l'extrême. En plus de privilégier les valeurs de la zone euro, nous continuons à surpondérer les actions britanniques et suisses. La Grande-Bretagne est confrontée à des problèmes d'offre aussi importants qu'ailleurs (notamment en ce qui concerne la hausse des prix de l'énergie), ainsi qu'à un durcissement du régime fiscal qui risque de freiner la croissance au moment où elle semble prête à se redresser. La décote de valorisation (non seulement par rapport à sa propre valeur historique mais aussi par rapport à d'autres indices) nous incite toutefois à la maintenir parmi nos plus fortes convictions. Notre allocation à la Suisse donne à notre portefeuille une dimension de qualité qui est actuellement recherchée en ces temps d'incertitude, avec une exposition importante aux sociétés de santé qui seront certainement performantes à l'heure où les dépenses médicales augmentent dans un monde ayant été confronté à une pandémie. De même, le marché actions japonais continue de faire partie de notre allocation dans tous les portefeuilles, compte tenu de sa valorisation attractive et de ce qui nous semble être un potentiel sous-estimé de croissance intérieure.

Actions britanniques et japonaises : Ratio C/B à 12 mois



Les actions britanniques et japonaises sont bon marché par rapport à l'indice mondial, mais aussi par rapport à leurs tendances récentes.

Malgré la nouvelle flambée des cas de covid (qui semble avoir atteint un pic étant donné que Tokyo lève les restrictions), le Topix s'est rapidement rattrapé suite à la démission du Premier ministre et dans l'attente que son remplaçant instaure des politiques encore plus favorables au marché. En effet, les entreprises japonaises ont réservé un accueil chaleureux à Fumio Kishida, reflété par une forte hausse de l'indice Tankan Manufacturing, tandis que la perspective de nouvelles mesures de relance est de bon augure pour le marché. Nous choisissons d'orienter notre exposition en faveur de l'économie intérieure plutôt que des entreprises japonaises traditionnelles tournées vers l'exportation, limitant ainsi la vulnérabilité indirecte à un ralentissement de la Chine voisine. Le yen, monnaie dans laquelle sont libellés les actifs, constitue une source de diversification utile en matière de devises au sein d'un portefeuille mondial.

En ce qui concerne la Chine, nous adoptons une approche temporairement prudente, car les récentes mesures prises par le PCC pour limiter les ambitions des entreprises continuent d'impacter l'économie. La propension du parti à recourir à des mesures de confinement strictes est préoccupante. En outre, le gouvernement doit s'efforcer d'inverser la contraction de la création de crédit qu'il a déclenchée plus tôt dans l'année. Sur le long terme, nous continuons de penser que la Chine et l'Asie émergente constituent une région offrant des opportunités de croissance inégalées (et par extension, des rendements élevés pour les investisseurs en actions). Bien que le ratio cours/bénéfices estimé pour les 12 prochains mois ait diminué, nous savons que le marché chinois est enclin à subir des corrections périodiques plus sévères que les niveaux actuels. Aussi nous patienterons et attendrons une nouvelle opportunité d'achat.

	-			=	+			
ACTIONS								Les actions demeurent relativement attrayantes, dans un contexte de forte croissance où les contraintes liées à l'épidémie de covid sont progressivement assouplies au sein des grandes économies. Les valorisations sont toutefois élevées et l'allocation par secteur/style doit être sélective.
États-Unis								Soutenu par les liquidités fournies par la Réserve fédérale et la forte participation des investisseurs, le marché américain reste très cher. Les titres de qualité enregistrent les meilleures performances.
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 connaissent une rotation de grande ampleur, alors que le rétablissement économique s'accélère. La BCE n'est pas pressée de resserrer sa politique.
Suisse								La qualité et la nature défensive du marché continuent de favoriser les actions suisses.
Marchés émergents								Si nous conservons une allocation à l'Asie émergente pour tirer parti de sa croissance à long terme, la plupart des marchés en développement semblent pénalisés par la pandémie de covid, tandis que la Chine a perdu de son attrait et que l'Inde est chère.

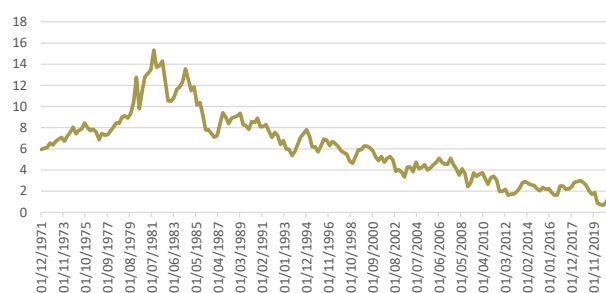
OBLIGATIONS

Les rendements étant actuellement si faibles et la classe d'actifs si particulièrement vulnérable à la hausse de l'inflation, il est difficile de plaider pour autre chose qu'une allocation minimale aux obligations en général. En effet, en termes de rendements réels, de nombreuses obligations sont tellement ancrées en territoire négatif qu'investir en soi paraît inenvisageable au regard des normes historiques ! Bien entendu, les mesures de relance budgétaire et monétaire mises en œuvre pour soutenir l'économie et les marchés financiers sont d'une ampleur inédite ; c'est d'ailleurs la principale raison pour laquelle les obligations sont toujours recherchées. Ironie du sort, cette politique ultra-accommodante et ces mesures de relance menacent désormais indirectement le marché. Les banques centrales adoptent essentiellement la même approche depuis 2008, et de nombreux investisseurs se sont interrogés sur les conséquences imprévues ou les effets secondaires qui pourraient se manifester. L'inflation a toujours été une conséquence potentielle, mais avant la pandémie, le niveau insuffisant de l'inflation malgré les mesures de relance était un vrai mystère (en grande partie expliqué par les forces de la mondialisation et les gains d'efficacité permis par la technologie). Toutefois, aujourd'hui, les goulets d'étranglement et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement mondiale liés à la pandémie, alors que la demande économique se redresse, entraînent des hausses de prix significatives. Les déclarations des banques centrales selon lesquelles il s'agit simplement d'un phénomène transitoire sont de moins en moins crédibles. Les marchés obligataires ne devraient pas tarder à s'en apercevoir et les valorisations extrêmes seront de plus en plus tendues à chaque hausse de l'inflation publiée. Depuis le début du mois de septembre, il semble que les bons du Trésor américain ont commencé à refléter la réduction des achats d'actifs des différentes banques centrales. Nous pouvons au moins être rassurés par le fait que le

“ Les banques centrales adoptent essentiellement la même approche depuis 2008, et de nombreux investisseurs se sont interrogés sur les conséquences imprévues ou les effets secondaires qui pourraient se manifester. L'inflation a toujours été une conséquence potentielle, mais avant la pandémie, le niveau insuffisant de l'inflation malgré les mesures de relance était un vrai mystère (...) ”

marché n'a pas cédé à la panique collective comme en 2013 : le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a augmenté de 30 points de base (pb) depuis juillet, mais reste inférieur de 20 pb à ses plus hauts de mars. Reste à savoir si nous assistons au début d'une correction plus durable.

Rendement des bons du Trésor américain à 10 ans



Depuis le milieu des années 1980, le marché obligataire représente un pari à sens unique. Alors que les rendements sont proches de zéro et que l'inflation émerge, cette situation pourrait-elle s'inverser ?

Rendements obligataires à 2 ans

PAYS	ÉCHÉANCE	RENDEMENT
Suisse	SWISS 2 11/02/2023	-0,810
Autriche	RAGB 0 15/07/2023	-0,780
Finlande	RFGB 3 1/2 15/04/2023	-0,770
Pays-Bas	NETHER 3 1/4 15/07/2023	-0,740
Belgique	BGB 4 1/4 22/06/2023	-0,710
Allemagne	BKO 0 015/09/2023	-0,700
France	FRTR 0 25/02/2023	-0,700
Portugal	PGB 2,2 25/10/2023	-0,690
Irlande	IRISH 0,8 20/03/2023	-0,680
Danemark	DGB 0 1/4 15/11/2022	-0,630
Espagne	SPGB 0,4 30/04/2023	-0,590
Grèce	30/01/2023	-0,510
Italie	BTPS 2,3 15/06/2023	-0,460

PAYS	ÉCHÉANCE	RENDEMENT
Suède	SGB 5 13/11/2023	-0,310
Japon	JGB 0.1 03/01/23	-0,130
Australie	ACGB 2 15/07/2023	0,030
Hong Kong	HKGB 1,52 23/08/2023	0,060
Israël	ILGOV 5 1/2 31/07/2023	0,090
États-Unis	T 0 3/8 20/09/2023	0,300
Royaume-Uni	UKT 0 1/2 31/01/2024	0,430
Canada	CAN 1 1/2 01/08/2023	0,520
Singapour	SIGB 1 1/4 01/02/24	0,560
Norvège	24/05/2023	0,770
Nouvelle-Zélande	15/05/2024	1,215
Islande	15/04/2024	2,894

Jerome Powell et ses pairs sont parfaitement conscients de l'impact de leur discours sur le marché obligataire (et sur les actions) et se sont efforcés d'adopter un ton prudent, détaillant bien à l'avance toute action prévue afin de donner au marché le temps d'assimiler l'information. La réaction la plus violente au sein de l'univers des taux a concerné le marché des Gilt britanniques, avec une variation de près de 50 pb. Et il ne s'agit sans doute pas d'une coïncidence si la Banque d'Angleterre s'est montrée la plus ferme parmi les principales banques ces dernières semaines. Si les emprunts d'État semblent intégrer le retrait progressif des achats d'actifs sans faire de vagues, il est inquiétant que la hausse de l'inflation ne soit pas prise en compte. La probabilité d'un changement de sentiment à l'égard du discours officiel « transitoire » est particulièrement élevée. Peut-être que la meilleure façon pour les porteurs d'obligations de se rassurer face au manque d'attrait - logique - des bons du Trésor est d'observer un graphique illustrant l'évolution du rendement à 10 ans depuis 1980, et de considérer l'une des tendances les plus durables et les plus importantes des marchés financiers : la baisse des rendements. Bien sûr, à mesure que le rendement s'approche de zéro (ou s'enfonce en

territoire négatif en termes réels), cette tendance sera de plus en plus remise en question. Toutefois, il ne serait guère surprenant, après une hausse à environ 2 %, que celui-ci renoue avec une tendance s'étalant sur 30 ans.

Néanmoins, le risque d'investir dans des obligations souveraines n'a jamais été orienté de manière aussi asymétrique par rapport aux intérêts de l'investisseur, avec d'un côté la possibilité de détenir de la valeur à court terme en période de turbulences sur les marchés, et peut-être de dégager quelques points de base de plus-values, de l'autre, l'érosion de la fortune garantie à long terme en raison des rendements réels négatifs, l'absence de revenu nominal et un risque élevé de moins-value sur le marché secondaire. Nous sommes donc très sous-pondérés sur les obligations d'État émises dans notre allocation et préférons détenir un panier diversifié d'obligations à plus haut rendement et de faible durée, sachant que même si les rendements restent peu élevés, il est au moins possible de percevoir un certain revenu. La sélection de ces obligations est cruciale : un gérant d'obligations américaines à haut rendement compétent, par exemple, est

en mesure de constituer un portefeuille fiable d'obligations d'entreprise notées BB/CCC, de maturité courte et offrant un rendement d'environ 4 % en excluant simplement les valeurs les plus faibles de l'univers et en évitant celles qui sont les plus vulnérables au risque de défaut au moyen d'une analyse appropriée. De même, il existe de nombreuses entreprises fiables sur les marchés émergents, assurant des remboursements sur 3 ou 4 ans, même si certaines feront inévitablement défaut. Bien sûr, nous nous sommes habitués à rencontrer très peu de défauts ces dernières années en raison de l'environnement de taux bas. Il faudra donc être conscient que ceux-ci seront plus nombreux lorsque les taux de base commenceront à augmenter, si tel est le cas. Mais nous n'en sommes pas encore là, car les banques centrales se veulent rassurantes. Nous nous intéressons

aux obligations chinoises onshore pour des raisons semblables, le marché dominé par les investisseurs nationaux étant très stable et offrant un rendement proche de 3 %. De plus, celles-ci semblent rester négativement corrélées aux actions, notamment en période de tensions ou d'inquiétudes prononcées concernant l'économie chinoise. Il est toutefois probable que, comme nous, les investisseurs internationaux soient de plus en plus attirés par les obligations en renminbi dans les années à venir. Cela aura non seulement pour effet de réduire les avantages en termes de diversification offerts par cette classe d'actifs, mais aussi d'inciter le gouvernement chinois à surveiller de plus en plus la propriété de sa dette, ce qui représente un risque inconnu. Il peut être judicieux de voir comment se déroule la situation d'Evergrande avant d'investir.

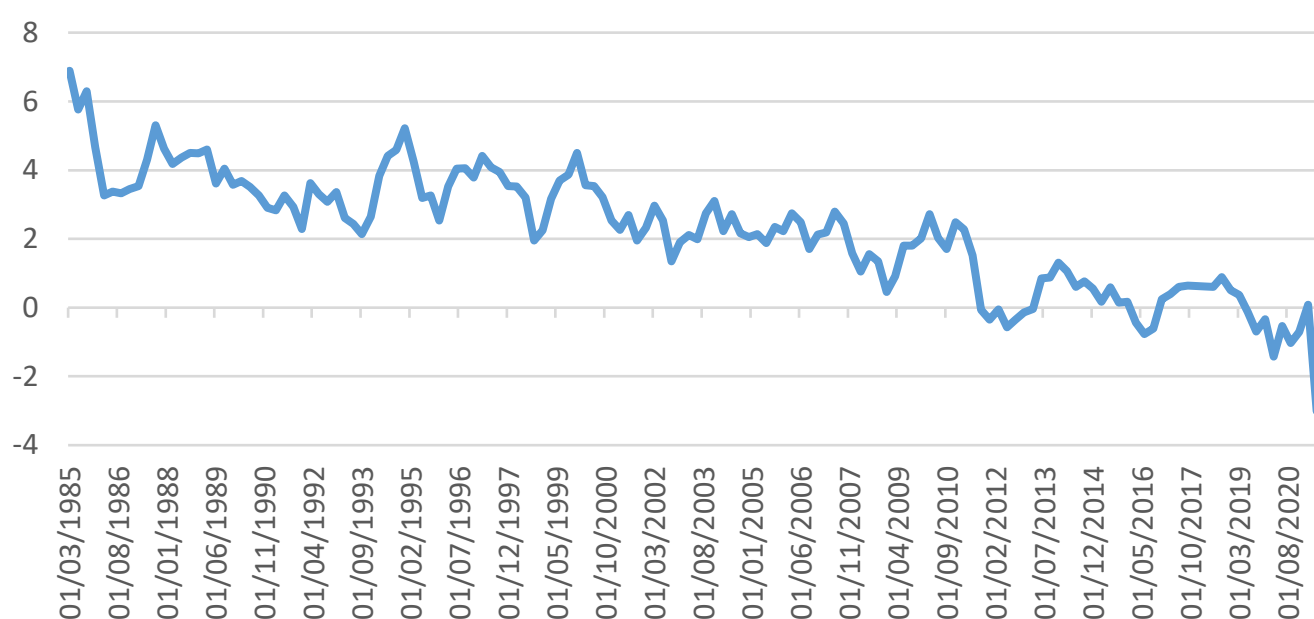
	-		=		+		
OBLIGATIONS							Les rendements des obligations de référence sont de nouveau proches des plus bas historiques et, compte tenu de la reprise économique et de l'inflation, les obligations semblent trop chères.
Obligations souveraines							Les obligations souveraines sont une valeur sûre en 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.

DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES

Le dollar américain s'est nettement apprécié durant l'été, alors que l'économie américaine a pris de la vitesse, entraînant dans son sillage la hausse des anticipations de resserrement monétaire. Il semble que l'écart entre la Réserve fédérale et la BCE concernant le calendrier de réduction des achats d'actifs soit exacerbé par l'écart de rendement à long terme entre la dette en dollar et la dette en euro. Depuis, le rebond de l'économie a commencé à s'essouffler aux États-Unis, tandis que la reprise européenne qui avait pris du retard bat son plein, ce qui laisse entrevoir une légère dépréciation du dollar à court terme. Nous ne présentons donc pas de convictions particulièrement fortes à l'égard des marchés des changes en général, et nous ne prenons pas de paris disproportionnés par rapport aux devises de référence des portefeuilles. Nous nous faisons à l'idée que la trajectoire de la croissance mondiale influencera l'ampleur de la demande de dollars, et qu'en cas de regain d'aversion au risque, les investisseurs

liquidant leurs actifs verront généralement une demande de liquidités en dollar au détriment d'autres devises adaptées à la prise de risque comme la livre sterling et l'euro. Les annonces de la Fed et leur impact sur les taux réels, ainsi que sur les niveaux d'inflation, influenceront la demande de dollars, comme ce sera le cas à plus long terme pour les métaux précieux. Dans l'ensemble, nous pensons que les responsables politiques ne peuvent pas augmenter les taux au-delà d'un certain seuil, et suspectons que l'inflation devrait être plus forte que prévu. L'or nous paraît donc être une réserve de richesse alternative, car les investisseurs sont confrontés à des taux réels négatifs depuis plus longtemps que ce que le marché reflète actuellement. Nous maintenons une légère pondération sur le yen japonais et le franc suisse, qui devraient offrir de la valeur en période d'agitation. Elles se sont notamment repliés depuis le début de l'année et bénéficient donc d'une marge d'appréciation avant de revenir à des niveaux « normaux ».

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



Les taux ajustés en fonction de l'inflation se sont effondrés à des niveaux inédits (négatifs). Ce contexte devrait favoriser l'or, qui n'a pas encore réagi.

	-			=	+			
DEVICES								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 taux n'est pas pour tout de suite et le 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)								La reprise a atteint un pic au Royaume-Uni et le soutien de la BOE devrait, malgré la volatilité actuelle des prix de l'énergie, permettre à la livre de combler sa sous-performance post-Brexit.
Euro (EUR)								La banque centrale semble quelque peu paralysée, mais elle laissera probablement l'inflation s'accroître sensiblement avant d'agir. Le programme de vaccination est sur la bonne voie, tout comme la reprise économique.
Yen japonais (JPY)								Le yen a reculé en 2021, mais il n'a fait que renouer avec ses niveaux d'avant la covid et est globalement en ligne avec sa moyenne à 5 ans. Une devise intéressante pour la diversification en période d'aversion au risque.

Parmi les évolutions surprenantes de ces dernières semaines, on pourrait citer la résurgence des matières premières industrielles et du pétrole brut malgré les signes d'un ralentissement de la reprise économique aux États-Unis et en Chine. Cela suggère que le surplus lié à la baisse de la demande est contrebalancé par les effets persistants de la covid qui pèsent sur les chaînes d'approvisionnement. Par ailleurs, la réputation des matières premières en tant que couverture contre l'inflation pourrait se concrétiser d'elle-même et devenir un moteur de demande, les spéculateurs cherchant à accroître leur exposition. Des accès de volatilité similaires aux actions surviendront probablement en réaction aux annonces ne favorisant pas la prise de risque, mais la tendance haussière des matières premières qui a débuté en 2020 semble vouée à perdurer en raison de deux politiques gouvernementales centralisées majeures. Premièrement, les États-Unis et la Chine se lancent dans des programmes d'infrastructures colossaux qui augurent d'une période prolongée de demande de matières premières. Le Sénat américain a adopté un projet de loi de 1 000 milliards de dollars qui concerne notamment les routes, les chemins de fer, les communications aéroportuaires et les projets à large bande. Les gouvernements chinois locaux ont quant à eux levé un financement de 4 500 milliards de renminbi en 2020, dont une grande partie est consacrée à la construction d'infrastructures. Deuxièmement, de nombreux gouvernements se sont engagés en faveur du changement

environnemental et de la transition énergétique, ce qui pourrait à terme réduire l'utilisation des hydrocarbures. Mais durant la phase de transition, de nombreux matériaux seront nécessaires à l'« électrification » du paysage énergétique. Le cuivre, le nickel, l'aluminium, l'étain, l'argent et le platine sont tous nécessaires en grande quantité, et à ce stade, la demande pour ces produits semble en passe de dépasser l'offre, entraînant une hausse des prix plus marquée et plus durable que le cycle économique normal, les sociétés minières s'évertuant à pallier des années de sous-investissement. Il est également tout à fait possible que les marchés sous-estiment notre dépendance aux énergies fossiles traditionnelles, et même si les différentes technologies pour la production d'énergie verte sont développées et déployées dans les temps, nous ne serons toujours pas en mesure de suivre l'augmentation globale de la consommation d'énergie qui se poursuit (notamment aux États-Unis, en Chine et en Inde). Cela pourrait se traduire par une hausse des prix du pétrole et du gaz qui se feront plus rares, car les fournisseurs de combustibles traditionnels auront été incités à réduire leur production et à s'orienter vers les énergies vertes, tandis que la demande d'énergie bon marché, en particulier, dans les pays émergents devrait se traduire par un besoin continu. Alors que l'inflation se profile, il pourrait être opportun d'avoir une certaine exposition à un large panier de matières premières, au cas où la phase transitoire caractérisée par des prix élevés s'avérerait plus longue que prévu.

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 Prudentiel 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.garantiedesdepots.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 «suisse» dont le siège est Steinertorstrasse 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 LONDON MONACO
LIECHTENSTEIN DUBAI GENEVA ZURICH

BANQUE HAVILLAND