

PERSPECTIVES T2 2022



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

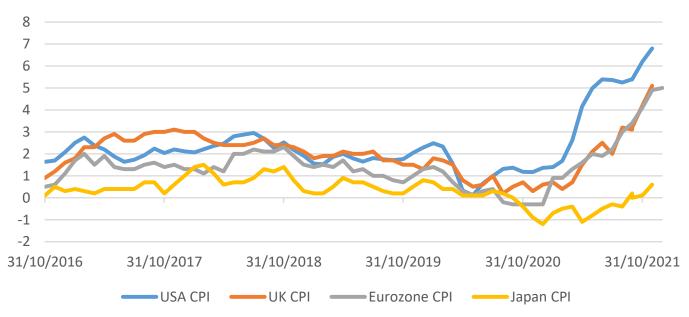
L'attaque russe contre l'Ukraine pourrait difficilement être qualifiée de « black swan » en ce qui concerne les marchés, la rupture des relations diplomatiques étant clairement apparue dès le début de l'année et le régime de Vladimir Poutine n'ayant pas caché ses ambitions vis à vis des anciens pays de l'Union soviétique. Néanmoins, les actifs financiers ont tout de même été ébranlés au premier trimestre et bon nombre des hypothèses économiques mondialistes développées ces dernières décennies doivent être reconsidérées.

C Si l'attention s'est d'abord portée sur l'impact en termes d'approvisionnement énergétique mondial, la Russie étant un exportateur majeur de pétrole et de gaz, elle se tourne désormais vers d'autres matières premières, car les perturbations des flux de céréales et d'oléagineux - aliments de base pour le bétail et les milliards de personnes à travers le monde - font grimper les prix en flèche."

Malgré les coûts humanitaires évidents et les perturbations que connaît la région, après un premier accès de volatilité et de fuite vers la sécurité, les marchés semblent avoir largement « digéré » le déclenchement de la guerre et semblent s'être confortés dans le scénario d'une campagne russe lourde et interminable, la plupart des indices boursiers ayant récupéré une grande partie de leurs pertes de 2022 et les rendements obligataires de référence étant apparemment en chute libre. Il ne fait aucun doute que l'inflation galopante et la réaction anticipée des banques centrales du monde entier constituent actuellement le thème dominant au cœur des préoccupations des investisseurs, mais il est bien entendu exacerbé par le conflit en Ukraine du fait de la place importante qu'occupe la région dans les exportations mondiales des principales matières premières. Si l'attention s'est d'abord portée sur l'impact en termes d'approvisionnement énergétique mondial, la Russie étant un exportateur majeur de pétrole et de gaz, elle se tourne désormais vers d'autres matières premières, car les perturbations des flux de céréales et d'oléagineux - aliments de base pour le bétail et les milliards de personnes à travers le monde - font grimper les prix en flèche. Les pays craignant d'éventuelles pénuries alimentaires s'efforcent de trouver d'autres fournisseurs, ce qui fait émerger de nouveaux échanges et de nouvelles opportunités. Les économies occidentales, qui se sont de plus en plus « axées sur les services » au fil des ans, apparaissent soudainement vulnérables, les principes sous-jacentes d'une paix mondiale indéfinie et la fiabilité des chaînes d'approvisionnement en flux tendus étant remises en question. Si la pandémie a fait office de premier avertissement, le déclenchement de la guerre et la prise de conscience que l'approvisionnement en produits de base encore essentiels était concentré « entre les mains » de quelques pays, qui n'ont pas nécessairement comme principale préoccupation d'agir dans les meilleurs intérêts de l'économie mondiale, ont certainement constitué un dur retour à la réalité. Les réajustements nécessaires ne se feront pas du jour au lendemain et, en attendant, les perspectives de « stagflation » inquiètent les investisseurs.

Ce conflit aux confins de l'Europe n'a fait que doper une tendance inflationniste qui battait déjà son plein en raison de la réponse mondiale à la pandémie de Covid. En effet, alors que les chaînes d'approvisionnement étaient déjà sous pression, les hausses des prix en 2021 étaient principalement dues à la demande, la population disposant de plus grandes capacités de dépenses grâce aux aides d'urgence accordées dans le cadre de la pandémie de Covid-19 et aux économies accumulées du fait de la demande contenue en 2020. L'année dernière. la demande s'est également accompagnée d'une hausse des salaires et d'un boom de l'emploi, mais la flambée actuelle de l'inflation est davantage le résultat d'un choc d'approvisionnement en matières premières qui ne semble pas pouvoir se résorber rapidement, et les banques centrales ont largement renoncé à tenter de nous rassurer sur le caractère « transitoire/passager/temporaire »de cette hausse des prix. Par ailleurs, les craintes de récession s'intensifient avec la revalorisation agressive du marché obligataire, entrainant un aplatissement (et une inversion temporaire) de la courbe des taux, un phénomène qui a toujours été un indicateur avancé de ralentissement économique. Alors que la plupart des récessions sont déflationnistes, l'environnement actuel, marqué par une hausse des prix de l'énergie, rappelle l'embargo pétrolier des années 1970 au Moyen-Orient, c'est-à-dire le « mauvais type » d'inflation, qui n'est pas un produit de la croissance économique. C'est pourquoi nous maintenons une approche prudente à l'égard des actions à l'heure actuelle. Il se peut que la surperformance traditionnelle des actions en période d'inflation ne se vérifie pas cette fois-ci, étant donné que l'inflation n'est pas générée par une activité économique saine, et s'accompagne d'une diminution du pouvoir d'achat des ménages. Globalement, de nombreuses économies devraient connaître une croissance supérieure à la tendance cette année, mais les projections optimistes du début de l'année doivent être quelque peu tempérées avec la guerre russoukrainienne qui entre dans son troisième mois, la volatilité persistante des prix de l'énergie et la dégradation de la confiance des consommateurs aux États-Unis et en Europe. Il se peut que les indicateurs économiques commencent à s'essouffler lorsque l'inflation commencera à se faire sentir plus tard dans l'année, mais nous constatons que nombre d'entre eux restent solidement positifs au niveau mondial : l'indice PMI est nettement en phase de croissance, alors que les bilans des ménages demeurent sains avec un ratio du service de la dette inférieur de 4 points de pourcentage aux niveaux de 2008 et des taux d'épargne tout à fait corrects, les particuliers n'ayant pas encore dépensé tout leur excédent d'épargne. En réalité, l'erreur humaine, sous la forme d'un faux pas de la banque centrale, est le facteur le plus susceptible de perturber l'harmonie du marché. En effet, le contexte inflationniste accentue la pression sur les banques centrales pour qu'elles agissent malgré des perspectives de croissance moins réjouissantes.

Inflation

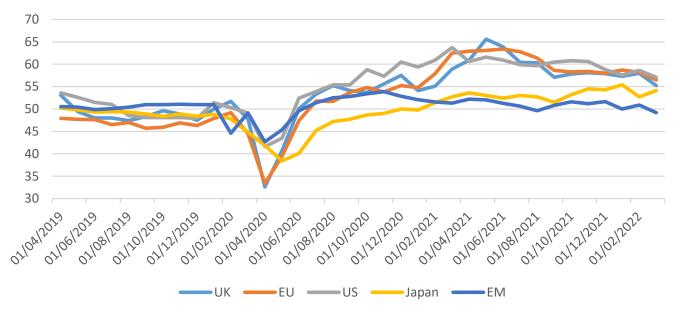


L'inflation continue d'augmenter à un rythme plus rapide que prévu, ce qui signifie que les rendements réels sont profondément ancrés en territoire négatif et rend les actifs obligataires peu attractifs.

Avec un index des prix à la consommation d'environ 8 %, 6 % et 6 % respectivement aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro, l'inflation est déjà bien supérieure à l'objectif supposé des banques centrales, qui est d'environ 2 %, et ce avant que le resserrement monétaire n'ait véritablement commencé, de sorte que le risque que les banques centrales perdent rapidement l'initiative en matière de contrôle des prix est évident. Les salaires, qui n'ont pas encore commencé à augmenter, seront un indicateur clé à surveiller dans la perspective d'une nouvelle hausse de l'inflation, mais celle-ci pourrait se réaliser d'elle-même si les attentes du public en

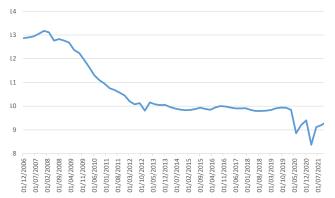
matière d'inflation se durcissent - si l'inflation salariale s'installe (en plus de celle liée au manque de matières premières que nous connaissons déjà), une spirale inflationniste pourrait se profiler. Jerome Powell a suggéré que la Fed pourrait même augmenter ses taux d'un demipoint au lieu de son habituel 0,25 % si l'inflation est plus élevée que prévu. Il est donc peut-être temps de se préparer à un environnement dans lequel les banques centrales ne seront pas en mesure de soutenir efficacement les marchés d'actions comme elles l'ont fait auparavant et dont la plupart des acteurs du marché ont pu bénéficier par le passé.

PMI composites



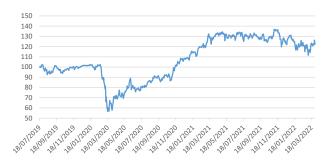
Les indices PMI s'inscrivent en territoire expansionniste (au-delà de 50), mais semblent progresser à un rythme plus lent

Ratio du service de la dette des ménages



Les niveaux d'endettement des ménages ne sont pas particulièrement tendus, ce qui laisse à penser que les consommateurs pourraient faire face à une hausse des prix,

Inflation salariale



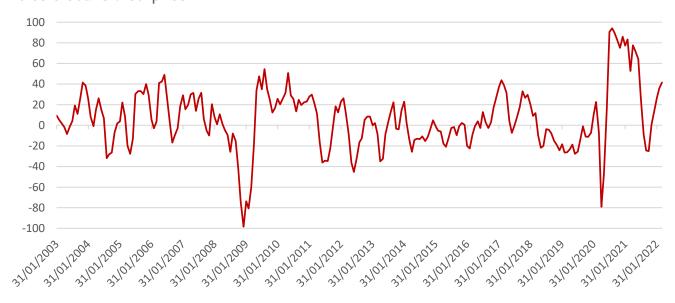
L'inflation salariale n'a pas encore évolué de manière significative compte tenu des tensions sur le marché du travail et de la hausse de l'inflation.

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

		PROJECTIONS	
	2021	2022	2023
Croissance mondiale	5,9	4,4	3,8
États-Unis	5,6	4,0	2,6
Zone euro	5,2	3,9	2,5
Allemagne	2,7	3,8	2,5
France	6,7	3,5	1,8
Italie	6,2	3,8	2,2
Espagne	4,9	5,8	3,8
Japon	1,6	3,3	1,8
Royaume-Uni	7,2	4,7	2,3
Pays émergents et pays en développement	6,5	4,8	4,7
Pays émergents et en développement d'Asie	7,2	5,9	5,8
Chine	8,1	4,8	5,2
Inde	9,0	9,0	7,1
Pays émergents et en développement d'Europe	6,5	3,5	2,9
Russie	4,5	2,8	2,1
Amérique latine et Caraïbes	6,8	2,4	2,6
Brésil	4,7	0,3	1,6
Mexique	5,3	2,8	2,7
Moyen-Orient et Asie centrale	4,2	4,3	3,6
Arabie saoudite	2,9	4,8	2,8
Afrique subsaharienne	4,0	3,7	4,0
Nigeria	3,0	2,7	2,7
Afrique du Sud	4,6	1,9	1,4

Les prévisions de croissance ont été revues à la baisse en raison de la guerre entre la Russie et l'Ukraine. L'Inde se distingue parmi les marchés émergents, tandis que le Royaume-Uni et l'Espagne sont intéressants sur les marchés développés.

Indice Global 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

ACTIONS

Rien ne semble plus incertain en ce moment que l'orientation immédiate du marché des actions après le rebond enregistré lorsque les investisseurs se sont « accommodés » de la situation en Ukraine. Ceux-ci sont maintenant confrontés au premier épisode d'un véritable resserrement monétaire depuis plusieurs années. Cette saison des résultats promet d'être l'une des plus suivies depuis un certain temps. Il sera intéressant de voir comment les entreprises gèrent la pression sur les marges, et ce que cela impliquera pour leur résultat net. Les prévisions en matière de bénéfices par action ont été sensiblement revues à la hausse ces dernières semaines, alors même que les pressions sur les coûts pourraient rapidement s'accentuer. Aux États-Unis, le taux de chômage est passé sous la barre des 4 % et la croissance des salaires commence tout juste à s'accélérer, comme l'indique l'indice de croissance salariale de la Fed d'Atlanta (Atlanta Fed Wage Growth Tracker). Les entreprises devront absorber la hausse des coûts de la main-d'œuvre sans toucher à leurs marges, tout en faisant face aux coûts d'autres facteurs, tels que les matières premières, les matériaux et le carburant. Nous notons également avec intérêt la syndicalisation réussie d'un entrepôt d'Amazon à New York, qui laisse augurer que la compression des salaires à laquelle les entreprises se sont habituées dans une économie de plus en plus mondialisée pourrait bientôt appartenir au passé. Les marchés obligataires laissent entrevoir des tensions économiques et l'inflation record a acculé les banques centrales, incapables de résister à l'idée de relever les taux et de retirer des liguidités du marché, augmentant ainsi la probabilité d'un ralentissement, et pourtant les actions restent bien soutenues. Cela s'explique en partie tout simplement par le fait que les actions sont relativement plus attractives que les obligations, non seulement en termes de potentiel de croissance du capital, mais aussi de rendement réel. Si les rendements obligataires nominaux ont sensiblement progressé, ils sont partis d'un niveau extrêmement faible, alors que l'inflation augmente rapidement et que les rendements réels des obligations souveraines demeurent négatifs. Pour les investisseurs cherchant à protéger leurs rendements réels, certains marchés boursiers offrent des rendements du dividende de 3 à 4 %, et bien évidemment, une approche ciblée sur les revenus pourrait permettre d'augmenter encore ce chiffre. De plus, les valorisations de nombreux marchés d'actions sont passées en dessous des moyennes à long terme - même un coup d'œil assez rapide sur l'indice mondial (qui est dominé par les

Les entreprises devront absorber la hausse des coûts de la main-d'œuvre sans toucher à leurs marges, tout en faisant face aux coûts d'autres facteurs, tels que les matières premières, les matériaux et le carburant."

sociétés américaines) permet de voir que le ratio PER est tombé en dessous de son niveau moyen d'environ 21 depuis 1995, et bien en dessous de son pic de 33 en 2021. Si l'on observe les indices régionaux sur la base de ce même critère, on constate que les marchés britannique et japonais, en particulier, présentent encore des valorisations plus avantageuses. Enfin, le secteur des obligations d'entreprise semble assez sain à ce stade, malgré de potentielles pressions sur les prix : les bilans sont globalement solides et la capacité de ces entreprises à assurer le service de la dette après la pandémie reste assez confortable.

Actions britanniques et japonaises : Ratios



Les valorisations des actions américaines sont nettement supérieures à celles du reste du monde. Les valorisations sur les autres marchés développés ne sont pas particulièrement

Dette nette/EBITDA: actions mondiales



Les bilans sont globalement solides.

De manière assez caractéristique, alors que les actions américaines semblaient finalement céder le leadership du marché aux actions européennes au début de l'année, l'écart de valorisation et la levée progressive des restrictions liées à la pandémie de Covid semblant favorables à l'économie du vieux continent. l'éclatement du conflit à la frontière orientale de l'Europe s'est avéré un frein à la performance du fait de la proximité géographique et du plus grand niveau d'échange et de commerce entre les pays d'Europe et la Russie. L'économie manufacturière allemande est particulièrement dépendante du carburant russe, et ce n'est certainement pas une coïncidence si l'indice DAX représente le marché d'actions le moins performant du continent cette année. L'Europe est exposée à un coup porté à la croissance et à la confiance générale, qui est causé par la hausse des prix des matières premières. Par conséquent, le continent semble plus vulnérable à une récession, ce qui pourrait obliger la BCE à retarder tout resserrement prévu. Les actions américaines, en revanche, ont remarquablement résisté au conflit qui fait rage en Ukraine et se sont remises plus rapidement du choc initial de l'invasion russe que la plupart des autres marchés d'actions développés, leurs rendements ayant dépassé ceux de l'indice mondial d'environ 5 points de pourcentage au cours des dernières semaines. Toutefois, les valorisations américaines restent relativement élevées, la Fed s'apprêtant à relever les taux de manière agressive face à l'inflation,

Bénéfices



Les prévisions de bénéfices sont toujours positives, bien que cela pourrait changer à mesure que la dynamique de croissance s'essouffle. D'autres régions pourraient rattraper

ce qui pourrait faire reculer le marché de manière disproportionnée en raison de la forte importance des valeurs de croissance dans le marché américain. Ainsi, si nous conservons une exposition aux États-Unis dans nos portefeuilles, celle-ci sera fortement orientée vers les actions dites de valeur. Une exposition au dollar pour les investisseurs basés en Europe semble également être une stratégie judicieuse tant que l'incertitude persiste. Comme toujours, si quelques opportunités subsistent d'un point de vue « bottom-up », il en est de même au niveau géographique, notamment selon nous sur le marché britannique : marché profitant de l'association de sociétés bon marché défensives, axées sur les matières premières, et à des dividendes convenables, soutenues par des données économiques satisfaisantes (pour le moment). Nous maintenons notre surpondération. La dernière fois, nous avions écrit que la situation semblait mitigée pour les actions chinoises, mais qu'un point d'entrée pour les acheteurs d'actions était susceptible de se présenter à mesure que le cycle de crédit évoluerait et que l'administration mettrait un terme à sa répression réglementaire dans les secteurs de l'éducation, de la technologie et de la santé. Malheureusement, les perspectives sont désormais assombries par de nouvelles incertitudes, notamment la guerre en Ukraine et le rôle potentiel de la Chine dans ce conflit, ainsi que la politique stricte du « zéro Covid » qui entrave l'activité économique.

Bien que certaines mesures de relance aient été réintroduites, notamment des baisses de taux et une croissance du crédit, il semble que l'activité budgétaire en Chine sera moins surchargée que lors des cycles précédents et il n'y a guère d'avantage à y allouer du risque par rapport aux autres régions. Dans d'autres pays émergents, les valorisations semblent de plus en plus attrayantes, alors que de nombreuses économies ne se sont pas encore totalement remises de la crise du Covid

et qu'avec les troubles en Ukraine, les perspectives sont déterminées par les matières premières. L'intérêt d'investir dans les pays émergents est évident car, selon le FMI (après ajustement de la parité du pouvoir d'achat), ces pays devraient représenter près de 60 % de l'économie mondiale d'ici cinq ans, mais il n'est pas si facile de trouver un point d'entrée et un moyen de tirer profit de cette croissance en termes de rendement des investissements.

	-	=	+	
ACTIONS				Les actions se sont stabilisées depuis que la Russie a lancé son invasion en Ukraine. Le catalyseur d'une éventuelle nouvelle hausse est incertain à l'heure actuelle, alors que la croissance est freinée par l'inflation et le resserrement de la politique monétaire des banques centrales.
États-Unis				Soutenu par les liquidités fournies par la Réserve fédérale et la forte participation des investisseurs, le marché américain reste très cher. Les valeurs de croissance devraient être pénalisées par la hausse des taux.
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				La région est la plus vulnérable à l'exposition à la Russie et aux restrictions visant le secteur de l'énergie, ce qui pourrait limiter la croissance. Quelques opportunités subsistent, comme les actions à dividende.
Suisse				La qualité et la nature défensive du marché continuent de favoriser les actions suisses, bien que les valorisations soient actuellement élevées.

OBLIGATIONS

Le repli des obligations mondiales est vraiment alarmant. Les mouvements enregistrés par la classe d'actifs depuis le début de l'année la font davantage ressembler à des actions ou à des matières premières qu'à une supposée réserve de capital. Les obligations ne sont pas censées chuter de cette manière, car habituellement la hausse précipitée des rendements inciterait les investisseurs à revenir vers cette classe d'actifs au détriment d'actifs plus risqués. Le problème aujourd'hui est que les rendements partent d'un niveau tellement bas que même une augmentation de près de 500 % du rendement à 10 ans en euro se traduirait par un rendement nominal de 0,7 % et, avec un IPC de 6 % dans la zone euro, par un rendement réel de -5,3 %, c'est-à-dire un niveau tout simplement dépourvu d'utilité et d'attractivité avec une inflation aussi élevée. En fait, la plupart des investisseurs sur le marché obligataire se trouvent en territoire inconnu, et il est difficile de savoir à quel niveau de rendement les acheteurs reviendront vers cette classe d'actifs. Une baisse plus rapide que prévu du taux d'inflation pourrait bien évidemment résoudre le problème, tout comme une décélération du « resserrement quantitatif » et des relèvements de taux par les banques centrales, qui craignent d'étouffer la croissance économique en tentant de remettre le génie « inflation » dans la bouteille. À l'heure où nous écrivons ces lignes, les obligations Investment Grade mondiales se sont repliées d'un peu moins de 10 % depuis le début de l'année, et même l'indice Global Aggregate est en baisse de 7,5 % - il n'y avait aucun endroit où se réfugier, notamment auprès des bons du Trésor à court terme, qui ont été tout sauf le refuge habituel, car la perspective d'une intervention agressive sur les taux a entraîné une correction de l'extrémité courte de la courbe plus marquée que pour les échéances à 10 ans et plus. Bien que nous n'ayons peut-être pas anticipé la vitesse de l'effondrement obligataire, nous sommes depuis un certain temps déjà très pessimistes à l'égard de cette classe d'actifs et nous y avons alloué la pondération la plus faible possible, en diversifiant les positions que nous détenons par rapport aux

obligations traditionnelles, le cas échéant. Il est intéressant de noter que le rendement supplémentaire offert par les obligations à haut rendement leur a conféré un avantage défensif par rapport aux obligations Investment Grade cette année, les surperformant même d'un point de pourcentage au niveau mondial - un signe supplémentaire que les conventions habituelles du marché obligataire ne sont actuellement plus valables. Il est certain que l'accent que nous avons mis sur les obligations à haut rendement de qualité a été relativement bénéfique pour nos clients, et nous pensons que cette approche de compromis à l'égard de la dette à haut risque est la meilleure vu le risque potentiel de défaillance des entreprises à mesure que les taux de base augmentent. Une approche sélective des obligations des marchés émergents constitue également un facteur de diversification utile pour un portefeuille obligataire, de nombreux marchés émergents bénéficiant de la hausse des prix des matières premières (2/3 des sociétés de l'indice sont exportatrices). Les marchés émergents hors Russie présentent des valorisations attractives, mais le conflit et le risque de sanctions pourraient peser sur la confiance des investisseurs. Le moment sera venu d'ajouter de la duration aux obligations, probablement plus tard dans l'année, une fois que le cycle de resserrement aura progressé, que l'inflation aura atteint son pic et que les perspectives économiques seront plus claires, mais pour l'instant, nous pensons qu'il est judicieux de sous-pondérer le risque de taux d'intérêt, car l'inflation montre peu de signes de relâchement. Le crédit structuré, et plus particulièrement les titres adossés à des créances hypothécaires, s'est révélé favorable (bien qu'il produise encore des rendements légèrement négatifs pour l'année): l'immobilier a souvent été une classe d'actifs solide en période d'inflation et, même si les taux de réhypothèque vont augmenter pour les propriétaires, ils sont historiquement bas, ce qui indique un faible risque de défaut, tout en offrant des rendements du crédit et du revenu supérieurs à ceux des obligations normales.

Rendements des obligations souveraines à

RÉGION	TITRE	
Japon	JGB 0.005 04/01/2024	-0,09
Suisse	SWISS 1 1/4 06/11/24	-0,035
Allemagne	BKO 0 03/15/24	0,123
Portugal	PGB 4.95 10/25/23	0,127
France	FRTR 0 02/25/24	0,171
Pays-Bas	NETHER 2 07/15/24	0,212
Grèce	GGB 3.45 04/02/24	0,421
Espagne	SPGB 0 05/31/24	0,431
Italie	BTPS 0 01/30/24	0,51

RÉGION	TITRE	
Suède	SGB 1 1/2 11/13/23	0,849
Royaume-Uni	UKT 1 04/22/24	1,519
Brésil (USD)	BRAZIL 8 7/8 04/15/24	1,824
Australie	ACGB 2 3/4 04/21/24	2,11
Chine	CGB 2.56 10/21/23	2,2
Canada	CAN 0 3/4 02/01/2024	2,448
États-Unis	T 2 1/4 03/31/24	2,534
Corée du Sud	KTB 1 7/8 03/10/24	2,991

Indices de référence obligataires en 2022



Les obligations se sont nettement repliées depuis le début de l'année, bien que les titres à haut rendement aient mieux résisté que la dette de qualité Investment Grade.

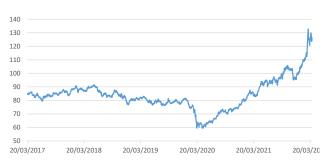
	-	=	+	
OBLIGATIONS				Une classe d'actifs peu attrayante en tant qu'investissement à part entière, compte tenu du resserrement de la politique et de la persistance de l'inflation qui poussent les rendements à la hausse.
Obligations souveraines				Les obligations souveraines sont une valeur sûre en période de tension du marché, mais leur potentiel de hausse actuel est limité et elles offrent des rendements réels négatifs à long terme. Les TIPS se distinguent.
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.

DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES

Les matières premières ont globalement été les plus performantes en 2022, remplissant leur rôle théorique de couverture contre l'inflation suite à une demande post-pandémique et stimulées par l'isolement partiel de l'un des plus grands producteurs mondiaux d'énergie et de cultures agricoles. Alors que les pourparlers de paix entre la Russie et l'Ukraine progressent (du moins en apparence), la folie spéculative semble se dissiper et le prix des matières premières est redescendu après avoir atteint son pic, bien que les marchés soient désormais nettement plus volatils. Au cours des cinq années précédant la pandémie de Covid-19 qui a frappé les marchés, l'indice Bloomberg Commodity (Indice Bloomberg des matières premières) a connu des fluctuations quotidiennes supérieures à deux écarts-types en moyenne environ 14 fois par an. Puis, l'année dernière, nous l'avons eu 33 fois. La variation moyenne absolue quotidienne de l'indice a augmenté de 38 % au cours de l'année passée. Son écart-type est passé de 0,8 % à 1,2 % au cours de la période de mars 2015 à mars 2020. Des fluctuations aussi importantes rendent plus difficiles les prévisions d'orientation à court terme, surtout avec autant d'agitation au niveau géopolitique et d'interruptions actuelles de l'approvisionnement mondial. Mais à plus long terme, des forces structurelles semblent suggérer qu'une allocation aux matières premières serait une bonne idée, surtout que l'évolution de l'inflation semble tendre vers une hausse. Les arguments de base en faveur d'une hausse des prix des métaux de base restent valables, car même sans cette guerre, de nombreuses années de sous-investissement ont conduit à des pénuries d'approvisionnement, de sorte que le marché devrait demeurer à la hausse. Nous avons déjà noté que pour atteindre les objectifs de neutralité carbone, de nombreux métaux sont nécessaires pour la fabrication de batteries, tandis que la guerre a obligé de nombreux gouvernements à revoir leurs politiques énergétiques dans l'immédiat en vue d'éviter les pénuries. Cela signifie probablement qu'à court terme, les pays occidentaux dépendront davantage des combustibles fossiles que prévu (ce qui est une bonne chose pour le prix du pétrole), tout en accélérant simultanément la transition vers des sources plus renouvelables (ce qui est bon pour les terres rares, les métaux de base et certains métaux précieux). Le cuivre semble se consolider

après son envolée post-pandémique. Il reflète en quelque sorte la santé économique mondiale (il est utilisé à peu près partout : construction, y compris de logements, fabrication manufacturière, production d'énergie, électronique et transport). Il s'agit également d'un composant essentiel de l'énergie verte et de l'électricité, de sorte qu'il y a fort à parier que le prix aura tendance à augmenter. Il faut également s'attendre à ce que les entreprises du secteur de l'énergie opérant dans des pays amis de l'Occident connaissent une sorte de période faste, car elles seront confrontées à une demande supplémentaire en raison des sanctions croissantes contre le pétrole et le gaz russes. L'or a connu une année 2021 visiblement décevante dans un contexte de rendement réel négatif et d'inflation, et il se peut que l'envolée vers les 2 000 dollars ait été une compensation temporaire du marché au moment où la guerre a éclaté, avant de se consolider autour de la barre des 1 930 dollars - mais il se peut aussi que ce soit le signe que le métal précieux entre dans une période de surperformance, comme il l'a fait au lendemain d'autres événements géopolitiques historiques. Bien que nous soyons conscients que l'argent a alimenté beaucoup de faux espoirs dans le passé, le ratio or/argent se situe actuellement autour de 78, ce qui est proche du sommet de sa fourchette sur 40 ans : un retour à un ratio de 70 en supposant que l'or reste stable - ferait progresser l'argent d'environ 10 % et l'utilisation de l'argent dans les technologies vertes et traditionnelles fournit également un soutien fondamental. Les métaux précieux restent un important facteur de diversification pour les investisseurs.

Indices des matières premières



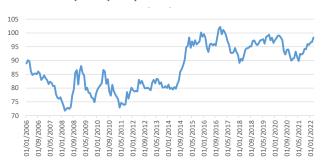
Les matières premières sont la classe d'actifs la plus performante depuis le début de l'année et semblent se consolider à leurs niveaux actuels.

	=	+	
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 décorrélées des principales classes d'actifs.
Métaux précieux			L'or et l'argent évoluent plus indépendamment que jamais. Demeure la couverture contre l'inflation et la montée des risques géopolitiques 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.

Avant la guerre entre la Russie et l'Ukraine, les devises suivaient en grande partie la voie tracée par leurs banques centrales respectives. Le dollar américain fluctuait par rapport à l'euro car, malgré le ton intransigeant de la Réserve fédérale. l'économie américaine était perçue comme ayant un peu ralenti, ayant été la première à sortir de la pandémie et s'étant donc déjà largement redressée, alors que la zone euro (bien que plus tardive dans le cycle des taux) devait profiter d'un certain rattrapage économique. Pendant ce temps, le Royaume-Uni se situait quelque part entre les deux en termes de croissance économique et la Banque d'Angleterre avait commencé à relever ses taux, de sorte que la livre sterling surperformait en tant que devise « à risque ». Quant au yen japonais, avec la BOJ qui contrôlait la courbe des taux, il faisait nettement du surplace. Trois mois plus tard, le dollar s'est considérablement raffermi au détriment des autres devises, car la fuite habituelle vers la monnaie de réserve mondiale s'est produite et ne s'est toujours pas atténuée. Seul le dollar australien semble poursuivre son rebond du fait de la réouverture plus tardive de l'économie du pays et, bien évidemment, de sa corrélation avec les prix des métaux et des produits miniers en raison de son économie axée sur les exportations. Sur les marchés émergents, les devises des pays exportateurs d'énergie (BRL, MXN, etc.) se sont renforcées, tandis que celles des pays

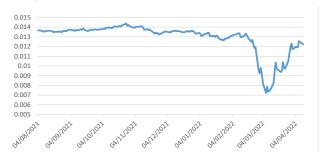
importateurs nets (la roupie indienne, par exemple) ont souffert. Selon notre opinion, la tendance sur les prix des matières premières devrait persister. Il est remarquable que le rouble russe ait récupéré en quelques semaines seulement la quasi-totalité de son repli de 46 % enregistré depuis fin février. On est toutefois en droit de se demander si ces niveaux s'inscriront dans la durée, compte tenu des sanctions imposées à l'économie russe, même si ses principales exportations de pétrole et de gaz continuent d'être acheminées vers l'Europe de l'Est. Selon toute vraisemblance, les volumes extrêmement faibles des échanges en rouble indiquent que la monnaie est artificiellement soutenue par le gouvernement, en interdisant aux étrangers de vendre des actifs russes et en imposant aux exportateurs de vendre en devise forte. Quant à l'euro, les facteurs immédiats qui lui sont défavorables sont nombreux : menaces pesant sur la croissance économique, spirale inflationniste et une banque centrale qui pourrait se retrouver bloquée en raison des craintes de suppression des mesures de relance dans un tel contexte, sans parler du risque politique lié aux élections françaises, qui pourraient ne pas être de tout repos pour Emmanuel Macron. En résumé, pour les investisseurs en USD, détenir d'autres devises n'est probablement pas justifié en termes de ratio de risque / rendement, mais pour les investisseurs en EUR, GBP et CHF, une petite exposition au dollar a du sens.

Dollar US (DXY) depuis 2006



Le dollar US s'est largement apprécié du fait de la guerre et du ton ferme adopté par la Réserve fédérale, mais il se rapproche désormais du haut de sa fourchette sur 5 ans.

RUB/USD



Le rouble russe affiche une reprise en V depuis le lancement de l'invasion de l'Ukraine. Cela peut s'expliquer par le fait qu'il s'échange sur des volumes particulièrement restreints et qu'il

	-	=	+	
DEVISES				Le dollar US restera soutenu tant que le risque géopolitique est élevé, tandis que les devises liées aux matières premières comme le dollar australien se comporteront bien également. Des divergences politiques entre pays, à la fois sur les marchés émergents et développés, apparaissent à l'égard de la réponse face à l'inflation et aux coûts de l'énergie.
Dollar US (DXY)				Recommandation à l'achat en raison du risque géopolitique, alors qu'il semblait avoir atteint un sommet précédemment, il devance toutefois l'euro dans le cycle de resserrement.
Livre sterling (GBP)				La livre sterling se positionne entre le dollar US et l'euro sur le plan politique. Le niveau d'inflation est élevé et l'économie reposant sur la consommation est exposée à la hausse des coûts de l'énergie.
Euro (EUR)				Les restrictions liées à la Covid ont enfin été levées, mais l'exposition du bloc à l'énergie russe constitue un facteur défavorable. Il pourrait tirer parti de son statut de devise « à risque ».
Yen japonais (JPY)				L'absence d'inflation relative au Japon signifie que la devise est sous pression en raison de l'écart de taux. La croissance est de retour cependant.

AUTEUR



Jonathan Unwin Deputy Head of Asset Management & Advisory

15 ans d'expérience dans l'investissement multi-actifs, dont 8 au sein de Credit Suisse et de Saxo Bank à Londres avant de rejoindre Havilland. Jonathan est le président du Comité d'investissement de la banque et le gérant principal des portefeuilles Managed Fund et Investor Visa.

Maîtrise en droit (avec distinction), Université de Southampton. Membre agréé du Chartered Institute for Securities & Investments.

Citywire 2019 : nommé parmi les « 30 sélecteurs de fonds les plus influents »

ÉQUIPE DE GESTION D'ACTIFS

Stefano Torti

Group Head of Asset Management & Advisory

Ronak Yadav

Senior Investment Advisor, Asset Management & Advisory

Thomas Mcleod

Assistant Portfolio Manager, Asset Management & Advisory

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 ou 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 mise 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, 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.

Veuillez 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 uridictions. 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 indiqués 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

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 CSŚF 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

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.

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 Steinentorstrasse 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/.

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