

PERFORMANCES 2021
ACTIONS

MSCI Monde	+9.2%
S&P 500	+11.3%
Nasdaq	+8.3%
Stoxx 600	+9.6%
SPI	+6.4%
Nikkeï	+5.0%
Chine	-1.7%
MSCI Emergents	+4.4%

OBLIGATIONS

CHF Corp	-0.2%
US Govt	-3.5%
US Corp	-3.6%
US HY	+1.9%
EUR Gvt	-3.5%
EUR Corp	-0.8%
EUR HY	+2.0%

DEVISES

USD index	+1.6%
EURUSD	-1.6%
EURCHF	+1.6%
USDCHF	+3.2%
USDJPY	+6.1%
EM FX	-2.0%

MATIERES PREMIERES

Or	-6.3%
Argent	-1.3%
Pétrole	+27.9%
Cuivre	+26.6%
CRB index	+19.0%

A bâbord, toute !

« Sleepy Joe » ? Un véritable insomniaque !

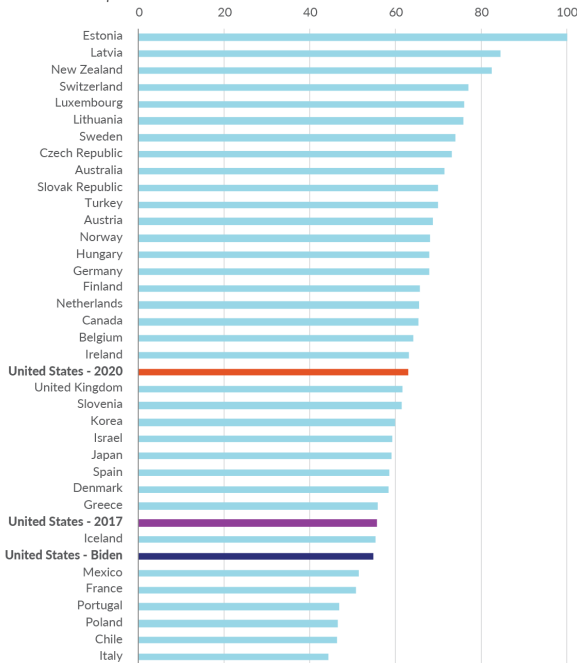
Biden est intimement convaincu que les États-Unis ont besoin d'un électrochoc, d'un grand plan à la Roosevelt. Son analyse est limpide : malgré une croissance décente du PIB au cours des dernières décennies, la société américaine a clairement régressé. Les inégalités de richesse et de revenus n'ont cessé de se creuser. L'appauvrissement des classes sociales défavorisées et des travailleurs peu qualifiés s'est accéléré. L'espérance de vie des Américains a diminué, ce qui contraste fortement avec les autres pays développés. En renard rusé de la politique américaine (l'antithèse de son prédécesseur), il se garde bien de l'annoncer comme tel, afin d'éviter les blocages et levées de bouclier. Il préfère agir et imposer le fait accompli. Les élections de mi-mandat auront lieu très vite en 2022 et il n'est pas sûr de garder sa majorité.

« Sleepy Joe » ne mâche pas ses mots avec la Russie, tance la Chine dans des domaines où sa susceptibilité est élevée, snobe MBS tout en reprenant le dialogue avec l'Iran, réactive le Quad et réintègre la plupart des organisations multinationales désertées par Trump. Il est de plus en plus souvent comparé à Roosevelt, en raison des ambitieux et gigantesques plans de relance conjoncturelle, d'infrastructure et "Green". Il gouverne par décrets et contourne le blocage des Républicains en ayant recours au processus dit de « réconciliation ». En moins de 100 jours. Tout cela crée pas mal de remue-ménage médiatique, mais contribue surtout à restaurer l'image d'un pays dynamique, volontaire, en net regain de crédibilité.

On a pu croire un moment que, d'un point de vue de la politique économique, on s'engageait dans une sorte retour vers... le centre, avec juste une forte dose de dépenses budgétaires en début de mandat. À y regarder de plus près, le virage semble de facto plus profond et radical. Pour tenter de réunifier une Amérique profondément divisée, Biden s'engage dans un processus de redistribution des richesses et de comblement des inégalités. L'État fait son grand retour, durable. Dans l'immédiat, les transferts de pouvoir d'achat (et autres chèques) ont été massifs, au risque d'arroser un peu trop et trop loin. La hausse du salaire minimum, trop controversée pour être adoptée rapidement, reviendra bientôt devant le parlement. Les États profitent aussi des largesses de Washington, afin de faire ruisseler les aides publiques en profondeur. En filigrane, on perçoit l'inflexion de Biden vers l'instauration d'un revenu universel, un peu à l'image de ce qui se fait en Europe.

The Biden Tax Plan Would Rank the U.S. Below Where It Stood Prior to Tax Reform

International Tax Competitiveness Index Score for 2020 with the U.S. ranks for 2017, 2020, and the Biden tax plan.



Source : Tax Foundation

Biden profite au maximum des conditions particulières post-pandémie. Une Fed complaisante et des taux ultra-bas permettent l'augmentation ad nauseam de la dette publique, sans créer d'indigestion des marchés, dans l'immédiat. Mais dans une très prochaine phase, il devra viser large pour financer ses mégaprojets, en ciblant avant tout les pôles de richesse (les revenus des ultra riches, les plus-values financières) et les sociétés (dont les GAFAs). Le risque, à terme, est un changement de fiscalité des dividendes, des rachats d'actions, etc. Son projet d'harmonisation internationale de l'impôt sur les sociétés est utopique. Qu'importe, il permettra en définitive de taxer à la marge les multinationales américaines bénéficiant de taux plus avantageux.

Au bout du compte macro-économique, la productivité en souffrira, car l'Etat est moins bon allocateur de capital que le secteur privé

Pour les mêmes raisons l'inflation montera (un peu)

La rentabilité des entreprises, donc la croissance des bénéfices, diminuera (un peu)

- *L'Etat fait son grand retour aux Etats-Unis*
- *Le pays risque de perdre (un peu) de sa compétitivité, de son attrait relatif. Est-ce à dire que la prime dont bénéficient les actions américaines risque de se dégonfler progressivement ?*

- *Les marchés financiers ne s'en soucient manifestement pas pour le moment. Jusqu'à quand ?*

Devises. La touche Yellen

Le premier rapport du Trésor de la nouvelle administration américaine a été récemment publié. Les différences avec la précédente administration sont assez claires. Les calculs du Trésor ont révélé que trois pays remplissaient tous les critères pour être qualifiés de manipulateurs monétaires : la Suisse, le Vietnam et Taïwan. Les deux premiers l'étaient déjà en décembre 2020, mais le Trésor les a retirés de la liste et s'est abstenu d'ajouter Taïwan.

Premièrement, il y a effectivement un changement de ton. La décision d'abandonner ou de ne pas qualifier les manipulateurs a été combinée avec un examen des critères de détermination. Premièrement, le Trésor n'a pas trouvé de preuves suffisantes pour déterminer qu'un pays a manipulé sa devise. Il poursuivra ou entamera des pourparlers bilatéraux avec les autorités monétaires des trois pays. Les implications pour ces pays n'ont pas sensiblement changé. Ils devront encore prouver qu'ils ne manipulent pas leurs devises à des fins concurrentielles. Cela n'est pas particulièrement problématique pour la Suisse, qui a explicitement utilisé l'intervention sur le marché des changes comme un outil de politique monétaire. Pour les 2 pays tournés vers l'exportation, ce sera plus difficile.

Ensuite, le Trésor a signalé une rupture avec l'administration précédente en passant à une approche de labellisation plus graduelle. D'un point de vue prospectif, le rapport signale une transition vers l'abandon d'une approche quantitative et équilibrée. Le Trésor n'accordera plus le même poids aux trois critères et se concentrera davantage sur l'interventionnisme monétaire plutôt que sur le compte courant et les données commerciales. À titre d'illustration, l'intervention sur le marché des changes a été mentionnée dans la première colonne, plutôt que dans la troisième comme dans les précédents rapports, indiquant un poids plus important à l'avenir.

Enfin, ce rapport a peut-être véhiculé un message qui contraste avec la promesse de la secrétaire Yellen de lutter contre les mauvaises pratiques en matière de change. En

effet, le fait de ne pas utiliser le label de manipulateur peut être vu par certains partenaires comme une transition vers une approche plus molle de la nouvelle administration. Cela peut finalement amener certains pays à se sentir plus à l'aise lorsqu'ils interviennent pour freiner l'appréciation de leur monnaie à des fins concurrentielles.

- *Ne nous méprenons pas sur le rapport, la nouvelle administration confirmera sous peu qu'elle est déterminée à lutter contre la manipulation monétaire*
- *Cette nouvelle approche rend les pays asiatiques encore plus facilement attaquables*

Obligations. La surprise pourrait venir du Royaume-Uni

Alors que l'économie britannique commence à sortir de la pandémie, la Banque d'Angleterre pourrait être plus optimiste lors de sa réunion du 6 mai. Les perspectives de la BoE sont déjà plus optimistes que celles de la plupart des prévisionnistes. Les nouvelles récentes soutiennent ce point de vue. L'impact sur le PIB du T1 des confinements et de l'accord commercial avec l'UE a été beaucoup plus modeste qu'attendu. Plus important encore, le plan de réouverture devrait engendrer un rebond plus net au T2 que ce que la Banque avait précédemment prévu.

Une perspective plus optimiste signifie que de nouvelles mesures de relance semblent peu probables. Le comité pourrait décider de réduire le rythme de ses achats d'obligations. La Banque a encore 110 milliards de livres de Gilt à acheter cette année, net des maturités. Et au rythme hebdomadaire actuel de 4,4 milliards de livres, la BoE atteindra son niveau cible de 875 milliards bien avant la fin de l'année. Après ce que la Banque du Canada vient de faire, il ne serait pas surprenant que la BoE l'imitte.

Quel mélange entre hausses des taux d'intérêt et réduction du bilan ? Il est clair qu'avec le gouverneur Bailey la 2^{ème} solution fera partie du processus. La BoE a déjà annoncé qu'elle révisait sa position sur l'avenir de son bilan. On suivra de près cela. Nous pourrions également avoir plus d'informations sur le nouveau mandat vert de la Banque. Dans le cadre de son nouvel objectif de soutien à la transition zéro carbone, la BoE a indiqué qu'elle apporterait des modifications à ses achats d'obligations d'entreprise lorsque la prochaine série de réinvestissements interviendra dans l'année. Le moyen le plus évident de verdir serait de cibler progressivement une plus grande proportion d'émetteurs ayant une note ESG élevée ou des obligations vertes.

Différentiel de taux US/UK à 10 ans



Source : Bloomberg

Ces meilleurs développements économiques sont également visibles dans les performances récentes des obligations britanniques. Le récent resserrement du différentiel avec les bons du Trésor américain est un signe clair que le marché des obligations d'État se prépare à une réduction du soutien des banques centrales dans les mois à venir. Ce n'est que le début et le différentiel est encore loin de ses niveaux d'avant Brexit. En temps normal, le spread est proche de 0,0% alors qu'il se négocie toujours à 0,8% (les taux US sont supérieurs à ceux du Royaume-Uni). Le fait que la réduction du bilan puisse se produire plus tôt dans le cycle a maintenu la courbe relativement pentue.

- *Il existe un risque que les marchés britanniques dégainent et anticipent un resserrement monétaire plus précoce*
- *Si la BoE ne fait que clarifier sa stratégie de sortie, une pression baissière va s'accumuler sur les maturités moyennes. Privilégier la durée américaine ou européenne à celle du Royaume-Uni*

Actions. Alignement des planètes pour la chimie

Le secteur de la chimie est scindé en 4 segments : la chimie lourde, les fertilisants et l'agriculture, les gaz industriels et les spécialités chimiques. On y retrouve la pétrochimie (composés chimiques synthétiques à base de pétrole, de méthane et d'éthane), la chimie phytosanitaire (santé des plantes, fertilisants pour l'agriculture), la chimie pharmaceutique, la fabrication de polymère (plastique), de peinture et l'oléochimie (transformations physico-chimiques appliquées aux huiles et aux graisses animales et végétales).

Les producteurs chimiques bénéficient d'un environnement favorable, lorsque les volumes (croissance économique) et les prix (hausse des coûts de production passée sur les clients) augmentent ensemble. Cela semble être le cas aujourd'hui. La demande est forte pour de nombreux produits et l'offre souvent déficitaire, liée à une

demande post-Covid qui repart plus rapidement que dans un cycle normal, aux stocks bas et aux disruptions dans les chaînes de production. Les prix des matières premières (métaux industriels, énergie, bois, agriculture) et des produits semi-finis (plastique, acier, aluminium) sont en forte hausse, mais dans la situation actuelle, les producteurs arrivent à transférer la hausse des coûts de production sur les clients. Les stocks de polyéthylène, produit utilisé pour produire le plastique, sont au plus bas depuis 5 ans.

*Marge d'exploitation S&P 500 Chemicals.
Les marges opérationnelles devraient s'améliorer*



Source : Bloomberg

Après 9 années difficiles, le secteur des fertilisants connaît un boom grâce à une conjonction de facteurs favorables : les agriculteurs ont profité de taux d'intérêt bas pour s'endetter, les gouvernements soutiennent l'agriculture durant la pandémie, la météo a été favorable et la demande augmente. Akzo Nobel, le plus grand producteur européen de peintures, a vu le prix de sa matière première augmenter et ses coûts de production monter à cause du gel au Texas en février et des disruptions de ses fournisseurs, mais il a averti ses clients que ses prix allaient augmenter.

Les sociétés de la chimie ont annoncé de solides résultats avec des perspectives très positives pour 2021. Les volumes augmentent dans toutes les régions, en particulier en Chine et en Amérique du Nord, et dans tous les segments.

- *Surpondérer le secteur de la Chimie*
- *Nos recommandations : Dow \$75, Dupont de Nemours \$90, Lyondellbasell \$120, BASF €90, Nutrien \$65*

ISIN	Code	SOCIETES	SEGMENTS	COURS 03.05.2021	PERF 2021	BLOOMBER	CAP.	PER 21	PER 22	RDT DIVIDENDES %
						G OBJECTIFS DE PRIX	BOURSIERES USD			
DE000BASF111	bas gr equity	BASF SE	Diversified Chemicals	66.5	7.7	76.2	73 543 514 291	14.3	13.7	5.08
US8243481061	shw us equity	SHERWIN-WILLIAMS CO/THE	Specialty Chemicals	273.9	12.1	296.8	72 835 616 952	29.5	26.7	0.78
JP3371200001	4063 jp equity	SHIN-ETSU CHEMICAL CO LTD	Specialty Chemicals	18450.0	3.0	21242.5	70 333 289 395	21.7	19.7	1.46
US2605571031	dow us equity	DOW INC	Commodity Chemicals	62.5	13.9	66.2	46 576 553 625	10.6	12.3	4.48
CH0418792922	sika sw equity	SIKA AG-REG	Specialty Chemicals	273.4	14.1	305.3	42 475 311 301	40.2	35.1	1.10
US26614N1028	dd us equity	DUPONT DE NEMOURS INC	Specialty Chemicals	77.1	8.9	84.6	41 217 242 953	22.4	18.9	1.58
US6935061076	ppg us equity	PPG INDUSTRIES INC	Specialty Chemicals	171.2	19.2	178.5	40 599 493 492	21.7	19.7	1.30
NL0009434992	lyb us equity	LYONDELLBASELL INDU-CL A	Commodity Chemicals	103.7	14.3	116.8	34 685 880 018	7.7	8.5	4.09
CA67077M1086	ntr us equity	NUTRIEN LTD	Fertilizers & Agricultural Che	55.2	15.6	63.5	31 469 954 583	19.7	18.5	3.32
NL0000009827	dsm na equity	KONINKLIJKE DSM NV	Specialty Chemicals	149.6	6.3	152.5	31 503 099 755	30.3	27.2	1.68
NL0013267909	akza na equity	AKZO NOBEL N.V.	Specialty Chemicals	100.2	15.7	107.4	23 023 773 820	21.1	18.7	2.12
CH0016440353	emsn sw equity	EMS-CHEMIE HOLDING AG-REG	Specialty Chemicals	848.0	-0.6	845.9	21 733 394 872	38.1	35.1	2.30
US0126531013	alb us equity	ALBEMARLE CORP	Specialty Chemicals	168.2	14.3	157.6	19 628 479 345	47.3	33.4	0.91
US1508701034	ce us equity	CELANESE CORP	Specialty Chemicals	156.7	21.7	171.5	17 643 890 524	12.0	12.4	1.89
BE0974320526	umi bb equity	UMICORE	Specialty Chemicals	50.1	28.7	47.8	14 866 885 652	20.4	21.7	1.73
US8336351056	sqm us equity	QUIMICA Y MINERA CHIL-SP ADR	Fertilizers & Agricultural Che	52.7	8.2	58.4	14 646 040 901	44.3	31.8	1.55
NO0010208051	yar no equity	YARA INTERNATIONAL ASA	Fertilizers & Agricultural Che	431.8	21.3	439.3	13 913 631 630	13.0	13.0	5.14
BE0003470755	solb bb equity	SOLVAY SA	Diversified Chemicals	105.2	10.2	112.4	13 412 924 392	15.6	13.2	3.61
US61945C1036	mos us equity	MOAIC CO/THE	Fertilizers & Agricultural Che	35.2	53.1	35.7	13 357 260 570	13.7	14.6	0.63
DE0006062144	1cov gr equity	COVESTRO AG	Specialty Chemicals	54.8	11.0	67.3	12 746 340 321	9.5	9.9	3.91
JP3684000007	6988 jp equity	NITTO DENKO CORP	Specialty Chemicals	9060.0	-0.8	9954.5	12 413 644 627	17.7	16.5	2.28
JP3621000003	3402 jp equity	TORAY INDUSTRIES INC	Commodity Chemicals	679.2	11.9	785.5	10 138 171 719	26.7	15.0	1.33
FR0010313833	ake fp equity	ARKEMA	Diversified Chemicals	103.2	10.3	108.4	9 536 434 963	16.1	15.0	2.51
GB00B248QC70	jmat ln equity	JOHNSON MATTHEY PLC	Specialty Chemicals	3250.0	34.0	3156.3	8 698 843 845	18.2	14.3	1.75
CH0012142631	cln sw equity	CLARIANT AG-REG	Specialty Chemicals	18.8	0.0	19.6	6 845 382 155	25.3	21.6	2.70
DE0005790406	fpe gy equity	FUCHS PETROLUB SE	Commodity Chemicals	35.8	-5.4	41.0	6 658 495 951	20.8	18.6	2.84
DE0005470405	lxs gr equity	LANXESS AG	Diversified Chemicals	61.0	-2.8	69.2	6 426 787 537	15.2	12.7	1.77
US1638511089	cc us equity	CHEMOURS CO/THE	Diversified Chemicals	30.2	23.1	31.9	4 988 880 846	10.6	8.5	3.41
DE000KSAAG888	sdf gr equity	K+S AG-REG	Fertilizers & Agricultural Che	9.3	19.9	9.4	2 152 869 765	109.8	24.0	0.48

Actions. Immunisation pour les FAAAN, mais la suite de 2021 pourrait être moins flamboyante

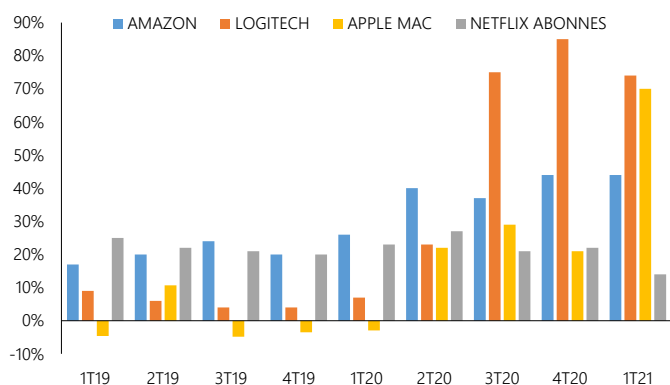
Les FAAAN ont publié de fabuleux résultats pour le 1^{er} trimestre 2021, bien au-dessus des estimations. Apple a annoncé un programme de rachats d'actions de \$90 milliards, portant à \$422 milliards les rachats d'actions depuis 2012 ; à fin mars 2021, les liquidités d'Apple s'élevaient à \$204 milliards. Les FAAAN continuent de profiter du changement de comportement des individus et des entreprises, imposé par la pandémie, favorisant le télétravail, les réseaux sociaux, l'accélération de la digitalisation de l'économie et les séjours plus longs à la maison. Malgré une accélération de la vaccination dans les pays développés, les contraintes/confinements perdurent et la situation globale reste alarmante.

Progression 1T21 vs 1T20

	Revenus	Profit net
F acebook	48%	94%
A lphabet	34%	162%
A amazon	44%	220%
A pple	54%	110%
N etflix	24%	141%

Mais le reste de l'année devrait être moins impressionnant. Au 2^{ème} trimestre 2021, on commencera à avoir un effet de base comparatif négatif, et très négatif aux trois suivants.

Progression trimestrielle des revenus



Apple enregistrait une croissance nulle des ventes de Mac avant la pandémie. Elles ont explosé avec le télétravail et les confinements. On doute de retrouver de tels taux de progression après la pandémie ou lorsque les ménages et

les entreprises seront bien équipés. A notre avis, au 2^{ème} semestre 2021, on devrait voir des reculs des ventes (effet de base). Le cas de Logitech est encore plus frappant : on passe d'une croissance des ventes trimestrielles de moins de 10% avant la pandémie à 70%-80% aux 3T20, 4T20 et 1T21 ; il semble évident que dès le 3T20 les ventes reculeront par rapport à la même période une année auparavant.

L'effet de base comparatif négatif s'est vu au 1T21 chez Netflix avec une progression du nombre d'abonnés de 13.6%, alors que le rythme tournait autour des 23% les précédents trimestres. Mais il n'y a pas eu de bond significatif du nombre d'abonnés en 2020 avec la pandémie, car la concurrence dans la TV en streaming s'est considérablement renforcée et ça continue ; sans l'arrivée de la concurrence, Netflix aurait probablement enregistré en 2020 un nombre beaucoup plus élevé de nouveaux abonnés. Netflix a perdu plus de 30% de parts de marché en 2020.

2020, l'avènement de la TV en streaming

		Abonnés (millions)
Netflix	Netflix	208
Disney+	Walt Disney	100
Amazon Prime Video	Amazon	100
HBO Max	AT&T	40
Hulu	Walt Disney	40
Peacock	Comcast NBCUniversal	33
Apple TV Plus	Apple	33
Paramount Plus	ViacomCBS	30
EPSON+	Walt Disney	12
Discovery Plus	Discovery	11
YouTube TV	Alphabet	3
Sling TV	Dish Network	3
Crunchyroll	Sony	3
Twitch	Amazon	

Malgré des objectifs de cours relativement élevés, nous sommes neutres sur les FAAAN, car nous ne sommes pas à l'aise en raison de facteurs négatifs que nous n'arrivons pas encore à quantifier :

1. La hausse des impôts aux US et le projet des Etats-Unis d'imposer un taux minimal mondial d'imposition de 21%.
2. L'impact des nouvelles règles de confidentialité qui pourraient affecter les revenus publicitaires de Facebook (la quasi-totalité des revenus) et Alphabet

(25% des revenus totaux). Les nouvelles règles de confidentialité d'Apple pourraient être dommageables à Facebook et Alphabet. Les utilisateurs d'iPhone ont dorénavant le choix entre accepter ou refuser d'être suivis à la trace pour chaque application mobile, ce qui aura un impact sur l'écosystème publicitaire de Facebook et Google en remettant en question la publicité ciblée et la monétisation des données personnelles.

3. Les commissions prélevées (30%) par AppStore et Google Store sur les applications sont attaquées par Epic Games.
 4. La volonté des Démocrates et des Etats américains de vouloir casser les positions monopolistiques d'Apple, Amazon, Alphabet et Facebook.
- *Positionnement neutre sur les FAAN*
 - *Objectifs de cours : Apple \$160, Amazon \$4'400, Netflix \$550, Alphabet \$2'800, Facebook \$380*



Contact en Suisse

Rue François-Bonivard 12 ♦ 1201 Genève
t +41 22 906 81 81 ♦ f +41 22 906 81 82

Rue Pré-Fleuri 5 ♦ 1950 Sion
t +41 27 329 00 30 ♦ f +41 27 329 00 32

Schauplatzgasse 9 ♦ 3011 Berne
t +41 58 404 29 41

Seidengasse 13 ♦ 8001 Zurich
t +41 43 322 15 80

Chemin du Midi 8 ♦ 1260 Nyon
t +41 22 906 81 50 ♦ f +41 22 906 81 51

Rue du Centre Sportif 22 ♦ 1936 Verbier
t +41 27 329 06 83

info@pleion.ch ♦ www.pleion.ch

Contact à Monaco

11 avenue de la Costa ♦ 98000 Monaco
t +377 92 00 25 00

contact@pleion.mc ♦ www.pleion.mc

Contact à l'île Maurice

Suite 301 ♦ Grand Baie Business Quarter (GBBQ)
Chemin Vingt Pieds ♦ Grand Bay 30529
République de Maurice
t + 230 263 46 46 ♦ f +230 263 47 47

info@pleion.mu ♦ www.pleion.mu

Disclaimer - Ce document est uniquement à titre d'information et ne peut en aucun cas être utilisé ou considéré comme une offre ou une incitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers. Bien que toutes les informations et opinions contenues dans ce document ont été compilés à partir de sources jugées fiables et dignes de foi, aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. L'analyse contenue dans ce document s'appuie sur de nombreuses hypothèses et différentes hypothèses peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Ce document a été préparé uniquement pour les investisseurs professionnels, qui sont censés prendre leurs propres décisions d'investissement sans se fier indûment à son contenu. Ce document ne peut pas être reproduit, distribué ou publié sans autorisation préalable de PLEION SA.