Perspectives d'investissement 2019

OPPORTUNITÉS ET MENACES DANS UN MONDE DÉSYNCHRONISÉ

UBP

Union Bancaire Privée

Gérer les risques induits par la fragmentation de l'économie globale

MICHAËL LOK
CIO Groupe et Co-CEO
Asset Management

Début 2018, les investisseurs avaient toutes les raisons de s'enthousiasmer: la poursuite de la croissance globale synchronisée dans le sillage de 2017 venait confirmer que la crise était derrière nous. Cependant, même si les marchés financiers sont restés attractifs, les investisseurs ont rapidement dû se faire à l'idée que les performances seraient désormais plus modestes et que la volatilité ferait son grand retour vu le contexte ambiant – normalisation des politiques monétaires, valorisations actions proches des plus hauts historiques, rendements obligataires près de leurs plus bas, et spreads de crédit extrêmement tendus. Bien qu'un certain nombre de signaux laissent envisager une bonne tenue des marchés en 2019, le paysage s'annonce très contrasté, et la fragmentation de l'économie globale sera, selon nous, le thème dominant de l'année à venir.

Les Etats-Unis conservent leur avance dans le cycle économique et monétaire, comme en atteste la vigueur du dollar. L'Europe est enfin parvenue à s'extirper de sa déflation post-crise, mais la reprise reste timide et le continent apparaît morcelé. Quant aux marchés émergents, ils ont connu une profonde dislocation, avec l'Asie qui maintient le cap, alors que l'Amérique latine, l'Europe de l'Est et le Moyen-Orient sont tous marqués par une forte dispersion.

Exacerbée par un climat géopolitique très tendu, en particulier en Europe et au Moyen-Orient, cette fragmentation a pour effet d'altérer la visibilité et s'accompagne d'une montée des risques. Par ailleurs, le resserrement opéré par les banques centrales devrait mettre sous pression les rendements de long terme, tandis que de nouvelles mesures tarifaires pourraient encore peser sur la Chine, mais également sur les constructeurs automobiles européens et japonais.

La gestion des risques occupant une place centrale dans notre approche d'investissement, nous avons veillé à privilégier une exposition de duration courte («short duration») pour contrer le mouvement de «sell-off» sur les obligations tout au long de l'année. Nous avons en outre effectué une rotation en faveur de solutions de crédit hors dettes d'entreprises afin de nous prémunir contre la volatilité sur les marchés obligataires. Pour 2019, nous entendons maintenir notre exposition de «short duration» sur les Etats-Unis. En ce qui concerne l'Europe, les investisseurs ont tout intérêt à se montrer prudents, même si, avec trois ans de décalage, ses marchés obligataires devraient logiquement faire l'objet d'un repricing et d'une pentification des courbes de taux.

Compte tenu des perspectives de performances modestes sur les diverses classes d'actifs pour 2019, nous encourageons les investisseurs à opérer un repositionnement tactique du côté des produits structurés et des stratégies de hedge funds, de façon à contenir le risque baissier en cette période de volatilité accrue.

Les entreprises sont confrontées à une pression toujours plus forte sur les coûts et à une croissance des bénéfices plus limitée. L'exposition aux actions à capital garanti offre une réelle protection face à l'accentuation des incertitudes. Nous nous sommes désormais désengagés du secteur de l'énergie, pour nous concentrer sur les entreprises les plus innovantes dans les secteurs de la technologie et de la santé. D'un point de vue stratégique, les investisseurs ont aujourd'hui l'opportunité de réorienter leurs préférences tout en allongeant leur horizon d'investissement, pour s'appuyer plus largement sur les tendances séculaires et l'analyse des sociétés en vue d'ajouter de la valeur. A cet égard, l'impact investing, un segment porteur de l'investissement responsable, devrait encore connaître une forte expansion, d'autant plus que la génération des Millennials commence à investir.

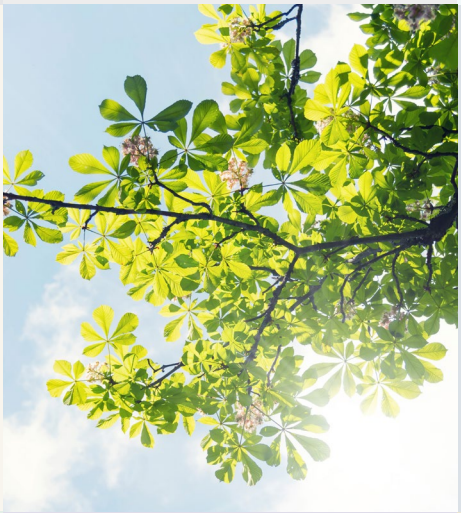
Nous reviendrons sur ces différentes thématiques dans les pages qui suivent, et comme toujours, nous aurons à cœur de pouvoir vous accompagner et vous aider à développer un portefeuille d'investissement qui réponde spécifiquement à vos attentes.

SOMMAIRE

6
PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES
Un monde désynchronisé

8
INFLATION ET TAUX D'INTÉRÊT
Une spirale «salaires-inflation»

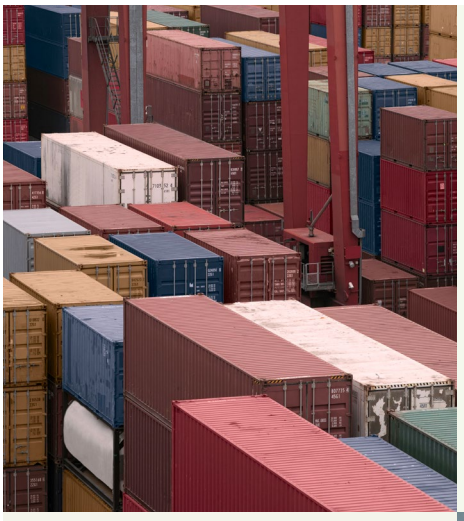
10
DYNAMIQUE DE LA DETTE
Dette publique vs dette privée



11
IMPACT INVESTING
Allier performance financière et impact sociétal

12
ACTIONS
Un écart de performance entre régions qui se réduit

14
FOCUS SECTORIEL
Santé: l'innovation comme source d'opportunités



15

MATIÈRES PREMIÈRES

Se concentrer davantage sur les métaux industriels par rapport au pétrole

16

DEVISES

Les vents contraires sur l'économie et la géopolitique favorisent toujours le dollar

18

CHINE

Une nouvelle «guerre froide»

20

GUERRE COMMERCIALE

Les risques de guerre commerciale se tournent vers l'Europe, après la Chine

21

EUROPE

Les tergiversations se poursuivent en Italie

22

BREXIT

Accord ou désaccord ?

UN MONDE DÉSYNCHRONISÉ

La croissance mondiale devrait ralentir et offrir des contrastes plus marqués entre les régions en 2019. Les Etats-Unis continueront probablement à conduire le cycle, tandis que la Chine mobilisera ses forces pour rester dans la course au leadership mondial. Les autres régions vont devoir s'adapter et ajuster leur stratégie autour de ces deux pôles économiques et politiques.

Après deux années de solide croissance, l'activité globale devrait se modérer en 2019. Depuis 2016, la croissance avait gagné l'ensemble des régions du monde et, en 2017, une activité forte et synchronisée s'était mise en place. A l'aube de 2019, un nouveau chapitre s'ouvre, après une année 2018 ponctuée de nombreux risques, et qui ressort finalement comme une période de transition vers un cycle affichant une maturité avancée dans toutes les régions.

En 2019, la croissance mondiale devrait revenir à 3,5%, après un rythme de 3,7% en 2018, soit une prévision légèrement en dessous des projections du FMI, qui table encore sur une hausse de 3,7% pour l'année à venir. Un ralentissement est attendu dans toutes les régions, et la croissance devrait être de moins en moins synchronisée entre les diverses zones. Cette divergence de rythme sera notamment alimentée par la montée des risques politiques propres à chacun des pays, par la force relative de leur demande domestique, mais également par la révision du cadre des échanges mondiaux et le retour des contraintes monétaires.

Un dynamisme américain qui ne se retrouve pas dans les autres régions.

Cet essoufflement devrait aussi marquer un retour progressif de la croissance vers son potentiel – représenté par l'augmentation de la population active et des gains de productivité –, et ce mouvement nourrit les disparités accrues attendues entre les pays. Depuis 2016, toutes les régions ont affiché une activité supérieure à leur potentiel, bénéficiant soit de politiques de relance locales, soit du rebond du commerce mondial et d'une orientation favorable des cours des matières premières. Cependant, pour tenir de tels rythmes, il faut que les politiques économiques soient adaptées et que tous les moteurs de la croissance fonctionnent à plein. Or, les rythmes d'investissement et de consommation se sont infléchis en dehors des Etats-Unis, et le commerce mondial n'est plus en expansion vu la remise en cause de la globalisation.

CROISSANCE DU PIB 2019

6%	2,6%	1,8%	1%
CHINE	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	JAPON
Ralentissement/Rebond	Solidité	Ralentissement	Stabilité
↘↗	↗	↘	→

↗ : tendance de la demande domestique

Source: UBP

Les Etats-Unis devraient continuer à dominer le cycle

Si les perspectives de croissance ralentissent dans le monde entier, l'économie américaine devrait conserver un rythme supérieur à celui des autres pays développés, avec 2,6% attendu en 2019, et après quasiment 3% en 2018. L'investissement et la demande domestique devraient continuer à être soutenus par la réforme fiscale en faveur des entreprises, ainsi que des taux d'intérêt encore bas, sans oublier les mesures incitant les sociétés à créer des emplois localement. Les projets de travaux d'infrastructures présentés au début du mandat de Donald Trump pourraient être réactualisés en 2019, et ils constitueraient un nouveau soutien à la demande de la part du secteur public.

Ce dynamisme ne devrait pas se retrouver dans les autres régions du monde, où un ralentissement notable est attendu. En zone euro, l'activité passerait ainsi de 2,5% en 2017 à 2,1% en 2018, pour revenir sous la barre des 2% en 2019, à 1,8%. L'Europe est affectée par la montée des tensions avec les Etats-Unis et, après la hausse des droits de douane sur l'acier, il n'est pas certain que les automobiles européennes puissent passer au travers d'un réexamen de ces mesures tarifaires. Par ailleurs, le Vieux Continent a également mis du temps à reconstruire le capital détruit lors de la crise financière, et sa croissance potentielle reste modérée, tandis que des économies comme la Grèce et l'Italie accusent encore des fragilités structurelles et ont peu de latitude sur le volet budgétaire. En dépit de la volonté politique du nouveau président français, le projet européen n'a pas été significativement redéfini, et il subit désormais les assauts de gouvernements ouvertement opposés à la politique budgétaire prônée par la Commission et à certains fondamentaux comme la circulation des personnes, alors que les négociations sur le Brexit piétinent malgré un départ du Royaume-Uni de l'UE fixé à mars 2019 (cf. p. 22).

Au Japon, la stabilité politique devrait aider le gouvernement à finaliser la transformation de l'économie et de la société, mais la croissance potentielle demeure inférieure à 1% en raison d'une population vieillissante et d'un investissement public moins porteur que par le passé. La consommation devrait afficher une hausse modérée et, malgré le dynamisme de l'investissement privé et les efforts déployés en matière d'automatisation et de robotisation, la croissance pourrait rester proche de 1% en 2019.

La Chine, un partenaire ou un adversaire commercial ?

En 2019, la croissance chinoise devrait se stabiliser autour de 6%. La fin d'année a assisté à une modération de l'activité, mais elle n'est pas encore imputable aux contraintes sur les exportations en direction des Etats-Unis. En 2018, ces derniers ont relevé les droits de douane sur la quasi-totalité des biens exportés vers leur territoire, et la Chine a répliqué en ciblant à son tour des produits américains, ce qui a alimenté une escalade dangereuse pour le commerce mondial (cf. p. 20). Face à ces menaces et pour pallier le ralentissement, Pékin a assoupli sa politique économique en soutenant certains secteurs comme l'immobilier et en favorisant le financement de segments stratégiques. Ce face-à-face commercial pourrait perdurer, et conduire ainsi la Chine à lancer d'autres mesures de relance domestique.

Selon notre analyse de la croissance globale, une détente reste possible dans la guerre commerciale qui oppose les Etats-Unis à la Chine. Cependant, même si des compromis sont trouvés pour aboutir à une forme d'équilibre, il se peut que la situation s'envenime à nouveau de temps à autre, comme ce fut le cas lors du conflit commercial avec le Japon dans les années 1980 (cf. p. 18).

Les perspectives de croissance dans les autres pays émergents se sont aussi modérées au moment des tensions observées sur certaines devises en 2018, et vu les resserrements monétaires ou budgétaires qui ont suivi. Un ralentissement prononcé guette les pays les plus en crise tels que l'Argentine et la Turquie, alors que des politiques économiques plus rigoureuses, voire contraignantes, ont été mises en place dans d'autres pays, comme en Indonésie et en Inde, ce qui devrait se traduire par une activité modeste en début d'année prochaine mais susceptible de reprendre de la vigueur par la suite. Les disparités au sein des pays émergents seraient donc importantes: l'activité en Asie devrait être encore dynamique étant donné la stabilisation attendue de la croissance chinoise, tandis que les espoirs de rebond en Amérique latine reposent sur les politiques économiques qui seront menées au Brésil et en Argentine en 2019.

UNE SPIRALE «SALAIRES-INFLATION»

En dépit d'une croissance forte, l'inflation et la progression des salaires sont restées encore modérées, mais les tensions sur le marché du travail commencent à faire monter la pression sur les salaires, et pas uniquement aux Etats-Unis. Les banques centrales pourraient adopter une politique beaucoup plus contraignante si jamais une «spirale salaires-inflation» réapparaissait.

Après plusieurs années durant lesquelles la déflation apparaissait comme le risque le plus important, 2018 marque un tournant, et les marchés ont le regard rivé sur les signes de surchauffe avec un cycle qui arrive à maturité dans de nombreux pays.

En cette fin d'année, l'inflation est revenue en ligne avec les objectifs des grandes banques centrales, à l'exception toutefois du Japon. Cette remontée de l'inflation a été largement provoquée par le rebond des cours des matières premières et la volatilité des devises. L'inflation a ainsi atteint près de 3% aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, et elle a dépassé 2% en zone euro et en Allemagne. Selon notre scénario, cette inflation devrait normalement se stabiliser l'année prochaine entre 2% et 2,5% aux Etats-Unis, et autour de 2% dans les pays européens, en l'absence de nouveaux chocs sur les devises et les matières premières. Au sein des pays émergents, l'inflation devrait mécaniquement remonter dans les pays qui ont vu leur devise se déprécier fortement en 2018, mais ces effets devraient se réduire progressivement, en raison notamment de la mise en place de politiques économiques plus contraignantes pour la demande.

Les marchés financiers ont relativement bien absorbé ce changement de régime d'inflation observé entre 2015 et 2018, et les projections d'inflation de moyen terme extraites des marchés obligataires se sont calées sur une inflation qui fluctuerait autour de 2% aux Etats-Unis et en Europe.

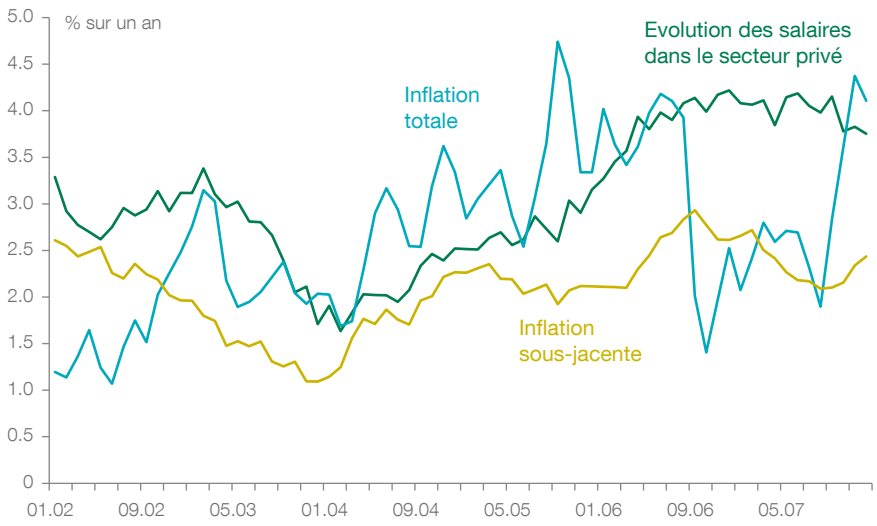
Compte tenu de l'avancée dans le cycle de plusieurs économies développées, le risque majeur auquel pourraient être confrontés les économies, les banques centrales et les marchés obligataires serait une accélération de l'inflation provoquée par celle des salaires. Cela obligerait les banques centrales, et la Fed en tout premier lieu, à revoir leur stratégie basée sur une normalisation progressive des taux directeurs pour adopter un scénario de hausse des taux plus sévère.

Un marché du travail sous tension et des salaires à la hausse

Avec la maturité de la croissance aux Etats-Unis, le marché du travail est devenu beaucoup plus tendu, et des goulots d'étranglement sont apparus en termes de main-d'œuvre pour les travailleurs les plus qualifiés comme pour les moins spécialisés. Certains grands noms de la distribution ont été ainsi contraints de relever significativement les salaires de base, et les tensions pourraient s'accroître si la politique économique américaine joue la carte d'une nouvelle relance. L'insuffisance de main-d'œuvre qualifiée gagne désormais d'autres pays. Au Japon, les salaires de base commencent à augmenter plus significativement, sous l'effet de l'incitation gouvernementale. L'Allemagne connaît également des problèmes de main-d'œuvre, tout comme le Royaume-Uni, qui voit son immigration se tarir en raison du Brexit.

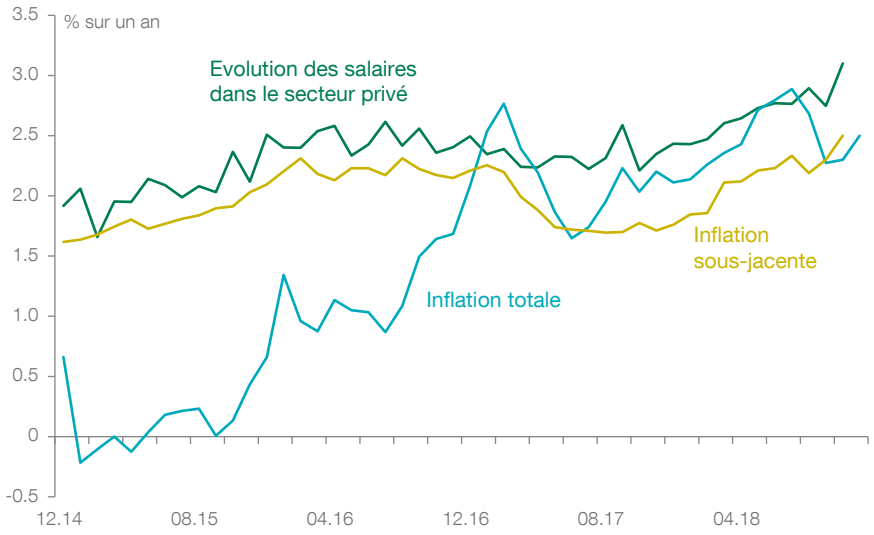
Salaires et inflation pourraient être de nouveau fortement corrélés.

CROISSANCE DES SALAIRES ET INFLATION AUX ÉTATS-UNIS
2002-2007



Sources: Fed, BLS

CROISSANCE DES SALAIRES ET INFLATION AUX ÉTATS-UNIS
2015-2018



Sources: Fed, BLS

Ces tensions salariales pourraient être plus visibles au travers d'une remontée plus prononcée qu'attendu des indices de prix sous-jacents, à savoir ceux hors prix des biens alimentaires et de l'énergie. Le rebond de ces indices n'a suivi qu'avec un certain retard celui des indices globaux, mais compte tenu d'une demande soutenue et de la baisse du taux de chômage, ces prix devraient être plus élevés en 2019. Le risque est que la relation entre inflation sous-jacente et salaires se réactive comme sur la période 2005-2007, durant laquelle la forte remontée des salaires avait alimenté le rebond des prix sous-jacents, obligeant ainsi les banques centrales à modifier leur stratégie.

Un changement de rythme sur la normalisation des taux américains constituerait un choc important car les marchés monétaires tardent à retenir le scénario implicite de la Fed, qui prévoit trois étapes de relèvement des taux directeurs en 2019. En cas de «spirale salaires-inflation», la Fed pourrait opter pour quatre hausses de taux, voire plus, avec la possibilité d'adopter un rythme accru de 50 points de base (pb), au lieu de 25 pb. Dans un tel scénario, les taux longs obligataires seraient voués à remonter fortement, et la courbe des taux se pentifierait.

En zone euro, si l'inflation salariale accélérait, l'Allemagne plaiderait en faveur d'un ajustement plus volontaire que celui évoqué par Mario Draghi (aucune hausse de taux avant le troisième trimestre 2019). Cependant, le changement de gouverneur à la tête de la BCE en 2019 pourrait être déterminant et tourner la page du fameux «whatever it takes» prononcé en 2012 par Mario Draghi, lequel avait lancé la phase d'assouplissement quantitatif (QE). La Banque d'Angleterre restera, quant à elle, vigilante vis-à-vis de l'inflation et surveillera l'impact, sur le marché du travail, des changements profonds liés à la sortie du Royaume-Uni de l'UE, avec la possibilité de resserrer encore ses taux directeurs. Globalement, étant donné le risque d'une «spirale salaires-inflation», la croissance et les marchés financiers pourraient se retrouver face à un resserrement monétaire beaucoup plus contraignant qu'attendu, d'autant que la liquidité devrait être de moins en moins disponible en raison de la réduction programmée du bilan de la Fed et de la fin de l'assouplissement monétaire en zone euro.

DETTE PUBLIQUE VS DETTE PRIVÉE

L'accumulation de dette a constamment augmenté depuis la crise financière, alors que les banques centrales viennent d'enclencher un cycle de resserrement monétaire et que la liquidité commence à se tarir. Les taux longs et les spreads de crédit ne reflètent pas encore de risques majeurs, mais les marchés pourraient apparaître un peu trop complaisants quant à l'appréciation des risques.

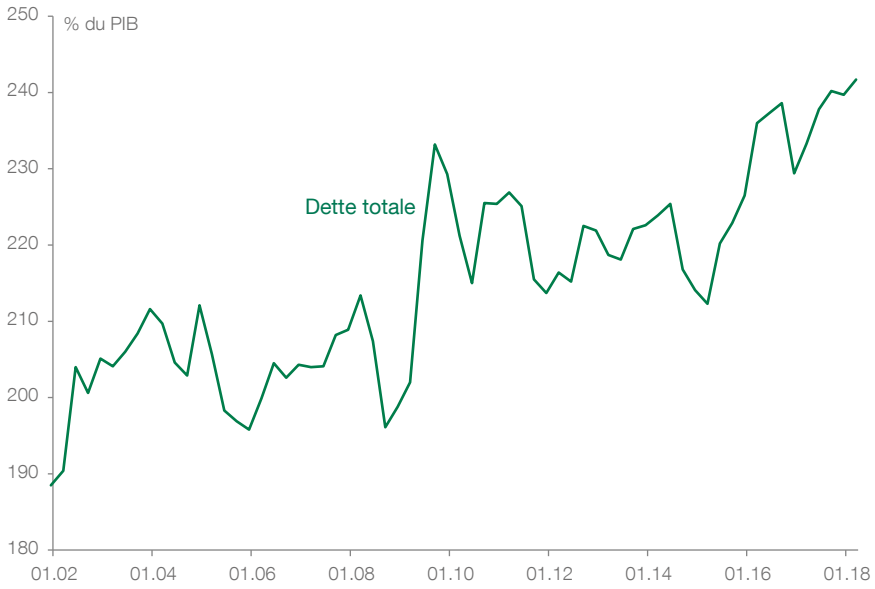
A l'heure où se profile un régime monétaire moins accommodant, il est frappant de constater que le stock de dette mondial n'a cessé d'augmenter en termes agrégés. La période de taux faibles et de liquidités abondantes a encouragé l'endettement et le recours au levier financier, ce qui – dix ans après la crise – se traduit par une progression rapide de la dette totale par rapport à la croissance. Plus spécifiquement, les grandes places financières ont vu la dette de leurs agents augmenter plus rapidement que dans les autres pays, avec pour conséquence une accentuation des disparités, ainsi que des vulnérabilités réparties différemment d'un pays et d'un secteur à l'autre.

Aux Etats-Unis, la forte progression de la dette publique ressort comme le premier souci du FMI, loin devant celle des entreprises, dont le levier est, et devrait rester, contenu tant qu'elles bénéficient d'une profitabilité élevée. L'endettement des ménages est modérément reparti à la hausse, mais le service de la dette ne pose pas problème étant donné l'augmentation des revenus. En zone euro, la principale vulnérabilité provient de la dette publique, dont le poids rapporté au PIB demeure important depuis la crise financière, affichant seulement une timide décrue depuis 2016. La dette privée rapportée au PIB a, quant à elle, ralenti, mais le levier est plus soutenu pour les entreprises, et les ménages ont accru leur dépendance envers l'immobilier au travers des prêts hypothécaires. En Chine, la dette des ménages et des entreprises a progressé rapidement, et ces dernières ont augmenté leur levier – deux types de comportement que l'on retrouve dans d'autres pays émergents. Les risques chinois sont connus et liés au secteur bancaire non régulé. Il apparaît en outre que la dette publique au sein de l'univers émergent – qui s'était montrée stable entre 2007 et 2015 – a crû depuis 2016, même si elle reste inférieure à 100% du PIB.

La carte mondiale de l'endettement révèle des risques qui pourraient s'avérer élevés dans le cas d'un resserrement monétaire plus marqué, notamment du côté du secteur public, qui a profité des taux d'intérêt très bas. Par ailleurs, la dépendance vis-à-vis des capitaux étrangers demeure forte pour le financement des pays développés, mais aussi pour celui du secteur privé dans les pays émergents. Tant que la confiance se maintiendra, les marchés de capitaux ne refléteront pas d'inquiétude particulière. Néanmoins, en phase de resserrement monétaire, il convient de reconnaître que les taux longs gouvernementaux et les spreads de crédit sont encore très bas, ce qui laisse peu de marge pour absorber un choc ou une détérioration de la qualité du crédit.

Taux bas et liquidités abondantes alimentent l'addiction à la dette: un scénario déjà vu ?

ÉVOLUTION DE LA DETTE TOTALE TOUS PAYS



Sources: BIS, UBP

ALLIER PERFORMANCE FINANCIÈRE ET IMPACT SOCIÉTAL

La création de valeur est au cœur de toutes les stratégies d'investissement, et ce qui distingue véritablement l'impact investing c'est qu'il donne une nouvelle dimension à la notion de valeur – il offre en effet la possibilité de générer, en plus des gains financiers, de la performance non financière.

L'impact investing est longtemps resté cantonné au financement de projets et au private equity. La réalité est toute autre aujourd'hui, puisqu'il a nettement renforcé sa base d'investisseurs et sa présence sur des classes d'actifs plus liquides. Il profite en effet d'une demande croissante pour des solutions permettant de générer du rendement financier tout en ayant un impact sociétal positif. Le développement de l'impact investing au sein des actions cotées offre de nouvelles opportunités pour participer plus largement et plus efficacement à l'investissement socialement responsable.

Une relation étroite avec les entreprises est essentielle pour obtenir des informations sur leur engagement sociétal.

Investir dans des entreprises cotées qui s'emploient, via leurs revenus, à résoudre les grandes problématiques de notre monde est un formidable moyen de tirer parti de cette profonde réorientation de la croissance structurelle vers des sociétés responsables, en bénéficiant dans le même temps d'un «dividende» non financier.

Pour estimer précisément la valeur générée, au sens large, tout l'enjeu consiste ici à mesurer non seulement la performance financière, mais également les bénéfices non financiers. Les investisseurs peuvent ainsi pleinement apprécier l'«impact» de leurs positions sur ces deux fronts.

Au-delà des mesures traditionnelles (telles que la performance des actions), les sociétés engagées dans l'impact investing doivent fournir divers indicateurs, comme la quantité d'énergie propre générée, ou les émissions de CO_2 évitées, ainsi que les innovations qui résultent de chaque million de dollars investi.

Or, la plupart de ces mesures non financières ne sont pas auditées et sont rarement comparables d'une entreprise à l'autre, d'autant que, très souvent, elles ne figurent pas dans les comptes des sociétés ou dans leurs reportings RSE (responsabilité sociale d'entreprise). Ainsi, pour pouvoir obtenir des données non financières pertinentes et utiles aux investisseurs, la gestion active doit développer des relations bilatérales étroites avec les sociétés.

Il s'agit là d'une condition sine qua non de l'efficacité de l'impact investing dans l'univers des actions cotées – un engagement solide et franc permet ainsi de générer des performances non financières sans équivalent qui, alliées au rendement financier, peuvent offrir un fort potentiel de création de valeur pour l'investisseur, et également d'un point de vue sociétal.

INVESTIR DANS DES SOCIÉTÉS QUI S'EMPLOIENT À RELEVER LES DÉFIS LES PLUS IMPORTANTS PERMET DE TIRER PARTI DE LA RÉORIENTATION DE LA CROISSANCE STRUCTURELLE VERS LES ENTREPRISES SOCIALEMENT RESPONSABLES.

UN ÉCART DE PERFORMANCE ENTRE RÉGIONS QUI SE RÉDUIT

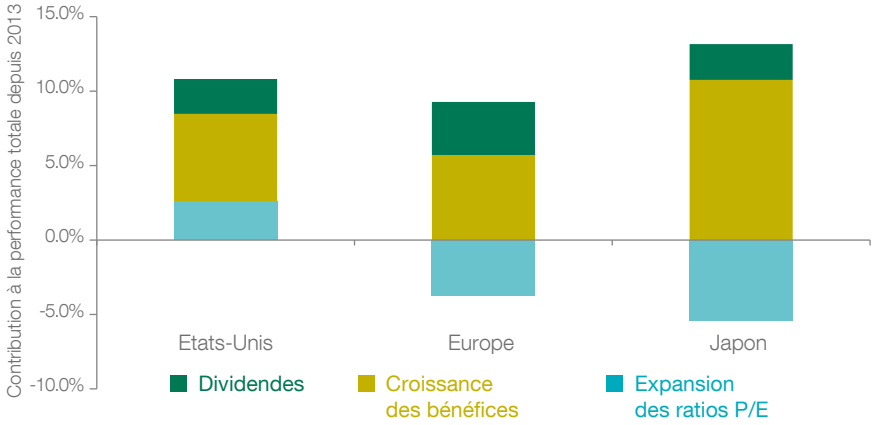
L'année 2019 devrait voir un essoufflement de la surperformance persistante des actions américaines observée ces cinq dernières années. L'attention des investisseurs devrait commencer à se tourner vers le Japon, où les actions présentent des valorisations proches des plus bas de 2008 et où la croissance des bénéfices devance, depuis 2013, celle des sociétés américaines et européennes.

Depuis 2013, qui marque la fin de la crise en zone euro, les actions américaines affichent une surperformance significative en comparaison de leurs homologues des autres grandes régions (en devises locales): +25% par rapport au Japon, +40% vs l'Europe, et près de +52% vs les marchés émergents. En 2019, cette «exception américaine» devrait cependant commencer à s'éroder.

Cette longue période de surperformance tient à une combinaison de facteurs favorables, avec notamment des politiques proactives et habiles, la flexibilité de l'économique domestique, et des entreprises centrées sur l'actionnaire en donnant la priorité à l'amélioration des rendements pour les investisseurs. Depuis le début des années 1990, ces paramètres ont contribué à la surperformance des sociétés américaines, qui ont affiché une croissance des bénéfices supérieure à celle de leurs homologues européennes et japonaises.

Cependant, cette exception des Etats-Unis en termes de performance depuis 2013 a été alimentée par un autre facteur: l'expansion des multiples cours/bénéfices (P/E), illustrant le fait que les investisseurs sont prêts à payer davantage pour les entreprises américaines.

1. L'EXPANSION DES RATIOS P/E A ALIMENTÉ LA SURPERFORMANCE AMÉRICAINE



Sources: MSCI, Bloomberg Finance L.P., UBP

2. TECHNOLOGIE AMÉRICAINE - L'EXPANSION DES RATIOS P/E TOUCHE À SA FIN

Sources: MSCI, Bloomberg Finance L.P., UBP

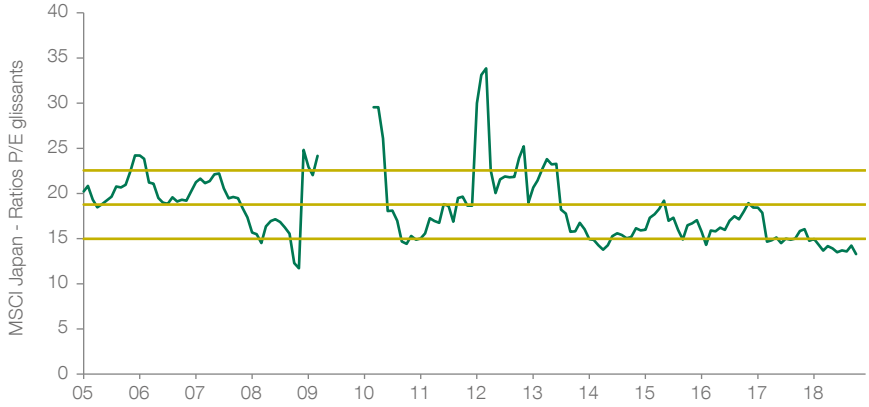
L'expansion des ratios P/E a en effet largement participé à la surperformance des actions américaines par rapport à leurs homologues européennes et japonaises. Ainsi, depuis 2013, si la croissance des bénéfices américains a contribué pour près de 6 points de pourcentage (pp) aux 11% de performance totale aux Etats-Unis (CAGR - taux de croissance annuel composé), cela a tout juste permis d'être en ligne avec la contribution de 6 pp en Europe, mais l'on reste encore nettement en retrait par rapport à la contribution de 11 pp du côté du Japon (cf. graphique 1).

Si les ratios P/E n'avaient pas augmenté aux Etats-Unis et qu'ils n'avaient pas reculé en Europe et au Japon, les actions américaines auraient sous-performé sur la période, étant donné que les contributions des dividendes et des bénéfices américains n'ont pas devancé celles observées en Europe et au Japon.

Il est vrai que si les investisseurs sont disposés à payer davantage via les multiples P/E pour les entreprises américaines c'est que le secteur de la technologie occupe une place importante parmi les sociétés outre-Atlantique. Malheureusement pour les investisseurs, la tendance d'appréciation («rerating») des ratios P/E de la technologie globale qui prévalait depuis 2013 devrait, selon nous, toucher à sa fin (cf. ci-contre l'encadré sur la technologie globale). Vu que les multiples P/E du secteur technologique devraient arrêter de soutenir l'expansion des ratios P/E américains, nous nous attendons à ce que la forte surperformance des actions américaines cède du terrain en 2019 (cf. graphique 2).

Même si le marché japonais se caractérise également par un secteur technologique important, les actions japonaises ne se sont pas aussi bien comportées que leurs homologues américaines. Malgré une croissance des bénéfices de 63% depuis la fin 2013, contre une hausse de 31% pour les actions américaines, les investisseurs paient aujourd'hui 25% de moins en termes de ratios P/E relatifs, les multiples ayant reculé à 13,3x, un niveau qui n'avait plus été observé depuis les plus bas de la crise de 2008 (cf. graphique 3).

3. ACTIONS JAPONAISES - LES VALORISATIONS RETROUVENT LES PLUS BAS DE 2008



Sources: MSCI, Bloomberg Finance L.P., UBP

En 2019, le contexte macroéconomique devrait rester propice aux investisseurs sur le marché japonais, étant donné la vigueur de la croissance globale et domestique, la banque centrale qui reste accommodante (contrairement aux Etats-Unis et à l'Europe), et un yen toujours historiquement bon marché.

Les actions européennes partagent avec leurs homologues japonaises les mêmes qualités en termes de valorisation, ayant vu leurs multiples diminuer pratiquement de moitié depuis leurs points hauts de 2016, pour s'inscrire à 16x les bénéfices historiques en cette fin d'année.

Bien que les valorisations en Europe se situent toujours nettement au-dessus des plus bas de 2008 (contrairement à celles au Japon), les investisseurs doivent reconnaître que la dernière période de forte surperformance européenne par rapport aux Etats-Unis, à savoir de 2003 à 2007, a coïncidé avec une période de sous-performance significative du secteur technologique vs les actions globales. Ainsi, vu la perte de dynamique attendue sur la technologie, les actions européennes devraient, selon nous, commencer à rattraper les valeurs américaines.

Cependant, à l'opposé du Japon, les investisseurs en Europe pourraient se montrer hésitants en termes de prise de risque en 2019, puisqu'ils auront à faire face au retrait des stimuli monétaires de la banque centrale et à une série d'événements politiques tels que les négociations autour du budget italien (cf. p. 21) et du Brexit (cf. p. 22), ainsi que les élections européennes.

Ces tendances sont, selon nous, temporaires dans le contexte de poursuite des réformes en Europe, et le fait que la fragmentation de la zone euro ait été excessivement valorisée par les marchés devrait donc être considéré comme une source d'opportunités tactiques pour les investisseurs.

Globalement, bien que les investisseurs aient largement compté sur les actions américaines, et en particulier sur le secteur technologique, pour générer de la performance ces dernières années, 2019 leur donnera la possibilité de se réorienter vers des moteurs de performance plus durables que l'expansion insoutenable des ratios P/E. De telles opportunités seront offertes sur tous les marchés, notamment en privilégiant une sélection prudente de sociétés au sein de thématiques comme l'impact investing (cf. p. 11) et les entreprises réellement innovantes sur les secteurs de la santé (cf. p. 14) et de la technologie. Au niveau géographique, les investisseurs pourraient donc se tourner de plus en plus vers le Japon et, de manière tactique, vers l'Europe.

2019 devrait voir un essoufflement de la surperformance américaine observée depuis 5 ans.

Les actions japonaises affichent des valorisations proches des plus bas de 2008 malgré des bénéfices supérieurs à ceux des sociétés américaines.

La volatilité politique en Europe offre des opportunités tactiques.

Changement de régime en vue pour la technologie globale

Depuis 2013, le secteur technologique global s'est clairement distingué avec +18,8% de performance annuelle, surpassant largement les actions mondiales (+10,4%), et même les actions orientées croissance (+11,8%).

Toutefois, les moteurs de performance ont récemment changé, ce qui pourrait infléchir la tendance à venir. Avant 2018, les contributions venaient à la fois des bénéfices, des dividendes et de l'expansion des ratios P/E alors que, sur la période de 2013 à 2017, l'expansion des ratios P/E contribuait, à elle seule, pour près de la moitié de la performance.

En 2018, cependant, la quasi-totalité des performances des investissements centrés sur la technologie a été issue de la croissance des bénéfices, tandis que les multiples P/E reculaient (cf. graphique 2). Après la baisse des ratios P/E en octobre dernier, l'année 2019 devrait voir une certaine stabilité des valorisations plutôt qu'un mouvement de rerating.

De plus, les anticipations de croissance des bénéfices à 5 ans se situent déjà à 20%, ce qui réduit fortement la perspective de surprises à la hausse. Vu que les principaux indicateurs avancés suggèrent un momentum économique américain à son point haut, la hausse des dépenses d'investissement des sociétés pourrait commencer aussi à s'éroder, ce qui enlèverait un des motifs de bonnes surprises des bénéfices telles qu'observées sur l'année écoulée.

2018 représente, selon nous, le début d'une nouvelle phase d'un cycle long pour les investisseurs dans le secteur de la technologie globale. Comme pour la période 2002-2012, après la bulle technologique de 2000-2001, les investisseurs devront compter principalement sur la croissance des bénéfices et la recherche de sociétés réellement innovantes comme moteur de la performance dans ce secteur.

Néanmoins, contrairement à 2002, lorsque les Etats-Unis n'en étaient qu'aux prémices de la reprise, avec notamment une pénétration de la technologie encore faible et en phase d'expansion, l'économie américaine entrera, en 2019, en phase avancée du cycle, avec un secteur technologique bien plus établi. Par conséquent, les investisseurs devront de plus en plus rechercher des stratégies de gestion active pour pouvoir identifier les entreprises les plus innovantes, à même de surmonter les difficultés cycliques croissantes au sein du secteur.

(Pour de plus amples informations, veuillez consulter notre publication «Spotlight: A Regime Change Ahead for Global Technology» - août 2018).

SANTÉ: L'INNOVATION COMME SOURCE D'OPPORTUNITÉS

Les tendances séculaires sur le secteur de la santé restent solidement ancrées – vieillissement de la population, demande accrue des marchés émergents, et expansion de l'assurance-maladie de base. Toutefois, les investisseurs devraient à présent se réorienter vers des entreprises innovantes différenciées au sein de ce secteur, notamment via des sociétés de moyenne capitalisation spécialisées dans la biotechnologie (biotech), la technologie médicale (medtech), ou encore les technologies de l'information (IT) axées sur la santé.

Le marché global de la santé est toujours en forte progression, soutenu par une population vieillissante, une augmentation de la demande des pays émergents et une expansion du régime d'assurance-santé de base. Cette solide dynamique viendra encore renforcer la demande pour des traitements de pointe et de haute efficacité: les dépenses de santé mondiales sont attendues en hausse de 4,1% en rythme annuel sur la période 2017-2021, contre une progression de seulement 1,3% sur la période 2012-2016. De plus, les dépenses de santé combinées des grandes régions devraient atteindre USD 8'700 milliards d'ici à 2020, vs USD 7'000 milliards en 2015.

Selon les publications récentes de l'industrie, les hausses moyennes de prix ont, au total, contribué à plus de 60% de la croissance des ventes américaines (+20%) sur les trois dernières années pour les 45 médicaments phares. Nous pensons cependant que les effets positifs de ces hausses de prix devraient continuer à s'amenuiser à mesure que l'augmentation de la demande pour ces produits ralentira. De plus, de nombreuses sociétés pharmaceutiques ont pris l'engagement de ne pas relever les prix des médicaments sur l'année 2018 en réponse aux pressions politiques américaines.

En l'absence de ces hausses de prix pour soutenir la croissance du secteur, les investisseurs devraient donc se réorienter vers l'innovation comme principale source de performance.

L'innovation thérapeutique et technologique – avec son fort potentiel disruptif par rapport à un marché annuel de la biopharmaceutique d'USD 1'000 milliards – représente une opportunité majeure: le nombre d'approbations de nouveaux médicaments a significativement augmenté, et les budgets R&D centrés sur les besoins de santé encore non satisfaits sont en progression. Nous avons identifié six segments de croissance dans le cycle d'innovation actuel: l'immuno-oncologie, la thérapie génique, les maladies rares, l'obésité, les maladies neurologiques, et l'IT axé sur la santé.

Se focaliser sur les grandes compagnies pharmaceutiques mondiales pour participer à ces tendances de croissance n'est plus une stratégie viable. Le cabinet d'analyse Bernstein Research souligne que près de 50% des médicaments les plus vendus, à savoir ceux dont les meilleures ventes dépassent USD 1 milliard, proviennent désormais d'entreprises de biotech et medtech de petite et moyenne capitalisation, qui ont elles aussi besoin des investisseurs pour réorienter leur recherche.

De nouvelles opportunités de croissance séculaire via une innovation en produits et services différenciés.

Par ailleurs, étant donné le niveau élevé d'inefficience sur le marché de la santé, nous entrevoyons de solides opportunités du côté des entreprises spécialisées dans l'IT sur ce secteur. La société de conseil en technologie Gartner estime que les fournisseurs de solutions de santé américains ont dépensé environ USD 42 milliards en services IT en 2017, soit un peu plus de 1% des dépenses de santé domestiques. Si les dépenses moyennes en services IT au sein des entreprises de santé devaient atteindre 3,3%, chiffre comparable à celui des sociétés américaines hors santé, les prestataires IT actifs dans ce domaine bénéficieraient d'un potentiel de revenus additionnels de plus d'USD 70 milliards.

Ce secteur devrait encore profiter de plusieurs moteurs de croissance séculaires, mais il est opportun de se détourner des titres sûrs et à dividende, et de privilégier les sociétés les plus innovantes, avec l'interaction de facteurs multiples et en évolution rapide, afin de continuer à participer à l'innovation et à l'efficience dans la fourniture de prestations de santé.

USD 70 MIA

de revenus additionnels potentiels dans l'IT centré sur la santé.

50%

des médicaments phares proviennent de sociétés de petite et moyenne capitalisation.

SE CONCENTRER DAVANTAGE SUR LES MÉTAUX INDUSTRIELS PAR RAPPORT AU PÉTROLE

Un choc de l'offre est nécessaire à la hausse des prix du pétrole, mais 2019 devrait plutôt voir les métaux industriels soutenus par une offre insuffisante.

Comme souligné dans notre brochure des Perspectives d'investissement 2018, nous pensons que l'énergie et les matières premières industrielles sont désormais entrées dans un cycle long après le marché baissier enregistré au début de cette décennie. La divergence de prix entre le pétrole brut et les matières premières industrielles observée en 2018 ne reflète pas les fondamentaux sous-jacents et met en évidence l'opportunité pour les investisseurs de renforcer leur approche sur les métaux en 2019, au détriment de l'énergie.

Les marchés du pétrole brut ont enregistré un rally depuis la réduction de la production par l'Arabie saoudite et la Russie en 2017, et nous nous attendons à un déséquilibre offre/demande encore plus marqué d'ici à 2020. Début 2018, les mesures prises par les deux géants pétroliers ont suffi à provoquer une pénurie et à faire grimper le prix du baril d'un plus bas d'USD 27 à USD 80 cet été.

En milieu d'année, la montée des prix de l'or noir a plutôt été rythmée par les spéculations, alors que l'attention se tournait vers les nouvelles sanctions sur les ventes de pétrole brut iranien, réduisant l'offre sur le marché. Malgré cela, la dynamique sous-jacente offre/demande s'est révélée défavorable pour la première fois depuis début 2017, avec une offre qui a de nouveau dépassé la demande en juin 2018 (selon l'AIEA).

Etant donné que les capacités inutilisées de l'OPEP sont proches de leurs plus bas historiques, tout nouveau choc en termes de production pourrait alimenter encore la remontée des prix du brut. Cependant, avec une dynamique offre/demande qui n'est guère propice aux investisseurs, le profil de risque/rendement de l'énergie n'est plus à même de favoriser une hausse significative des prix par rapport aux niveaux actuels.

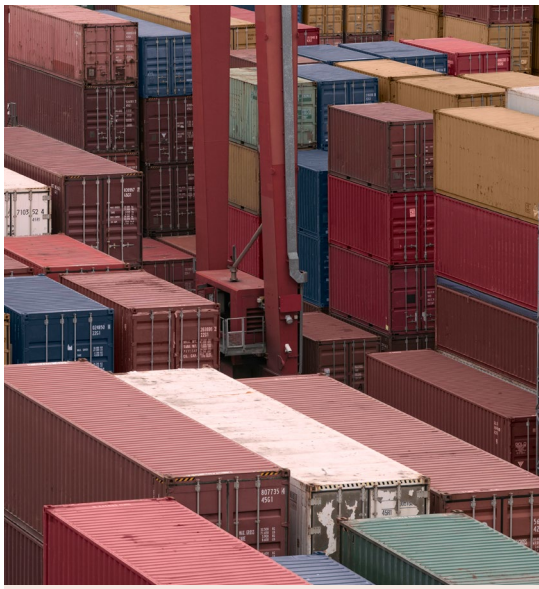
Contrairement au pétrole brut, qui a vu ses cours s'envoler en 2018, les métaux industriels ont enregistré des baisses de prix généralisées sur la majeure partie de l'année, sous l'effet essentiellement d'un ralentissement de la croissance chinoise et de l'accentuation des tensions commerciales entre Washington et Pékin. Toutefois, les pressions liées à l'insuffisance de l'offre se sont encore intensifiées sur les principaux métaux, créant ainsi un contexte fondamental similaire à celui qui avait soutenu les prix de l'énergie fin 2017.

Trois années d'offre insuffisante créent des opportunités sur les métaux industriels.

A l'évidence, le rebond des métaux industriels en 2019 sera conditionné par un renversement de la tendance de croissance chinoise après l'atteinte d'un point bas. Même si l'excédent commercial devrait rester en place en 2019, les responsables politiques chinois ont renforcé leurs mesures de soutien visant à stabiliser l'activité économique, vu le ralentissement de la croissance du PIB vers la barre fatidique des 6%. Les taxes douanières américaines pourraient être encore relevées en janvier 2019, et avec une croissance chinoise tout juste au-dessus des 6%, la stratégie d'assouplissement hésitante menée au second semestre 2018 pourrait devenir plus proactive l'année prochaine.

Dans ces conditions, compte tenu de la période d'insuffisance de l'offre déjà observée cette année du côté des principaux métaux – et avec la perspective d'une stabilisation puis d'une amélioration de la demande chinoise –, les investisseurs devraient considérer les signes de relance de la part des dirigeants chinois comme un catalyseur des métaux industriels en 2019.

Enfin, les supports fondamentaux aux cours de l'or demeurent modestes, et la dynamique actuelle pointe sur une offre encore excédentaire en 2019. Avec la vigueur du dollar et la hausse régulière des taux d'intérêt américains le long de la courbe, les prix du métal jaune devraient durablement plafonner. Pour les investisseurs, c'est l'instabilité géopolitique qui pourrait être le catalyseur de la montée des prix de l'or dans les mois à venir. Heureusement, il existe de nombreux points de friction, qui confèrent à l'or un rôle important au sein des portefeuilles dans cet environnement.



Un rally des métaux attendu en 2019 à l'image du pétrole en 2018.

Le rôle défensif de l'or est appréciable.

LES VENTS CONTRAIRES SUR L'ÉCONOMIE ET LA GÉOPOLITIQUE FAVORISENT TOUJOURS LE DOLLAR

La croissance économique globale désynchronisée, combinée à la montée de l'instabilité politique au niveau régional et mondial, devrait continuer à alimenter la volatilité sur les marchés des devises et la vigueur du dollar dans le sillage de 2018.

En 2019, le dollar devrait profiter d'une stabilisation de la croissance économique et de l'écartement des différentiels de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et ses principaux partenaires commerciaux.

Alors que les marchés ne retiennent que deux hausses de taux en 2019, le président de la Fed, Jerome Powell, et les membres du Comité de politique monétaire (FOMC) ont adopté un ton plus ferme lors de leurs diverses communications en fin d'année, suggérant un risque de relèvement de taux plus élevé qu'attendu en 2019.

De plus, la transmission de la «normalisation» des taux directeurs aux rendements à 10 ans sur la courbe américaine va accroître les disparités entre les taux d'intérêt à long terme entre pays, jouant ainsi en faveur du dollar.

Sur le front politique, juste après les élections de mi-mandat américaines, les risques sur le dollar pourraient survenir à court terme en raison d'un Congrès politiquement divisé qui pourrait devoir affronter la menace d'une fermeture temporaire des administrations si leur financement n'est pas approuvé le 7 décembre.

En zone euro, la dynamique économique positive avait conduit la BCE à annoncer la fin de son programme d'assouplissement quantitatif (QE), mais nous nous attendons à ce que l'arrêt soit progressif afin d'éviter de faire dérailler une reprise encore fragile au sein de la région. Le dernier trimestre de l'année a vu apparaître des signes d'une modération de l'activité en zone euro. Cette tendance a en outre été amplifiée par le ralentissement de la croissance dans les principaux marchés émergents, qui sont proportionnellement davantage des partenaires de l'Europe que des Etats-Unis.

La hausse de taux de la BCE n'est pas attendue avant le second semestre 2019, au plus tôt, et les différentiels de taux d'intérêt et de croissance devraient peser sur l'euro, qui aura ainsi du mal à rester fort tout au long de l'année. La confrontation de l'Italie avec l'UE sur le budget du pays, fin 2018, devrait selon nous connaître une issue positive dans les mois à venir, et une appréciation tactique de l'euro pourrait donc intervenir avec le dénouement d'une prime de risque italienne début 2019. Néanmoins, les élections européennes de mai laissent présager un retour de l'incertitude politique.

La livre sterling apparaît refléter une activité économique modeste ainsi que le ralentissement du marché du logement au Royaume-Uni. Même si une avancée est à noter dans les négociations autour de la sortie du pays de l'UE, le risque d'un Brexit «dur» en mars 2019 semble modérément sous-valorisé sur les marchés des devises.

Les investisseurs en yen devraient connaître une trajectoire similaire à celle de leurs homologues de l'Europe continentale. L'approche réactive de la Banque centrale du Japon suggère que les différentiels de taux d'intérêt devraient continuer à pénaliser le yen sur l'année à venir. Au niveau domestique, avec l'augmentation des taxes à la consommation en octobre 2019, la politique économique

devrait favoriser la faiblesse du yen afin de ne pas peser sur une activité toujours en restauration.

Par ailleurs, à l'instar de l'Europe, la dépendance de l'Archipel à l'égard des exportations signifie que l'affaiblissement des économies émergentes pourrait continuer à accentuer l'écart de croissance entre le Japon et les Etats-Unis.

D'un point de vue tactique, le rôle du yen comme valeur refuge laisse envisager des accès de hausse de la devise en cas d'instabilité géopolitique accrue. Cependant, ces hausses devraient selon nous être temporaires et difficilement implémentables, et nous retenons un biais baissier sur le yen en 2019.

Enfin, le yuan a constamment baissé depuis la mi-2018, atténuant ainsi l'impact des mesures tarifaires imposées par les Etats-Unis sur les importations en provenance de Chine (cf. p. 18). Avec le nouveau volet de tarifs douaniers qui prendra effet l'année prochaine, le renminbi devrait continuer à se déprécier. Même en écartant une escalade rapide des tensions commerciales (cf. p. 20), nous pensons que l'augmentation de la liquidité domestique va accroître la protection relative de l'économie offerte par la poursuite de la dépréciation de la devise chinoise. Cela suggère que le recul observé au second semestre 2018 devrait se modérer en 2019, même si le yuan devrait rester sur une tendance à la baisse.

YUAN - TAUX DE CHANGE EFFECTIF RÉEL
(SUR LA BASE DE L'INDICE CPI MANUFACTURIER)

Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Des tendances défavorables attendues pour l'euro au 1er semestre 2019.

Hausses de taux et élections laissent présager un affaiblissement du yen en 2019.

UNE NOUVELLE «GUERRE FROIDE»

La guerre commerciale entre Washington et Pékin masque en réalité une confrontation plus stratégique entre les deux grandes puissances. Sur le plan économique, ce conflit rappelle celui qui a opposé les Etats-Unis au Japon dans les années 1980 et, comme à cette époque, les décisions politiques domestiques devraient créer des opportunités tactiques pour les investisseurs sur le marché chinois en 2019.

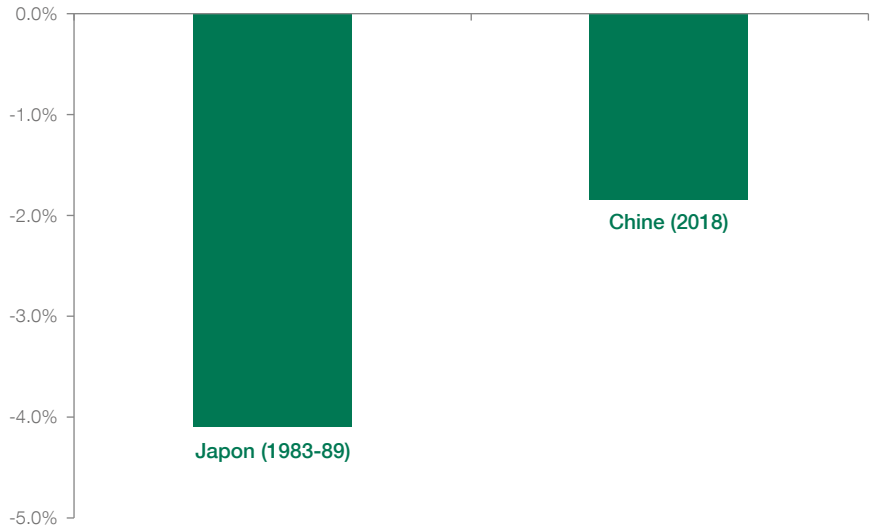
Beaucoup ont pensé que l'offensive de Donald Trump, début 2018, était un stratagème pour obtenir de meilleures conditions lors de la renégociation de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) – et il y est parvenu –, mais aussi une stratégie politique pour tenir ses promesses de campagne – il l'a fait également. En revanche, ce qui est passé inaperçu, c'est la volonté de Washington de se servir des mesures tarifaires comme la première étape d'un projet plus ambitieux – isoler stratégiquement la Chine, son rival n°1 sur la scène internationale.

Cet objectif s'est clairement révélé au moment où les Etats-Unis ont rejeté la proposition de la Chine de réduire son excédent commercial de près de 50% au printemps 2018. En septembre, les toutes dernières taxes douanières imposées par Washington sont venues confirmer son intention d'utiliser la guerre commerciale dans le cadre d'une approche stratégique de long terme (pour de plus amples informations, veuillez consulter notre publication «*Spotlight: US-China Trade War: From Checkers to Chess*», septembre 2018).

En octobre dernier, John Bolton, le Conseiller américain à la sécurité nationale, a confirmé cette stratégie d'isolement, déclarant: «… le comportement [de la Chine] doit être recadré sur le plan commercial, et aussi sur les questions internationales, militaires et politiques, dans un grand nombre de domaines…»

En réaction, la Chine a à son tour imposé des mesures tarifaires sur une large gamme de produits importés des Etats-Unis, et la phase de représailles touche désormais à sa fin, même si une nouvelle hausse des droits de douane américains est prévue pour le 1er janvier 2019. Comme souligné dans la section suivante de notre brochure abordant également ce sujet (cf. p. 20), la prochaine étape dans la stratégie d'isolement de la Chine pourrait consister pour les Etats-Unis à se tourner vers l'Europe dès 2019. Quoique le risque existe d'un renforcement des pressions sur la Chine de la part des Etats-Unis, une pause sur les tarifs permettrait à Pékin de réfléchir à une réponse plus proactive en termes de politique domestique, similaire aux mesures prises par le Japon dans les années 1980.

ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÊRET RÉELS



Sources: FMI, UBP

Bien que la Chine ait apporté des modifications à sa politique pour mieux répondre à l'évolution du cadre commercial, l'ajustement le plus important a été opéré par la dépréciation du yuan de 10% depuis le début des hostilités avec les Etats-Unis en avril dernier. Nous estimons que cette baisse face au dollar a en grande partie compensé le coût additionnel des mesures tarifaires supporté par les importateurs américains de produits chinois.

Cette situation rappelle encore celle vécue par le Japon dans les années 1980. Redoutant les droits de douane américains, le pays est finalement convenu avec les Etats-Unis de «restrictions volontaires» sur le volume de ses exportations d'automobiles au regard de son excédent commercial considérable. La dépréciation du yen de 22% face au dollar de 1981 à 1985 a ainsi permis d'amortir l'impact sur les constructeurs automobiles japonais et sur l'économie du pays d'une manière générale.

Pour revenir au cas de la Chine, vu la nouvelle hausse des taxes douanières à 25% programmée pour 2019, nous pensons que le pays, à l'instar du Japon dans les années 1980, permettra de nouvelles baisses de sa monnaie, avec en ligne de mire le niveau psychologique de 7 yuans pour 1 dollar, afin de contrebalancer les effets sur l'activité domestique.

Cependant, lors du conflit Etats-Unis/Japon, Washington avait, en 1985, réagi de manière

«… le comportement [de la Chine] doit être recadré sur le plan commercial, et aussi sur les questions internationales, militaires et politiques, dans un grand nombre de domaines…»

JOHN BOLTON, CONSEILLER AMÉRICAIN À LA SÉCURITÉ NATIONALE (OCTOBRE 2018)

agressive à la «manipulation» du yen, et contraint Tokyo à renforcer sa monnaie de 30% face au dollar. En 1988, le yen avait crû de 50% contre le billet vert.

La Chine cherchant à éviter ce type de scénario, elle a opté pour les politiques que le Japon avait lui-même choisies dans les années 1980 dans le but d'atténuer les effets des mesures américaines sur son économie et de réduire stratégiquement sa dépendance vis-à-vis des exportations à destination des Etats-Unis.

Ainsi, Pékin a l'intention de nouer des accords de libre-échange avec d'autres grandes économies développées. Cependant, en poursuivant sa stratégie d'isolement du pays, Washington a clairement affiché sa volonté de forcer la main à ses principaux partenaires commerciaux afin qu'ils signent des accords de libre-échange exclusifs – soit avec les Etats-Unis, soit avec la Chine, mais pas avec les deux (cf. p. 20). De plus, dans une perspective bilatérale, Washington vise à décourager le Japon de s'engager dans des ententes de libre-échange régionales, ce qui empêche la troisième puissance économique mondiale d'accéder au marché chinois.

Par conséquent, nous suspectons que la Chine devra avoir recours au même outil que celui adopté par le Japon pour réduire l'impact des mesures américaines, à savoir la reflation domestique. De 1983 à 1989, les taux d'intérêt japonais corrigés de l'inflation ont reculé, pour passer de 4% à près de 0%, alimentant une formidable bulle des actifs, dont le pays ne s'est pas encore totalement remis.

Il est vrai que la Chine redoutait d'être perçue comme ayant adopté ouvertement les mêmes mesures que le Japon des années 1980. Cependant, tout comme l'Archipel avait réagi face au fort ralentissement de son économie en 1986 dans le sillage de la réévaluation inspirée par les Etats-Unis, la Chine devrait, en fin d'année, devenir plus agressive dans sa politique de relance domestique, vu l'essoufflement de la croissance du PIB chinois vers le niveau critique de 6%.

Les taux d'intérêt réels (interbancaires à 3 mois) ont déjà reculé en Chine – de près de 3% début 2018 à 1% en octobre dernier –, ce qui suggère que le pays commence progressivement à suivre la voie empruntée par le Japon lors de son conflit avec les Etats-Unis.

Si ces mesures de relance massives se concrétisent comme attendu en 2019, les actions *onshore* chinoises (A-shares) pourraient voir la valorisation des bénéfices actuels croître au-delà des 11x courants, pour retrouver le niveau observé lors de la reflation de 2008 et celle de 2014. Les actions chinoises *offshore* (H-shares) traitées sur le marché de Hong Kong, et composées en grande partie de sociétés bancaires, sont même meilleur marché, à 7x les bénéfices, bien que ce chiffre reste supérieur à leur plus bas historique de 5,5x. Point positif, les actions H-shares affichent un rendement du dividende solide de 3%, un niveau dépassé durant la crise de 2008-2009, et elles présentent des taux de distribution de seulement 20%.

Globalement, si cette nouvelle «guerre froide» constitue un véritable obstacle pour la Chine, l'expérience du Japon des années 1980 laisse présager de réelles opportunités pour les investisseurs, ce contexte étant selon nous appelé à donner une forte impulsion à l'activité domestique chinoise.

Vu que les Etats-Unis pourraient renforcer leurs pressions sur l'économie de la Chine, soit directement, soit au travers de ses partenaires commerciaux, les stratégies à capital garanti ou avec option qui limitent le risque pour l'investisseur apparaissent comme des solutions prudentes pour 2019.

Le Japon des années 1980 comme feuille de route pour la Chine.

Croissance du PIB chinois à 6%: le déclencheur de stimuli plus agressifs de la part de Pékin.

Rechercher des stratégies avec option ou à capital garanti pour réduire le risque.

LES RISQUES DE GUERRE COMMERCIALE SE TOURNENT VERS L'EUROPE, APRÈS LA CHINE

En cette fin d'année, les inquiétudes des investisseurs ont surtout porté sur le conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine mais, en 2019, Washington pourrait désormais cibler l'Europe, avec l'objectif de continuer à isoler stratégiquement la Chine et de remodeler le commerce mondial.

Avec les Etats-Unis tentant d'isoler stratégiquement la Chine, comme pour le Japon dans les années 1980 (cf. p. 18), les investisseurs pourraient accorder trop d'importance au conflit commercial entre ces deux grandes puissances.

Même si Washington risque de chercher à provoquer en 2019 une nouvelle escalade des tensions déjà élevées avec la Chine, une autre menace sur l'activité mondiale et les marchés, encore sous-estimée, serait que les responsables américains réorientent leurs pressions sur l'Europe, afin d'atteindre l'objectif stratégique d'isolement de la Chine.

L'accord Etats-Unis-Mexique-Canada a été salué comme un signe fort de la capacité de ces pays à mettre fin aux tensions commerciales après plusieurs mois d'âpres négociations. Toutefois, cet événement a fait oublier une clause importante qui permet aux Etats-Unis en particulier de se retirer au cas où le Canada ou le Mexique signerait des accords de libre-échange avec des pays dépourvus d'économie de marché, comme la Chine.

Cette clause offre une nouvelle preuve que la guerre commerciale américaine vise avant tout à isoler stratégiquement le pays. Si cette hypothèse est correcte et que les Etats-Unis décident de passer à la vitesse supérieure, ils pourraient faire pression sur l'Europe pour signer un accord similaire qui limiterait l'accès de la Chine au Vieux Continent. Les mesures tarifaires sur l'acier et l'aluminium avaient réussi à exercer une forte pression sur le Canada et le Mexique pour les ramener à la table des négociations, et Washington pourrait donc faire de même avec l'Europe, en ravivant la menace de droits de douane sur les exportations d'automobiles européennes à destination des Etats-Unis.

Le risque que les Etats-Unis mettent l'Europe sous pression pour isoler encore la Chine est insuffisamment pris en compte.

Nouvelle encourageante pour l'Europe: l'accord récemment signé par l'Allemagne en vue de favoriser une ouverture de son marché gazier aux importations américaines devrait aboutir à une nette embellie dans les relations commerciales entre les Etats-Unis et l'Europe, à condition que cet accord soit étendu à l'ensemble du continent. Toutefois, si les taxes douanières sur l'aluminium et l'acier ont eu peu d'effet sur la croissance régionale et mondiale, en revanche des mesures tarifaires similaires – ou la menace de nouveaux droits de douane – sur les véhicules et sur la chaîne d'approvisionnement automobile pourraient s'avérer beaucoup plus dommageables pour l'économie globale en 2019.

WASHINGTON SE SERT DES ACCORDS COMMERCIAUX

pour isoler encore davantage Pékin.

LES TERGIVERSATIONS SE POURSUIVENT EN ITALIE

Les inquiétudes de long terme sur la soutenabilité de la dette italienne demeurent, mais elles ne devraient pas se cristalliser autour de la confrontation actuelle avec l'Union européenne (UE).

En cette fin d'année, l'Italie est entrée en confrontation avec l'UE au sujet de son budget, ce qui a ravivé les craintes que le pays ne vienne menacer l'intégrité de la zone euro. Dans ce contexte, les rendements des obligations gouvernementales italiennes (BTP) ont grimpé à près de 3,7%.

A de tels niveaux (sous réserve qu'ils se maintiennent), il est fort peu probable que l'Italie soit en mesure de soutenir son lourd fardeau de la dette puisque le coût croissant des intérêts dépasse à lui seul la capacité de l'économie italienne à servir sa dette. Nous estimons par ailleurs que, si les rendements venaient à se hisser au-dessus de 4%, les banques du pays, qui détiennent le plus de dette italienne BTP, risqueraient d'être à court de capitaux et auraient besoin de lever davantage de fonds au sein d'un marché déjà peu favorable à ce type d'actifs.

Cette situation n'est pas nouvelle pour l'Italie, mais elle intervient à l'heure où la BCE s'apprête à mettre un terme à son programme de rachats d'obligations d'Etat de la zone euro (dont les BTP italiennes). L'année 2018 a ainsi vu la BCE racheter 20% de la dette gouvernementale italienne en circulation. Or, en 2019, ces rachats seront réduits à 5%, ce qui devrait entraîner une pression à la hausse supplémentaire sur les rendements italiens, afin que ces obligations puissent attirer de nouveaux acheteurs.

Même si ces développements sont préoccupants pour les investisseurs, nous pensons qu'après la période d'escalade récemment observée en fin d'année, cette impasse devrait finalement aboutir à un compromis, ce qui permettrait à la zone euro d'éviter le pire, une nouvelle fois. Sur le plan politique, la coalition formée par la Ligue et le Mouvement 5 Etoiles a besoin – à l'instar de tous les autres gouvernements populistes nouvellement élus – d'être perçue comme déterminée à poursuivre ses promesses de campagne, surtout au début de son mandat.

Un compromis devrait être trouvé, permettant à la zone euro d'éviter le pire, une nouvelle fois.

Cependant, ce gouvernement doit aussi chercher à se maintenir au pouvoir et, si besoin, à prioriser son agenda politique. Nous prévoyons ainsi que la période de confrontation de cette fin 2018 pourrait être suivie d'une fenêtre de négociations. L'UE pourrait par exemple accepter de reclassifier certains projets d'infrastructure de l'Italie, et certaines dépenses liées à l'immigration, sous le poste des dépenses «exceptionnelles», autrement dit en dehors du cycle budgétaire normal. En contrepartie, Rome devrait faire des concessions sur ses propositions de programmes de dépenses les plus controversées.

Cette fenêtre d'opportunité en vue d'un compromis devrait avant tout dépendre du niveau des rendements italiens à 10 ans (une fourchette de 3,5-4,0% ayant pour effet d'accélérer le rythme des «négociations»), mais aussi de la perspective de l'arrêt des rachats obligataires de la BCE fin 2018. Les rendements ayant déjà atteint cette fourchette, la fin des rachats pourrait contribuer à cristalliser les craintes autour de la soutenabilité de la dette italienne et de la solvabilité des banques si la situation était appelée à se poursuivre en 2019, ce qui devrait inciter les deux parties à trouver un compromis dans les mois à venir.

LA FIN DU PROGRAMME DE RACHATS D'ACTIFS DE LA BCE

présente un risque à long terme pour l'Italie en l'absence de réformes concrètes.

DES RENDEMENTS DE 4%

sur les obligations BTP italiennes pousseraient Rome et l'UE à un compromis.

ACCORD OU DÉSACCORD ?

Le Royaume-Uni quittera l'Union européenne (UE) le 29 mars 2019, mais tout reste encore à prévoir, à négocier et à adopter des deux côtés de la Manche. Le cas est inédit, et les scénarios possibles sont suffisamment tranchés pour agiter les marchés financiers.

La sortie du Royaume-Uni de l'UE est un processus complexe, assorti de nombreux risques. Si la date de départ du pays a été fixée de façon irrévocable au 29 mars prochain, les modalités de sortie et les futures relations avec les partenaires commerciaux sont encore très floues, laissant la porte ouverte à divers scénarios.

Les négociations avec l'UE doivent d'abord déboucher sur un accord de sortie et, après la période de transition d'un an, telle que prévue, des accords commerciaux devront être signés pour redéfinir les relations entre l'UE et le Royaume-Uni, mais aussi entre le pays et l'ensemble de ses partenaires. Cependant, la signature de l'accord de sortie a été repoussée plusieurs fois car la question de la frontière avec l'Irlande du Nord bloque, tant au niveau européen que domestique.

La problématique essentielle pour l'économie britannique est de savoir si elle sera capable de conserver un accès au marché unique européen après la période de transition. La forme juridique de cet accès importe finalement moins que l'impact économique lié à la circulation des marchandises, des capitaux et des personnes.

Dans le cas où cet accès n'existerait plus, les dommages sur l'activité britannique seraient importants, avec une perte de croissance de 5% en moyenne, mais des scénarios encore plus noirs sont à envisager (-8%/-10%) si les autres partenaires commerciaux, comme les Etats-Unis, tardent à signer de nouveaux accords. L'industrie, la finance, les services mais également l'agriculture du pays seraient largement affectés. Il en résulterait une récession, un assouplissement monétaire et une nouvelle dévaluation de la livre, avec le risque que la zone euro perde aussi jusqu'à 0,5 point de pourcentage de croissance. Les actifs britanniques seraient dès lors sous pression, sauf ceux qui bénéficient de la baisse de la devise.

Si les marchandises continuent de circuler, les perspectives pour le Royaume-Uni apparaissent plus constructives. Après une période de croissance molle, une reprise pourrait se dessiner avec la recomposition des échanges et un rebond des secteurs déjà impactés à la suite du référendum de juin 2016. Depuis cette date, l'économie britannique accuse en effet un retard de croissance de près de 2% par rapport aux autres pays développés. A moyen terme, la croissance du Royaume-Uni renouerait avec un rythme de 2%, porté par le retour de la confiance. Ceci profiterait aux actifs et à la livre, mais la banque centrale pourrait se retrouver à devoir gérer de potentiels risques de surchauffe l'obligeant à relever fortement ses taux directeurs, ce qui entraînerait des pressions sur les rendements obligataires.

Avoir accès ou ne pas avoir accès au Marché unique: tel est le dilemme.

MICHAËL LOK

Chief Investment Officer (CIO) Groupe et Co-CEO Asset Management

Michaël Lok a rejoint l'UBP en 2015 en qualité de Head of Investment Management. Il possède plus de vingt ans d'expérience dans la gestion de fortune et la gestion d'actifs. Précédemment, il assumait les fonctions de Global Head of Asset Management chez Indosuez Wealth Management (groupe Crédit Agricole), où il a développé une gamme de fonds UCITS pour le Private Banking ainsi qu'une offre de solutions d'investissement dédiées et de mandats à l'intention d'une clientèle UHNWI, en particulier pour l'Asie et l'Amérique latine. Avant cela, il avait occupé les postes de Head of Investment et de Head of Risk & Quantitative Portfolio Management. Auparavant, il était Gérant de portefeuille et de fonds au sein de la Banque Martin Maurel et de HSBC France (ex-CCF). Michaël Lok possède deux Masters – un DESS de Finance et un DEA de Banque et Finance – de l'Université d'Aix-en-Provence.

NORMAN VILLAMIN

Chief Investment Officer (CIO) Private Banking

Norman Villamin a intégré la Banque en novembre 2015 en qualité de Head of Investment Services and Treasury & Trading d'UBP Zurich. En 2016, il a été nommé CIO Private Banking. Il possède plus de vingt ans d'expérience dans la gestion de fortune, tant en matière de conseil que dans le domaine discrétionnaire. Précédemment, il a assumé les fonctions de Chief Investment Officer pour Coutts International et de Head of Investment Analysis & Advice pour Citi Private Bank en Asie-Pacifique, ainsi que les fonctions de Head of Asia-Pacific Research pour HSBC et de Head of Asia-Pacific Strategy pour Morgan Stanley, basé à Hong Kong et Singapour. Norman Villamin est titulaire d'un Bachelor en Administration des entreprises (Business Administration) de l'Université du Michigan, et d'un Master en Business Administration (MBA) de l'Université de Chicago.

PATRICE GAUTRY

Chef économiste

Patrice Gautry est entré à l'UBP à Genève en février 2000. Il est responsable du Département Economic & Thematic Research de la Banque. Auparavant, de 1991 à 1999, il a été responsable de la division Economie et stratégie d'investissement au sein du département de Gestion institutionnelle du groupe HSBC à Paris. Entre 1988 et 1991, il s'est occupé de la gestion de portefeuilles SICAV et de fonds communs de placement diversifiés européens pour le groupe Ecofi-Finance. Patrice Gautry est titulaire d'un Diplôme d'études approfondies (Master Recherche) en Sciences économiques – spécialisation devises, finance et banque – d'HEC, 3e cycle, et de l'Université d'Orléans.

Crédits photos: Couverture ©WIN12_ET/Shutterstock.com, page 6 ©ijeab/iStockphoto.com, page 9 ©MF3d/iStockphoto.com, page 11 ©kamisoka/iStockphoto.com, page 14 ©artisteer/iStockphoto.com, page 15 ©dani3315/iStockphoto.com, page 16 ©maxsattana/iStockphoto.com, page 20 ©Brasil2/iStockphoto.com, page 22 ©mediaphotos/iStockphoto.com.

Informations importantes

Ce document est une communication marketing contenant des INFORMATIONS GÉNÉRALES sur les services financiers et/ou les instruments financiers, et reflète la seule opinion de l'Union Bancaire Privée, UBP SA et/ou d'une entité du Groupe UBP (ci-après l'«UBP») à la date de son émission. Le présent document peut contenir des recommandations génériques mais ne doit pas être considéré comme une offre ou une sollicitation d'achat, de souscription ou de vente de devise ou de produit ou d'instrument financier, à des fins d'investissement ou de participation à des stratégies de trading spécifiques dans un territoire où une telle offre ou sollicitation ne serait pas autorisée, ni à toute personne à qui il serait illégal de faire une telle offre ou sollicitation. Ce document est uniquement destiné à fournir une vue d'ensemble à des fins de discussion, afin de déterminer l'intérêt du client. Il ne remplace pas un prospectus ou tout autre document juridique relatif à un instrument financier spécifique qui peut être obtenu gratuitement sur demande auprès de l'UBP ou auprès du siège social du fonds concerné, le cas échéant. Les opinions exprimées ne prennent pas en considération la situation, les objectifs ou les besoins spécifiques des clients. Dans ce document, l'UBP ne prend pas position quant au caractère adéquat ou approprié des instruments ou services financiers décrits par rapport à un client particulier, ni quant à leurs performances futures. Les clients qui souhaiteraient obtenir davantage d'informations sur des instruments financiers spécifiques peuvent en faire la demande auprès de l'UBP et/ou de leur responsable clientèle. Dans le cas où un investissement est envisagé, les informations sur les risques liés à chaque instrument financier seront fournies en temps utile par des moyens distincts avant la décision d'investissement. Dans tous les cas, chaque client doit se forger sa propre opinion sur les titres ou instruments financiers mentionnés dans les présentes et évaluer de manière indépendante les avantages ou le caractère adéquat de tout investissement. Avant de conclure une quelconque transaction, les clients sont invités à lire attentivement les avertissements sur les risques et les réglementations figurant dans le prospectus ou dans d'autres documents juridiques, et sont instamment invités à consulter leurs conseillers financiers, juridiques, comptables et fiscaux quant à leurs objectifs d'investissement, leur situation financière et leurs besoins spécifiques. Les présentes informations génériques ne sont par conséquent pas indépendantes des intérêts propres de l'UBP ou des parties liées à cette dernière, lesquels sont susceptibles d'entrer en conflit avec les intérêts du client. L'UBP dispose de directives internes visant à gérer les conflits d'intérêts. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans la valorisation des investissements. En règle générale, les produits à haut risque, tels que les produits dérivés, les produits structurés, les investissements alternatifs et les placements non traditionnels [comme les fonds spéculatifs (hedge funds), les fonds de capital-investissement (private equity) et les fonds immobiliers], ne conviennent qu'aux clients capables de comprendre et d'assumer les risques encourus. Tout investissement est sujet à des risques de perte, et tout ou partie du capital initialement investi peut être perdu. Les investissements sont exposés aux fluctuations des devises et peuvent augmenter ou diminuer de valeur. Les fluctuations des taux de change peuvent entraîner des augmentations ou des diminutions des rendements du client et/ou de la valeur du portefeuille. Le client peut être exposé au risque de change si un instrument financier ou le placement sous-jacent d'un instrument financier est libellé dans une devise autre que la devise de référence de son portefeuille ou dans une devise autre que celle de son pays de résidence. Pour de plus amples informations sur les risques, le client est invité à consulter la brochure intitulée «Caractéristiques et risques de certains instruments financiers». Les informations contenues dans ce document ne sont le fruit ni d'une analyse financière au sens des «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers (ASB), ni d'études indépendantes sur les investissements conformément aux dispositions de la Directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers («MiFID»). En principe, la réglementation de l'Union européenne (UE) ne gouverne pas les relations conclues avec les entités UBP situées en dehors de l'UE, y compris, mais sans s'y limiter, l'UBP en Suisse (qui est soumise à la législation et aux réglementations suisses), l'UBP à Hong Kong, l'UBP à Singapour, ainsi que la filiale de l'UBP à Dubaï. Des efforts raisonnables ont été déployés pour s'assurer que le contenu du présent document se fonde sur des informations et des données objectives, obtenues auprès de sources fiables. Cependant, l'UBP ne peut garantir que les informations collectées en toute bonne foi par la Banque sont exactes et exhaustives. Les circonstances peuvent changer et affecter les données collectées et les opinions exprimées au moment de la publication. Les informations contenues dans ce document sont donc susceptibles d'être modifiées à tout moment sans préavis. L'UBP décline toute responsabilité quelle qu'elle soit et ne formule aucune déclaration, garantie ou engagement, explicite ou implicite, quant aux informations, projections ou opinions contenues dans le présent document, ou quant aux éventuelles erreurs, omissions ou inexactitudes du document. L'UBP ne s'engage pas à mettre à jour ce document ou à corriger les éventuelles inexactitudes susceptibles d'être constatées après sa publication. Ce document peut faire référence à la performance passée des instruments financiers. Les performances passées ne préjugent pas des performances actuelles ou futures. La valeur des instruments financiers peut fluctuer tant à la baisse qu'à la hausse. Toutes les déclarations contenues dans ce document autres que les déclarations sur des performances passées et sur des faits historiques sont de nature purement prospective. Les déclarations de nature prospective ne garantissent pas les performances futures. Les projections financières figurant dans ce document ne constituent pas des prévisions ou des budgets. Elles sont fournies exclusivement à titre d'illustration et se fondent sur des anticipations et des hypothèses actuelles qui peuvent ne pas se réaliser. Les performances réelles, les résultats, la valeur de marché et les perspectives d'un instrument financier peuvent significativement différer de ceux formulés, explicitement ou implicitement, dans les déclarations prospectives figurant dans le présent document. Les rendements projetés ou ciblés sont intrinsèquement sujets à d'importantes incertitudes économiques, de marché ou d'autre nature susceptibles d'avoir une influence défavorable sur la performance. L'UBP décline également toute obligation de mise à jour de toute déclaration prospective à la suite de nouvelles informations, d'événements futurs ou d'autres circonstances. Les données de performance incluses dans ce document ne tiennent pas compte des frais, des commissions, des frais imputés lors de l'émission, et du remboursement de titres, ou autres, ni des éventuelles retenues fiscales pouvant être prélevées. Le traitement fiscal de tout investissement dépend de la situation individuelle du client et peut, à l'avenir, être sujet à des modifications. Le présent document ne contient pas de conseil fiscal de l'UBP et ne reflète pas nécessairement la situation individuelle du client. Le présent document est confidentiel et destiné uniquement à la personne à laquelle il a été remis. Il ne peut être reproduit (en totalité ou en partie). L'UBP interdit spécifiquement la redistribution du présent document, en tout ou partie, sans son autorisation écrite préalable, et décline toute responsabilité concernant les agissements de tierces parties à cet égard. Ce document n'est pas destiné à être distribué aux Etats-Unis ni aux personnes américaines («US Persons»), ou dans les juridictions où sa distribution par l'UBP serait limitée.

L'UBP est agréée et réglementée, en Suisse, par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

Royaume-Uni: L'UBP est agréée par l'Autorité de régulation prudentielle (Prudential Regulation Authority, la «PRA»). Elle est assujettie à la réglementation de l'Autorité de conduite financière (Financial Conduct Authority, FCA) et elle est soumise à certaines règles de la PRA.

Dubaï: Ce document marketing est distribué par Union Bancaire Privée (Middle East) Limited, une société agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority (la «DFSA»). Il est destiné uniquement à des clients professionnels et/ou à des contreparties du marché, et aucune autre personne ne saurait agir sur la base dudit document. Les produits ou services financiers auxquels ce document se rapporte ne sont disponibles que pour les clients professionnels et/ou les clients répondant aux critères de contrepartie du marché. Les données figurant dans le présent document sont fournies uniquement à titre d'information. Elles ne sauraient être considérées comme une offre d'achat ou de vente, ou comme une sollicitation pour une offre d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier, ou une participation dans une stratégie de trading spécifique dans une quelconque juridiction.

Hong Kong: L'UBP possède une licence bancaire en tant que société réglementée par la Hong Kong Monetary Authority (HKMA), et elle opère en tant qu'établissement enregistré par la Securities and Futures Commission (SFC), uniquement pour les activités de Type 1, 4 et 9 à Hong Kong. Les titres peuvent uniquement être offerts ou vendus à Hong Kong au moyen des documents suivants: (i) documents destinés aux «investisseurs professionnels» au sens de la Securities and Futures Ordinance (la «SFO») (Chapitre 571) de la législation de Hong Kong et de toute autre règle fixée par ladite SFO, ou (ii) «prospectus» au sens de la Companies Ordinance (la «CO») (Chapitre 32) de la législation de Hong Kong, ou documents constituant une offre au public au sens de la CO. Sauf autorisation en vertu des lois de Hong Kong, aucune personne ne peut émettre ou avoir en sa possession à des fins d'émission, que ce soit à Hong Kong ou dans un autre pays, un document publicitaire, une invitation ou un document relatif(ve) auxdits titres ciblant le public à Hong Kong, ou susceptible d'être rendu(e) accessible ou consultable par ledit public, à l'exception des cas où les titres sont destinés à être cédés uniquement aux personnes en dehors de Hong Kong, ou exclusivement aux «investisseurs professionnels» au sens de la SFO.

Singapour: L'UBP est une banque d'affaires réglementée par la Monetary Authority of Singapore (la «MAS»). En vertu du Financial Advisers Act (Cap. 110) de Singapour, l'UBP opère, en outre, en tant que conseiller financier exempté d'autorisation pour fournir certains services de conseil financier. Aux termes de la Section 99(1)(b) du Securities and Futures Act (Cap. 289) de Singapour (le «SFA»), l'UBP est également exemptée d'autorisation pour conduire certaines activités réglementées. Le présent document n'a pas été enregistré en tant que prospectus auprès de la MAS. Par conséquent, ce document ainsi que tout autre document ou toute autre publication en relation avec des recommandations génériques peuvent uniquement être diffusés ou distribués, directement ou indirectement, à Singapour aux personnes suivantes: (i) les investisseurs institutionnels au sens de la Section 274 du SFA, ou (ii) les personnes éligibles aux termes de la Section 275(1) du SFA, ou toute autre personne conformément à la Section 275(1A) du SFA, et aux conditions spécifiées à la Section 275 du SFA, ou (iii) toute autre personne en vertu de toute autre disposition applicable du SFA, conformément aux conditions de ladite disposition.

Luxembourg: L'UBP est enregistrée auprès de l'autorité de supervision luxembourgeoise, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Italie: Union Bancaire Privée (Europe) S.A., Succursale di Milano, opère en Italie en vertu du passeport européen dont bénéficie sa société mère, Union Bancaire Privée (Europe) S.A., valable pour l'ensemble du territoire de l'Union européenne, et est ainsi autorisée à fournir des services et à exercer des activités pour lesquels sa maison mère, Union Bancaire Privée (Europe) S.A., a été habilitée au Luxembourg, où elle est réglementée par l'autorité de supervision luxembourgeoise, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Monaco: Le présent document ne doit pas être considéré comme constituant une offre publique ou une sollicitation similaire en vertu de la législation de la Principauté de Monaco, mais il peut, à titre d'information, être mis à la disposition des clients d'Union Bancaire Privée, UBP SA, Succursale de Monaco, un établissement réglementé, en matière d'activités bancaires, par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et, en matière d'activités financières, par la Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF).

Novembre 2018

Union Bancaire Privée, UBP SA | Siège social
Rue du Rhône 96-98 | Case postale 1320 | 1211 Genève 1 | Suisse
ubp@ubp.com | www.ubp.com

Signatory of: PRI Principles for Responsible Investment

Inscrivez-vous à notre newsletter sur ubp.com