PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2020

L'ÉCONOMIE GLOBALE À LA CROISÉE DES CHEMINS

UBP

Union Bancaire Privée

L'ÉCONOMIE GLOBALE À LA CROISÉE DES CHEMINS

MICHAËL LOK
CIO Groupe et Co-CEO
Asset Management

Avant-propos

Après le choc causé par les corrections de près de 20% intervenues sur le quatrième trimestre 2018, les marchés actions mondiaux ont fortement rebondi début 2019, la Réserve fédérale américaine ayant mis un terme à ses hausses de taux au premier trimestre, avant de revenir à un assouplissement marqué dans le courant de l'année.

Nous nous attendions à une croissance mondiale désynchronisée entre les grandes régions, et nos anticipations se sont révélées justes. L'économie américaine est en effet restée robuste, alors que les autres principales puissances ont affiché un ralentissement soutenu, pour se trouver juste au bord de la récession en fin d'année. De plus, comme nous le prédisions en 2018, nous avons assisté à une aggravation des tensions commerciales, et l'incertitude qui s'en est suivie a pesé sur les attentes de croissance mondiale tout au long de l'année. Dans ce contexte, les banques centrales ont été amenées à adopter des mesures d'assouplissement monétaire, conduisant ainsi les rendements obligataires à renouer avec leurs plus bas historiques, voire tomber en dessous dans certains cas. Malgré les incertitudes autour de la croissance économique et des prévisions bénéficiaires régulièrement revues à la baisse durant l'année, les actions ont, comme attendu, surpassé les obligations en 2019.

Notre approche centrée sur le risque en portefeuilles – au travers des produits structurés et des hedge funds – nous a été bénéfique sur l'année, la montée de la volatilité dans toutes les classes d'actifs ayant même été plus forte que celle attendue selon notre scénario prudent. S'agissant des thèmes d'investissement, notre focalisation sur les tendances séculaires a continué à porter ses fruits, et l'attention accordée au segment de l'*impact investing*, en plein essor, s'est avérée particulièrement pertinente.

En ce qui concerne l'année à venir, les banques centrales semblent prêtes à poursuivre leurs efforts visant à stabiliser les marchés globaux du crédit, du moins jusqu'à ce que les autorités budgétaires à travers le monde puissent commencer à augmenter les dépenses publiques, réduisant la charge de l'ajustement cyclique sur la seule politique monétaire. Le délai nécessaire à la mise en œuvre de ces nouveaux programmes de dépenses laisse envisager une nouvelle hausse de la volatilité, surtout début 2020. Cette relance budgétaire attendue, qui pourrait intervenir en premier lieu en Europe continentale, s'accompagnerait alors d'une remontée des risques pour les investisseurs en obligations. Par conséquent, au sein des portefeuilles obligataires, une approche centrée sur le risque et la préservation du capital est à privilégier, plutôt que la recherche de rendement, comme généralement observé ces dernières années. En outre, à l'heure où les rendements des obligations gouvernementales sont proches de leurs plus bas historiques, les investisseurs auraient intérêt, en 2020, à élargir leur champ d'investissement et à opter pour une diversification accrue parmi les actifs dits de protection, notamment l'or et les devises refuges.

La politique d'assouplissement des banques centrales et l'expansion de leur bilan devraient contribuer à contenir la faiblesse des marchés actions jusqu'à ce que la relance budgétaire soit mise en place de façon plus systématique vers la fin 2020. D'ici là, l'exposition en hedge funds «long-short» devrait rester un outil de gestion de risque essentiel durant l'année à venir.

Par ailleurs, en 2020, l'investissement socialement responsable devrait continuer à susciter un attrait grandissant à travers le monde. Le segment de l'*impact investing*, qui a enregistré une solide tendance sur les marchés développés en 2019, est appelé à connaître un fort développement également sur les marchés émergents avec la nouvelle décennie qui s'ouvre. De plus, les approches selon des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) devraient être de plus en plus prisées des investisseurs, leur permettant de personnaliser leurs portefeuilles afin d'atteindre leurs objectifs d'investissement tout en agissant en accord avec leurs propres valeurs.

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

SOMMAIRE

UNE ÉCONOMIE MONDIALE EN TRANSITION: DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE À LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Perspectives d'investissement 6

INVESTIR À LA CROISÉE DES CHEMINS DE L'ÉCONOMIE GLOBALE

Allocation d'actifs 10

LA TRANSFORMATION DE LA CHINE S'ACCÉLÈRE

Chine 12

COMMENT PROFITER DU DIVIDENDE DU BREXIT

Actions 14

SURFER SUR LA RÉVOLUTION FINTECH

Focus sectoriel 15

INVESTIR DANS UN ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS

Obligations 16

LE DOLLAR PERD DE SA VIGUEUR

Marché des changes

18

RÉSERVER UNE PLACE POUR L'OR AU SEIN DES PORTEFEUILLES

Matières premières

20

LES CHALLENGES DE L'ÉLECTION PRÉSIDENTIELLE

Politique américaine

21

UN ATTRAIT GRANDISSANT POUR LES PROBLÉMATIQUES ESG

Investissement responsable

22

LA GLOBALISATION DE L'*IMPACT INVESTING*

Investissement responsable

23

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT

UNE ÉCONOMIE MONDIALE EN TRANSITION: DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE À LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'année 2020 offre l'opportunité d'avoir recours de manière conjointe et parallèle aux deux leviers majeurs de la politique économique – monétaire et budgétaire. Ainsi, les gouvernements et les banques centrales seront à l'avenir plus étroitement associés dans la gestion du cycle.

La croissance mondiale a atteint un pic en milieu d'année 2018 et ralentit depuis. Toutes les régions sont concernées et les politiques économiques sont interpellées pour relancer le cycle, ou du moins tenter d'amortir les effets les plus négatifs issus de la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine.

Face aux risques de conflit commercial et d'affrontement pour un leadership technologique, voire de guerre des devises, la confiance des industriels et l'investissement sont en berne. Les risques politiques restent à un niveau élevé étant donné la prochaine élection présidentielle aux Etats-Unis, les modalités incertaines quant à la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, mais également la perspective de nouvelles élections en Europe continentale. Cela alimente ainsi un climat d'insécurité, avec un réel manque de visibilité venant peser sur les décisions d'embauche des entreprises, et aussi sur le moral des consommateurs.

L'enjeu primordial pour la nouvelle année est que le ralentissement constaté en cette fin 2019 ne se transforme pas en récession et qu'au contraire, il laisse place à une phase de stabilisation ainsi qu'à l'émergence d'un rebond à l'image du scénario observé en 2015-2017. Les marchés financiers, comme les ménages et les entreprises, se tournent vers les tenants de la politique économique, et en tout premier lieu vers les banques centrales, pour ancrer le cycle et repousser le spectre d'une récession généralisée.

L'année 2019 a déjà vu un tournant stratégique de la part des banques centrales, qui ont abandonné les hausses de taux d'intérêt pour revenir à des politiques monétaires accommodantes, assorties de baisses de taux directeurs et de nouvelles injections de liquidités.

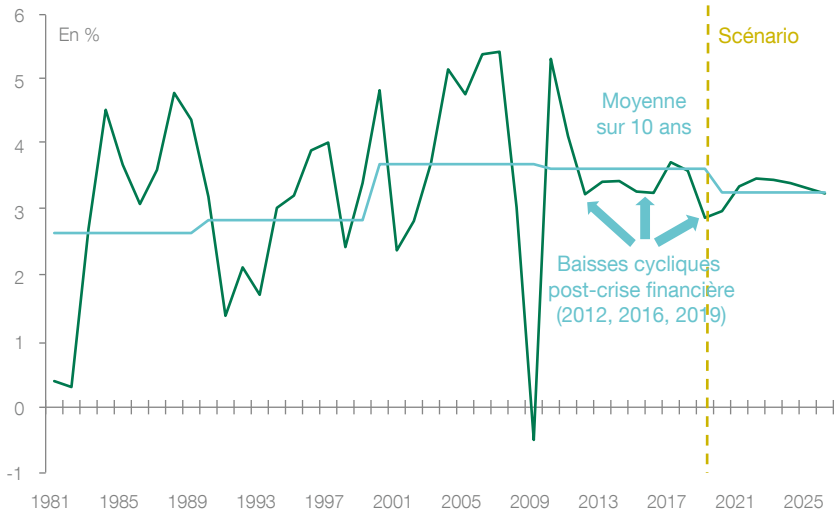
Cet environnement monétaire très accommodant devrait perdurer en 2020 et d'autres ajustements à la baisse sont attendus ces prochains trimestres. Nous devrions aussi assister à des injections de liquidités abondantes, car des tensions sporadiques sont apparues, notamment aux Etats-Unis, qui traduisent une moins bonne diffusion des liquidités dans les circuits économiques et financiers.

Les politiques économiques sont interpellées pour relancer le cycle de croissance.

Par ailleurs, une grande partie des obligations gouvernementales se traitent désormais avec des rendements négatifs, et la situation est donc fondamentalement différente de celle qui prévalait au moment de la crise financière de 2008. A ce moment-là, l'action des banques centrales avait été primordiale pour restaurer le fonctionnement des marchés monétaires, et aussi permettre une reprise de l'offre de crédit. A l'heure actuelle, le problème est moins le fonctionnement des marchés que de veiller à ce que les derniers ajustements monétaires soient transmis à l'économie réelle.

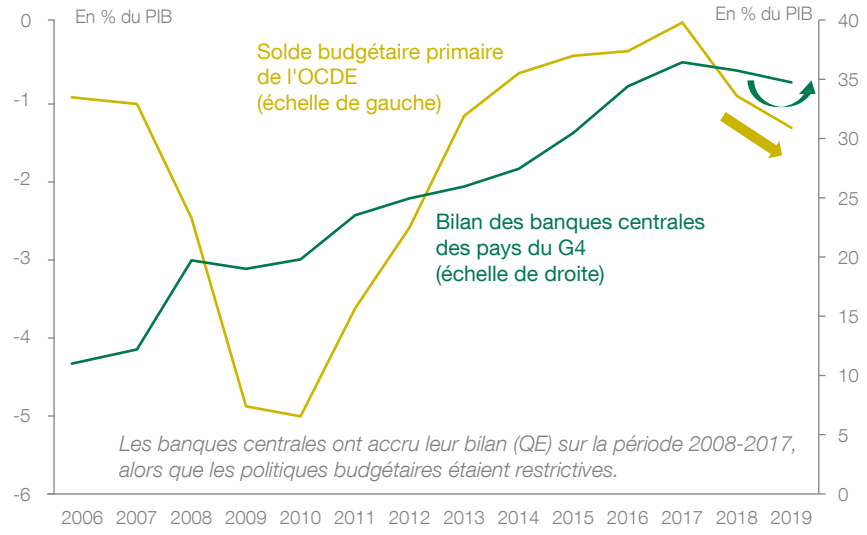
Ainsi, le modèle de relance monétaire de la dernière décennie montre désormais ses limites, car même si cela favorise les actifs financiers, la diffusion à l'économie réelle reste limitée, à l'exception du secteur immobilier.

CROISSANCE DU PIB MONDIAL



Sources: FMI, Economic & Thematic Research - UBP

POLITIQUE MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE GLOBALE



Sources: OCDE, Banques centrales, UBP

De plus, les taux d'intérêt bas, voire négatifs dans certaines régions, ont mis à mal la profitabilité des banques, et les possibilités de réduction importante des taux apparaissent donc plus limitées à l'avenir. Les deux premières économies mondiales ont certes encore une marge de manœuvre en termes de baisses de taux. Toutefois, les mêmes recettes de politique monétaire ne produisent plus les mêmes effets qu'en 2008-2009, et un changement de régime de politique économique est désormais nécessaire pour prolonger le cycle mondial.

Ce régime devrait prévoir l'ouverture d'un nouveau chapitre qui accorde un plus grand rôle à la politique budgétaire, tandis que la politique monétaire reste accommodante. La nécessité d'une nouvelle approche s'appuie sur plusieurs constats, comme le fait que les taux d'intérêt devraient se maintenir longtemps à des niveaux bas, que les politiques budgétaires sont restées restrictives malgré le ralentissement économique qui s'installait, et que la diminution des taux d'intérêt génère mécaniquement une baisse du service de la dette des Etats.

Une fenêtre d'opportunité s'ouvre pour mettre en place une relance cyclique via la politique budgétaire.

Par conséquent, une fenêtre d'opportunité s'ouvre aujourd'hui pour mettre en place une relance cyclique au travers de la politique budgétaire, laquelle s'appuiera sur une politique monétaire toujours accommodante. A l'opposé de 2009, où le sommet du G20 avait débouché sur un plan de relance général et coordonné, les politiques budgétaires attendues resteront dépendantes des situations locales, et donc sans coordination préalable. Les montants en jeu, tout comme les secteurs ciblés, varieront donc d'un pays à l'autre.

De plus, le tempo des marchés financiers, qui attendent l'annonce de soutiens budgétaires, est différent de l'agenda des politiques, et ce décalage risque parfois de susciter quelques déceptions.

Selon les pays, les élections à venir ou les coalitions fragiles en place ne sont guère favorables à de grandes décisions, ce qui implique que les mesures budgétaires ne devraient apparaître qu'au fil de l'eau en 2020, avec un calendrier propre à chaque pays.

Des marges de manœuvre existent, avec notamment la diminution du service de la dette du fait des taux d'intérêt bas, ce qui peut représenter jusqu'à 1% du PIB dans certains pays. Ce serait donc entre 0,5% et 1% de PIB qui pourrait être mobilisé selon les différentes économies. L'Allemagne est le pays qui a le plus de marge: il vise à équilibrer ses projets de finances, mais ressort avec un surplus d'exécution significatif, qui pourrait s'inscrire autour de 1,5% du PIB en 2019.

Cependant, au-delà de la question de la marge de manœuvre, ce qui manque véritablement pour fédérer une relance budgétaire, ce sont les volontés politiques ou la notion d'urgence de la situation. Ainsi, aux Etats-Unis, le projet de réduction des impôts des classes moyennes est bloqué en raison des querelles entre les deux grands partis au sein du Congrès.

Les pays pourraient aussi expérimenter des mesures de relance spécifiques, en dehors des budgets. A ce sujet, les Etats-Unis ont étudié un plan d'infrastructures d'USD 2'000 milliards, qui est toutefois resté au point mort à ce jour. L'Allemagne, quant à elle, a lancé un plan «climat», mais celui-ci n'aura que peu d'effet sur la conjoncture. Au niveau européen, il est à espérer un plus grand appétit en matière de relance de la part de la nouvelle Commission au pouvoir, mobilisant les ressources et les capacités financières de la zone euro.

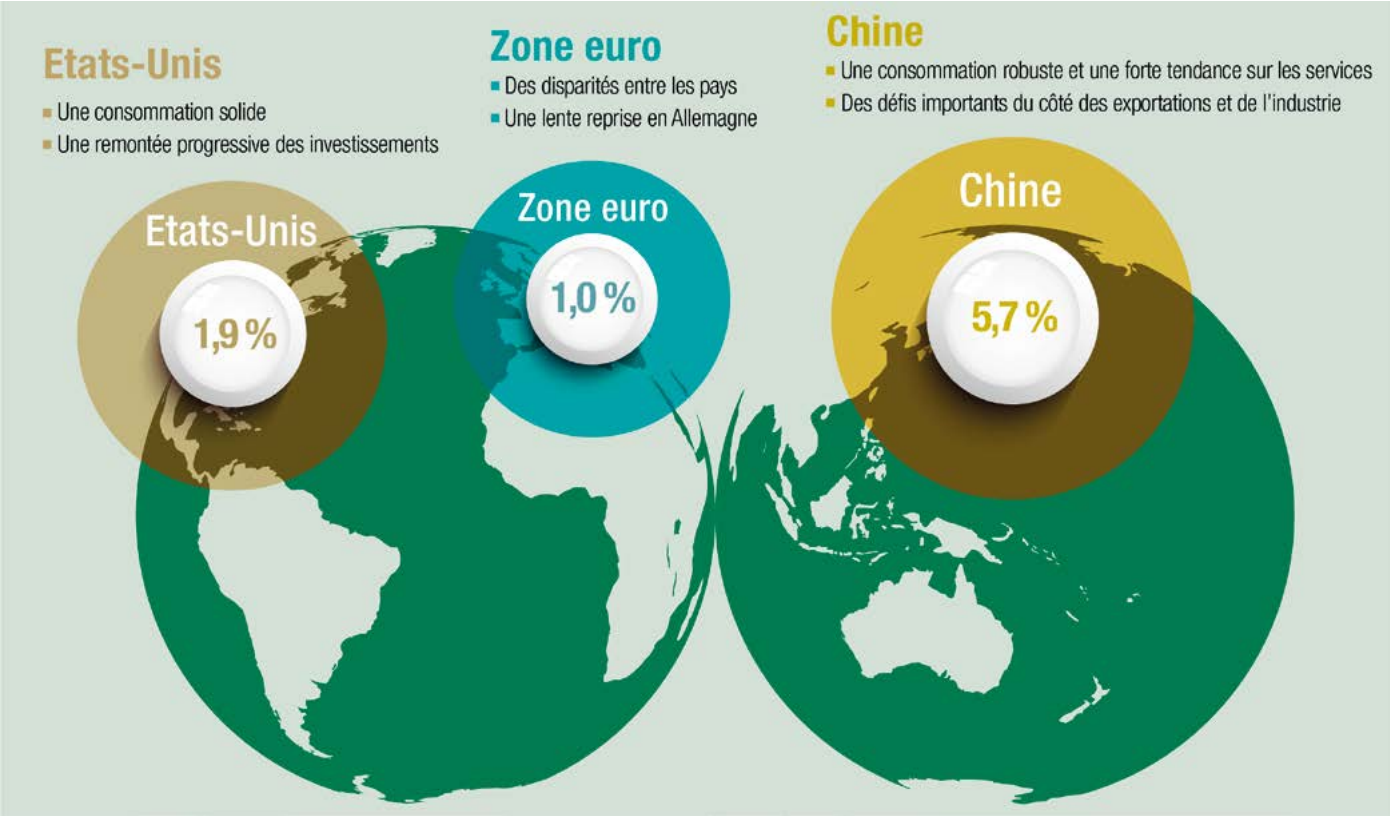
Une refonte structurelle des dépenses publiques doit aller de pair avec la relance budgétaire en 2020.

Il faut donc s'attendre à un soutien budgétaire dans la durée plutôt qu'à une relance ponctuelle spécifique à chaque pays. Cette politique permettrait dès lors aux Etats-Unis de conserver une croissance proche de 2% en tendance. Quant aux pays européens et au Japon, ils pourraient ainsi rester autour de leur croissance potentielle, qui évolue aux environs de 0,5% à 1,5% selon les pays.

Dans ce cas, la récession en place dans le secteur industriel en cette fin d'année 2019 laisserait place à une reprise, sous réserve d'un apaisement des tensions commerciales, ainsi qu'à un rebond global de l'investissement. Les services et la consommation seraient aussi consolidés dans leur rôle de socle de la croissance.

Sans ces mesures, les perspectives pour 2020 risquent d'être atones, avec une croissance qui s'acheminerait vers 1,5% aux Etats-Unis et qui serait à peine de 1% en Europe.

DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE MODÉRÉES EN 2020



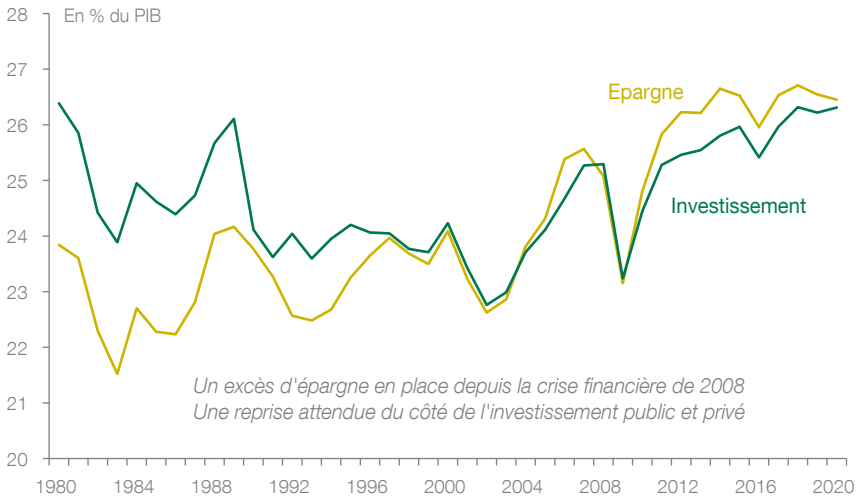
Source: Economic & Thematic Research - UBP

La Chine et les autres pays asiatiques ont annoncé dès 2019 une politique monétaire assouplie, combinée à des mesures de relance budgétaire, le tout visant à compenser les freins liés à la contraction du commerce mondial. Toutefois, ces mesures étant ciblées sur certains secteurs, il faudra du temps avant qu'elles parviennent à stabiliser la conjoncture. Les perspectives de croissance devraient donc se situer entre 5,5% et 5,9% pour la Chine en 2020.

Mais le challenge le plus important pour l'ensemble des régions – au-delà de protéger l'emploi et la consommation en 2020 – sera de faire face à une baisse de la croissance potentielle à horizon de 2025, due au vieillissement de la population active, ce qui concerne beaucoup de pays, y compris la Chine. L'augmentation des investissements en faveur des infrastructures, de la R&D et de la formation de la main-d'œuvre est primordiale pour éviter d'entrer, à moyen terme, dans un cycle de croissance médiocre. Ainsi, la réorientation des dépenses publiques est une refonte structurelle qui doit aller de pair avec la relance budgétaire cyclique attendue en 2020, plutôt que de distribuer du pouvoir d'achat à très court terme. Dans ces conditions, la hausse des dépenses publiques ne conduirait qu'à une légère augmentation structurelle de la dette publique car la croissance s'inscrirait dans une tendance plus soutenue.

En conséquence, la croissance mondiale pourrait échapper au ralentissement à l'œuvre depuis la fin 2018, au prix d'une relance budgétaire qui profiterait opportunément de la politique monétaire accommodante, susceptible de rester en place en 2020. Des dépenses et des projets publics ciblés permettraient aussi de repousser les contraintes liées à la faiblesse des gains de productivité et au déclin de la population active, ces derniers représentant des freins structurels qui pèsent sur la croissance potentielle des pays développés, et désormais de certains pays émergents également.

ÉPARGNE ET INVESTISSEMENT À L'ÉCHELLE MONDIALE



Sources: FMI, UBP

ALLOCATION D'ACTIFS

INVESTIR À LA CROISÉE DES CHEMINS DE L'ÉCONOMIE GLOBALE

L'environnement devrait jouer en faveur des actions. Les rendements obligataires sont en effet appelés à rester très bas vu la transition qui émergerait en 2020, entre la politique monétaire et les mesures budgétaires pour relancer l'économie mondiale. Ce changement devrait conduire à la fin de la tendance haussière du dollar, et les marchés des devises pourraient offrir des opportunités en termes de gestion des risques et de génération de performance totale.

Dans le cadre de leurs efforts pour atténuer le ralentissement de l'économie observé sur la majeure partie de l'année, les décideurs politiques à travers le monde ont commencé à revoir leur approche, même si cela reste encore timide. La politique monétaire peut certes aider à soutenir l'activité, mais c'est la relance budgétaire qui constitue le catalyseur pour une dynamique de croissance plus forte. Cependant, l'économie mondiale n'en est qu'au tout début de cette phase de transition, ce qui fait peser un risque. En effet, les nouveaux programmes de dépenses pourraient mettre du temps à arriver, alors que les politiques monétaires additionnelles atteindront leurs propres limites, comme souligné dans la section précédente.

Par conséquent, sur l'année à venir, les investisseurs devraient chercher à opérer un repositionnement en faveur des actions, tout en optant pour une gestion active du risque de taux d'intérêt au sein de leur exposition obligataire globale. La reprise économique provenant des mesures de relance adoptées à travers le monde durant l'année 2019 devrait aider la transition évoquée plus haut. Il faut cependant reconnaître que, d'un point de vue plus tactique, il sera important pour les investisseurs de gérer le risque lié à ce changement.

Pour les investisseurs en obligations, l'année 2019 a été positive, du fait de la forte baisse des rendements obligataires au niveau mondial, mais la gestion des risques devrait faire l'objet de toutes les attentions en 2020 (cf. page 16). Toutefois, les nouvelles mesures d'assouplissement monétaire et l'expansion du bilan de la Réserve fédérale américaine (Fed) et de la Banque centrale européenne (BCE) témoignent de leur volonté de contenir un élargissement important des spreads de crédit qui pourrait faire dérailler la reprise économique naissante à l'échelle mondiale. A tout le moins, les investisseurs devraient cependant assister à une volatilité accrue sur les marchés obligataires, une tendance qui a débuté en 2019 (cf. graphique).

Dans la perspective de 2020, les investisseurs en obligations devraient être rassurés par le fait que la Fed et la BCE se sont engagées à stabiliser les conditions financières d'une manière globale, et plus spécifiquement, les marchés locaux du crédit. Par conséquent, une exposition au crédit d'entreprise («corporate») détenue jusqu'à l'échéance devrait s'avérer attrayante, même durant cette période de hausse de la volatilité. En contrepartie, les investisseurs seront amenés à modérer leur exposition aux taux d'intérêt, notamment dans l'anticipation d'une accélération des dépenses budgétaires au cours de la nouvelle année.

Se repositionner en faveur des actions, avec en parallèle une gestion active du risque de taux d'intérêt au sein d'une exposition obligataire globale.

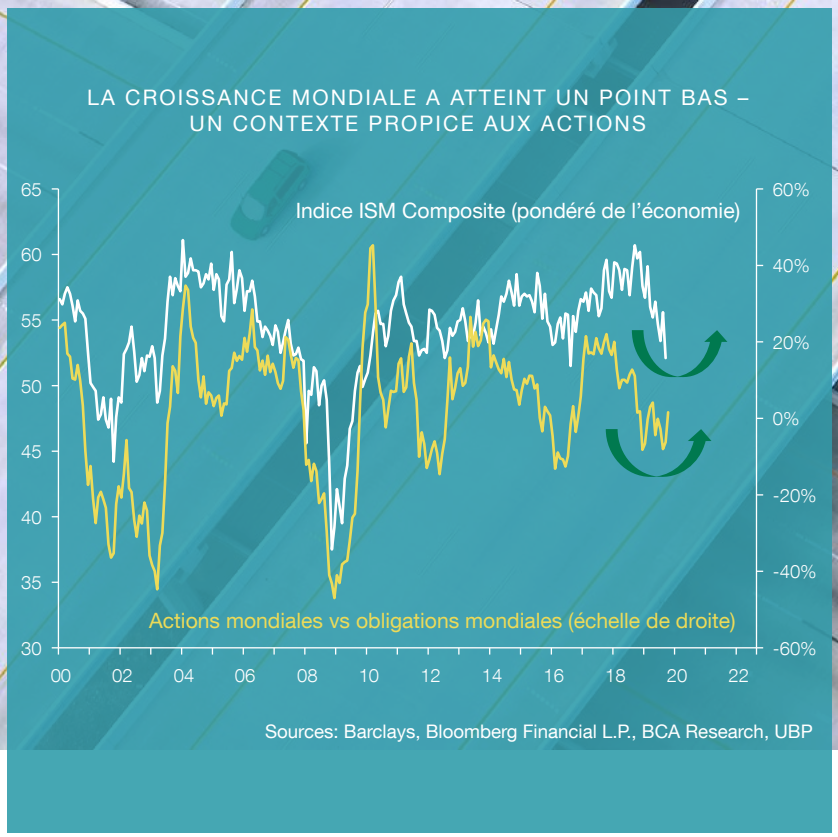
LA BAISSE DE LA VOLATILITÉ DES OBLIGATIONS OBSERVÉE SUR LA DERNIÈRE DÉCENNIE TOUCHE À SA FIN

Sources: ICE Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg Financial L.P.

Les investisseurs en obligations des marchés émergents devraient également tirer parti d'un contexte global plus favorable. Toutefois, les risques spécifiques, à plus ou moins court terme, au sein de ce segment sont plus prononcés que ceux constatés sur les marchés du crédit aux Etats-Unis ou en Europe. Les obligations des marchés émergents, en particulier, pâtissent du fait qu'elles ne bénéficient pas des mêmes soutiens de la part de leurs banques centrales que ceux de la Fed et de la BCE envers leurs places obligataires.

De plus, à l'image de 2019, l'univers des obligations émergentes est plus particulièrement exposé au risque spécifique lié à la Chine. Le pays devrait, selon nous, continuer à se concentrer sur son programme de réforme domestique pendant la trêve commerciale avec les Etats-Unis. Dans ce contexte, les marchés obligataires émergents pourraient, en 2020, souffrir d'un manque de catalyseurs par rapport à leurs homologues des marchés développés.

Les actions mondiales, en revanche, devraient bénéficier d'un rebond de l'activité américaine et globale, ainsi que de prévisions de croissance en hausse début 2020, comme observé sur les périodes 2011-2012 et 2015-2016 (cf. graphique).



Ainsi, étant donné les mesures prises par les banques centrales durant le second semestre 2019 pour réduire la probabilité d'un renversement du cycle de crédit, les contraintes qui avaient pesé sur les investisseurs pendant une grande partie de l'année commencent enfin à s'estomper. Les risques géopolitiques ont paru s'apaiser en cette fin d'année, avec une pause dans le conflit commercial sino-américain (cf. page 21) et un accord trouvé sur le Brexit (cf. page 14), même s'il reste une ombre au tableau – les tensions toujours aussi vives au Moyen-Orient.

Vu les valorisations élevées des actions américaines, le principal moteur de performance en 2020 sera une amélioration des perspectives de croissance des bénéfices, lesquelles sont tombées à près de zéro vers la fin 2019. Les prévisions pour 2020 apparaissent certes optimistes à l'approche de la nouvelle année, mais des anticipations plus modérées, conjuguées à une embellie des perspectives de croissance sur l'année à venir, restent de bon augure pour les actions dans leur ensemble.

Par ailleurs, comme nous l'avions souligné dans nos Perspectives d'investissement 2019, si les actions américaines ont devancé leurs homologues globales depuis la fin de la crise financière de 2008, leur surperformance commence à s'essouffler. En effet, les actions d'Europe continentale, qui ne sont pas soumises aux mêmes obstacles que les actions américaines en termes de valorisations, ont su garder le rythme de ces dernières en 2019, grâce notamment à une devise faible. De plus, avec le feuilleton interminable du Brexit qui semble enfin proche du dénouement, les actions britanniques, tout comme celles d'Europe continentale, devraient bénéficier de la dynamique des politiques budgétaires au début de l'année prochaine. Bien que les investisseurs aient cherché à trouver refuge du côté des entreprises globales en zone euro et au Royaume-Uni tout au long de l'année 2019, il paraît désormais intéressant de s'orienter vers des sociétés plus domestiques dans la mesure où les turbulences s'éloignent.

Alors que les actions des marchés émergents ont historiquement bénéficié d'une amélioration de la croissance mondiale, nous pensons qu'une approche de sélection de titres active au sein de cet univers constituera une réelle source de valeur ajoutée. S'agissant de la Chine (cf. page 12), nous sommes convaincus que les grandes tendances de consommation domestiques offrent de véritables opportunités, surtout sur le segment des actions A (A-Shares) onshore en 2020.

De plus, avec des anticipations de bénéfices encore modestes, les investisseurs devraient également chercher à profiter de la hausse attendue de la volatilité sur les marchés des changes mondiaux pour améliorer les perspectives de performance totale de leurs portefeuilles. Ainsi, étant donné que la vigueur affichée par le dollar US sur les deux dernières années semble toucher à sa fin (cf. page 18), la nouvelle année laisse envisager des opportunités tactiques à saisir sur le marché des devises.

Enfin, la transition attendue – d'une politique monétaire vers une politique budgétaire – pour soutenir l'économie mondiale pourrait ne pas être un long fleuve tranquille… C'est pourquoi la façon dont ce changement sera opéré aura une importance considérable en termes de gestion des risques. En 2020, les obligations gouvernementales de duration longue pourraient offrir des opportunités tactiques, et une plus grande exposition aux actifs dits de protection sera une source de diversification importante. Selon nous, les valeurs refuges – à savoir le yen et le franc suisse, ainsi que l'or (cf. page 20) – présentent en particulier des opportunités de diversification attractives.

CHINE

LA TRANSFORMATION DE LA CHINE S'ACCÉLÈRE

Même si la Chine reste en conflit – commercial et stratégique – avec les Etats-Unis, ce contexte difficile aura aussi permis une accélération de la transformation économique du pays. Les investisseurs devraient s'aligner sur les décisions politiques chinoises en se concentrant sur des secteurs comme la technologie, la santé et l'assurance, ainsi que sur le marché des actions A (A-Shares) onshore pour profiter des opportunités domestiques en 2020.

Durant la dernière décennie, la Chine a vu son statut changer: la puissance industrielle mondiale qu'elle était est devenue un pays au pouvoir d'achat sans cesse croissant. Elle poursuit en effet ses efforts pour relever son objectif de rejoindre le club très fermé des économies mondiales à revenus élevés.

La Chine aurait certes pu voir sa dynamique de croissance mise à mal par cette guerre commerciale de près de deux ans, avec le risque que le conflit s'étende à d'autres questions stratégiques. Toutefois, cette opposition entre les deux grandes puissances mondiales aura poussé la Chine à accélérer certains des volets les plus sensibles de sa transformation économique.

En effet, dans ce contexte de guerre commerciale, les domaines où la Chine était vulnérable ont ainsi été exposés à des pressions extérieures, ce qui a incité le pays à renforcer son autosuffisance autant que possible. Les efforts visant à diversifier les circuits d'approvisionnement et à ouvrir des segments clés de l'économie chinoise ont été une réponse importante, quoique peu médiatisée, à ce conflit qui a, lui, monopolisé l'actualité tout au long de l'année écoulée.

La guerre commerciale sino-américaine a accéléré la transformation économique de la Chine.

Face à cet environnement en constante mutation, les investisseurs devraient opter pour une approche active, en ajustant leur positionnement selon les initiatives des décideurs politiques chinois sur le long terme. Cette stratégie avait nettement profité aux investisseurs en Chine dans les années 1980, alors que le pays a évolué, passant de grand exportateur à une nation centrée sur le développement de ses infrastructures domestiques et, plus récemment, sur la volonté de donner davantage d'importance à la consommation (cf. tableau).

Pour l'année à venir, nous nous attendons à ce que la Chine poursuive son développement et maintienne son leadership dans des technologies clés, tout en réorientant son focus sur la consommation, pour inclure des segments tels que l'éducation, les activités de jeux et loisirs en ligne ou encore les assurances, ce qui offre des opportunités aux investisseurs sur ces secteurs.

Au-delà de ces aspects, les récents développements ont également révélé que la Chine avait revu ses axes de priorité. Les responsables politiques aux Etats-Unis ayant menacé de limiter l'accès des sociétés chinoises aux marchés de capitaux américains, la Chine a pu prendre conscience de la faiblesse de son système bancaire domestique et du fait que sa dépendance à ces marchés constitue une vulnérabilité majeure pour son économie. Ceci a conduit à deux changements importants pour le pays: le lancement tant attendu d'un programme de restructuration de son système bancaire domestique et l'ouverture de ses marchés d'actions et d'obligations aux investisseurs étrangers.

Dans la mesure où la réforme du secteur bancaire s'accompagne tout autant de potentiels obstacles que d'opportunités, deux stratégies peuvent aider les investisseurs à naviguer au mieux dans cette période de transformation.

Plans quinquennaux	Objectifs de politique	Société	Secteur	Période	Performance totale (CAGR)	Indice Actions H (H-Shares)	Perf. relat. après 5 ans
1986-1990 et 1991-1995	Hausse de 35% des volumes d'exportations	Li & Fung	Exportations	1992-2000	55,0%	(10,2%)	(26,5%)
1996-2000	Renforcement des infrastructures	China Mobile	Télécoms	1997-2005	55,0%	(19,9%)	(2,2%)
2001-2020	Accélération des avancées technologiques	Tencent	Internet	2005-auj.	47,1%	8,8%	N/A
2006-2010	Augmentation de la part des services	China Construction Bank	Banque	2005-2010	27,4%	22,2%	1,7%
2006-2010	Augmentation de la part des services	China Life Insurance	Assurances	2005-2010	40,8%	22,2%	(1,4%)
2011-2015	Réorientation vers la consommation	Brilliance China Auto	Automobile	2011-2015	11,0%	(1,9%)	(5,7%)

Premièrement, le marché domestique des actions-A offre aux investisseurs une plus large exposition aux secteurs clés du pays, notamment les ventes au détail et la santé, mais il lui manque le focus de la «vieille économie» sur les secteurs des télécommunications, de l'énergie et de la banque traditionnelle observé sur le marché des actions H (H-Shares) offshore. Les efforts déployés pour développer et approfondir ce marché devraient générer davantage d'opportunités et permettre d'aligner les intérêts des investisseurs avec les objectifs politiques plus larges de la Chine. Par ailleurs, grâce à ces initiatives, la croissance des bénéfices des actions A – qui constitue le moteur majeur de la performance totale en Chine – devrait continuer à surpasser celle du marché chinois offshore et celle des marchés émergents dans leur ensemble, comme cela a pu être observé régulièrement sur les cinq, dix et vingt dernières années.

Enfin, la transformation accélérée de l'économie chinoise conduira, selon nous, à des accès de volatilité, qui pourraient être mieux appréhendés au travers de certaines stratégies de hedge funds «long-short» centrées sur le marché chinois. Cette exposition devrait également constituer un outil de protection sur le second semestre 2020 et début 2021, car le risque de regain de tensions entre les Etats-Unis et la Chine pourrait s'accentuer lorsque l'issue des élections présidentielles américaines deviendra claire (cf. ci-dessous).

QUELLE SUITE À LA GUERRE COMMERCIALE SINO-AMÉRICAINE ?

Cet automne, le conflit commercial sino-américain a connu un revirement important. Les deux grandes puissances mondiales ont relevé leurs tarifs douaniers sur la quasi-totalité de leurs échanges commerciaux bilatéraux, et étaient prêtes à déplacer leurs différends sur un champ de bataille centré sur la «sécurité nationale».

Les Etats-Unis semblaient vouloir imposer un rideau de fer sur le monde en cherchant à retirer les technologies clés américaines des chaînes d'approvisionnement en 5G et en intelligence artificielle à destination de la Chine. Celle-ci a réagi en manifestant sa volonté de provoquer une forte rupture sur l'approvisionnement industriel américain, ce qui a constitué une véritable menace pour les stratégies de production juste-à-temps qui se sont généralisées depuis les années 1990.

Avec la trêve commerciale conclue en octobre, et dont la signature était prévue lors du Sommet de l'APEC en novembre, les Etats-Unis en particulier ont fait machine arrière, évitant que ce conflit ne se transforme en une bataille acharnée pour le leadership de l'économie mondiale. Ainsi, Donald Trump paraît désormais s'être détourné de la scène internationale pour se recentrer vers les politiques domestiques, mettant toutes les cartes de son côté en vue de la présidentielle de 2020.

Compte tenu de l'issue incertaine des élections américaines et des doutes persistants autour des perspectives économiques (cf. page 6), cette pause fragile semble appelée à durer, même si l'on peut s'attendre à des accrochages mineurs – bien loin toutefois de l'escalade des représailles observée sur la période 2018-2019.

En ce qui concerne la Chine, les récents développements devraient lui faire gagner du temps dans l'avancée de ses réformes, surtout pour des secteurs qui ont vu leurs potentielles vulnérabilités mises en évidence durant la guerre commerciale de 2018-2019. Plus spécifiquement, l'accélération du déploiement de la 5G à l'échelle mondiale et la construction d'un réseau domestique seront déterminantes pour faire de la technologie Huawei un axe essentiel de l'architecture des télécommunications à l'international, et en particulier au sein des économies émergentes.

A l'heure où les Etats-Unis menacent de bloquer l'accès des sociétés chinoises aux marchés de capitaux américains, nous pouvons nous attendre, pour l'année prochaine, au développement des marchés chinois, tant du côté actions que du côté obligataire, mais aussi à une nette accélération de la réforme du système bancaire en Chine.

Si beaucoup espèrent que la défaite des républicains à la présidentielle américaine de 2020 sera synonyme d'un réchauffement des relations entre les Etats-Unis et la Chine, la sénatrice démocrate Elizabeth Warren, l'une des candidates favorites dans la course aux élections, s'est déjà exprimée à ce sujet: «… lorsque le président Trump dit s'intéresser aux tarifs douaniers, je pense que cette question n'est en fait qu'un aspect de la refonte de notre politique commerciale globale.»[1] Il n'est donc pas certain qu'une victoire des démocrates soit la clé pour mettre un terme aux turbulences entre les deux pays en 2021, et l'année pourrait donc, au contraire, être placée sous le signe d'un regain de tensions.

[1] *State of the Union* - CNN, 11 mars 2018

ACTIONS

COMMENT PROFITER DU DIVIDENDE DU BREXIT

Dans l'hypothèse où les conservateurs remporteraient les prochaines élections, le Royaume-Uni devrait voir ses perspectives se stabiliser. Un tel scénario bénéficierait nettement à la livre sterling et aux actions centrées sur le marché domestique. Des secteurs comme les ventes au détail, l'immobilier, la finance ou encore les compagnies aériennes devraient largement profiter de la hausse des dépenses de consommation, du renforcement de l'activité domestique et de l'appréciation de la devise.

Après des années de crise politique, le Royaume-Uni paraît enfin sur le point de sortir des tourments provoqués par le Brexit, faisant ainsi reculer les incertitudes pour les investisseurs financiers et l'économie dans son ensemble. Les prochaines élections générales devraient contribuer à stabiliser l'environnement politique, sous réserve toutefois d'une victoire des conservateurs, comme les sondages d'opinion le suggèrent actuellement. Ce scénario conduirait probablement à tout un train de réformes fiscales (notamment sur le droit de timbre, les droits de succession ou encore la TVA), ainsi qu'à d'importantes mesures de relance budgétaire pour atténuer l'impact du Brexit sur certains secteurs et stimuler la demande sur d'autres.

D'un point de vue macroéconomique, la croissance des exportations s'est stabilisée et la hausse des salaires réels est désormais à nouveau positive, ce qui est important pour une économie centrée sur la consommation. De plus, le déficit budgétaire courant renoue aujourd'hui avec des niveaux d'avant crise, laissant ainsi de la marge pour un assouplissement, à l'heure où le ratio dette publique/PIB est relativement bas en comparaison des autres pays développés.

Pour les investisseurs, deux classes d'actifs se démarquent aujourd'hui comme les grandes gagnantes potentielles dans un scénario de Brexit encadré, à savoir la livre sterling et les actions centrées sur le marché domestique. La livre se traite en effet depuis ces dernières années au-dessous des niveaux d'avant le référendum, en dépit d'une économie britannique solide, et sa juste valeur devrait se situer dans une fourchette de 1,40-1,50 face au dollar US.

Le scénario d'un renforcement de la devise britannique et de mesures de relance budgétaire ciblées sur les segments de la population à revenus faibles ou moyens joue en faveur de secteurs comme les ventes au détail, l'immobilier, la finance et les compagnies aériennes. La performance relative des sociétés de ces secteurs devrait être soutenue par la hausse des dépenses de consommation, le renforcement de l'activité domestique et une livre plus forte.

Deux classes d'actifs se distinguent: la livre sterling et les actions centrées sur le marché domestique.

Les constructeurs immobiliers, par exemple, se traitent à des niveaux de valorisation cycliquement bas, affichent un bilan robuste, versent des dividendes importants, et devraient bénéficier d'une réduction du droit de timbre ainsi que d'initiatives visant à augmenter l'offre de logements résidentiels. Le secteur des ventes au détail profitera probablement d'une reprise de la confiance des consommateurs, tandis que les compagnies aériennes devraient voir la fin de certaines décotes de valorisation importantes, en termes absolus et en comparaison de leurs homologues européennes. Le secteur des services aux collectivités («utilities») apparaît également attrayant, vu ses faibles multiples de valorisation et des rendements du dividende élevés, ce qui devrait retenir l'attention des investisseurs dans un monde en quête de rendement, surtout si une livre faible devait désormais appartenir au passé d'avant le Brexit.

FOCUS SECTORIEL

SURFER SUR LA RÉVOLUTION FINTECH

La Fintech affiche une croissance rapide ainsi qu'un fort potentiel de développement, les taux d'adoption restant relativement faibles dans ce secteur. Plus spécifiquement, le segment des paiements semble le plus prometteur à nos yeux, avec un usage qui connaît une tendance à la hausse séculaire et des marges en nette amélioration, venant encore renforcer la profitabilité des principaux acteurs du marché.

Le secteur de la technologie financière (Fintech) offre des opportunités d'investissement toujours plus vastes et diversifiées au travers de sociétés spécialisées dans différents domaines comme les Paiements mondiaux, les Infrastructures IT financières, les Réseaux et la Sécurité, les Données et Analyses, l'«InsurTech» et le «RegTech» (activités assurantielles et réglementaires digitalisées), ou encore via des plateformes innovantes contribuant à redessiner le paysage financier mondial.

En dépit d'une croissance rapide de la Fintech ces dernières années, le taux d'adoption – notamment la pénétration des services bancaires mobiles simples – est de seulement 33% à l'échelle globale. Le secteur offre une exposition à des pans de l'économie mondiale où les services bancaires auraient sinon été absents ou sous-représentés, surtout dans des marchés émergents comme la Chine et l'Inde, qui affichent aujourd'hui des taux d'adoption bien supérieurs à ceux de nombreux marchés développés. De plus, la Fintech devrait faciliter l'augmentation du taux de pénétration global du e-commerce et donc en tirer parti. A cet égard, la part des ventes au détail totales au sein du e-commerce est attendue en hausse à 18% d'ici à 2021, contre 12% actuellement.

Au sein de la Fintech, en plein essor, nous avons une nette préférence pour le segment des paiements. Il permet de bénéficier de solides opportunités d'investissement via des sociétés profitables affichant des taux de croissance élevés, grâce notamment au fait que les paiements par carte ou automatisés continuent de gagner des parts de marché par rapport au paiement en espèces. D'après les estimations, 85% des transactions mondiales s'opèrent toujours au travers d'espèces ou de chèques, d'où un fort potentiel de hausse pour le taux de pénétration. En outre, les revenus issus du segment des paiements ont démontré leur capacité de résistance dans les périodes de croissance économique plus faible. En effet, l'usage sur ce segment connaît une tendance haussière séculaire venant largement compenser de potentiels freins cycliques.

85% des transactions mondiales s'opèrent encore en espèces ou via des chèques, d'où un fort potentiel de croissance pour la Fintech.

La dynamique de revenus positive enregistrée par les paiements permet aussi aux entreprises leaders sur ce marché de bénéficier d'économies d'échelle et donc d'améliorer leurs marges, ce qui renforce encore leur profitabilité. Les acteurs majeurs dans ce domaine génèrent un solide cash-flow, des marges opérationnelles de 45%-63%, et des taux de croissance des revenus attendus de plus de 10% à moyen terme.

D'autres domaines de la Fintech tels que les Infrastructures IT financières ou les Réseaux et la Sécurité présentent également des opportunités d'investissement attractives, surtout à l'heure où des services comme le «Banking as a Platform» (BaaP) et le «Banking as a Service» (BaaS) ne cessent de gagner du terrain. Nous nous attendons notamment à ce que les sociétés de services et de logiciels génèrent une croissance des revenus supérieure à 10% ainsi que des marges opérationnelles de 27% pour les investisseurs, avec une faible intensité du capital et un fort rendement interne du capital investi (cash flow return on investment - CFROI).

Croissance des revenus attendue pour les sociétés de services et de logiciels:
> 10%

Marges opérationnelles attendues pour les investisseurs:
27%

OBLIGATIONS

INVESTIR DANS UN ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS

Avec près d'USD 13'000 milliards de dettes à taux négatifs, les obligations ont perdu leur statut de placement à faible risque. Cependant, les investisseurs en obligations, même en EUR et en CHF, peuvent toujours bénéficier de réelles opportunités à la fois pour gérer les risques et générer des performances modestes dans un contexte de menaces à long terme sur le segment obligataire.

A l'heure actuelle, environ USD 13'000 milliards de dettes se traitent à des taux négatifs et les rendements des bons du Trésor américain à 30 ans avoisinent les 2% pour la première fois depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Dans cet environnement, les obligations ne représentent donc plus le placement à faible risque auquel les investisseurs étaient habitués, surtout pour ceux en EUR et en CHF.

Cette tendance sur les marchés obligataires mondiaux s'explique non seulement par l'introduction de taux de dépôt négatifs dans la majorité des pays européens et au Japon, mais également par les quelque USD 10'000 milliards de liquidités injectées sur les marchés obligataires via l'assouplissement quantitatif (QE) de la Réserve fédérale américaine (Fed), de la Banque centrale européenne (BCE) et de la Banque centrale du Japon depuis la crise financière de 2008.

A l'approche de 2020, les facteurs à l'origine de ce contexte de taux d'intérêt bas pour les investisseurs obligataires devraient se maintenir à court terme. L'économie américaine apparaît en ralentissement, sous l'effet notamment du conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine, des incertitudes autour du Brexit en Europe, de la pression grandissante sur les salaires, ou encore de la vigueur généralisée du dollar.

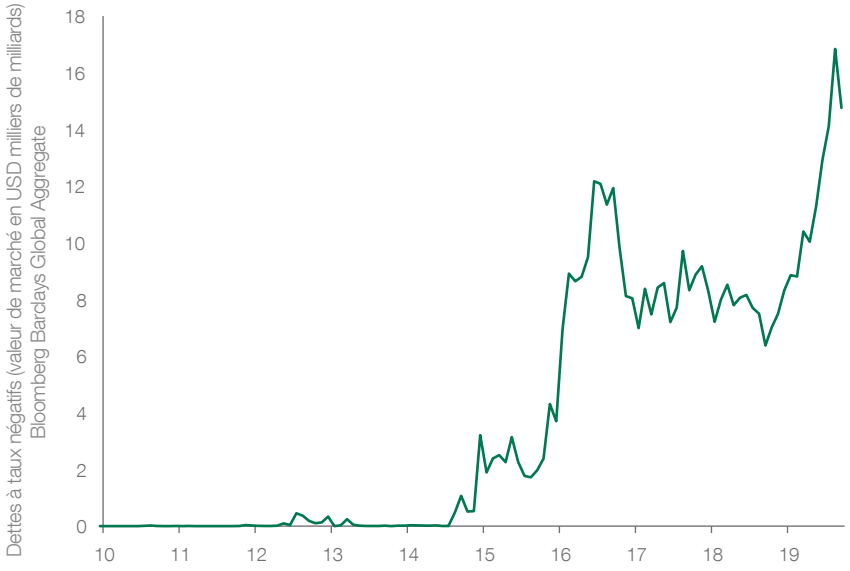
Face à ce risque d'essoufflement de l'activité américaine, la Fed a entamé une nouvelle phase de baisses des taux d'intérêt, mettant ainsi fin à son cycle de hausses de la période 2017-2018. Les spéculations augmentent aussi quant à la possibilité que la Fed soit amenée à renouveler ses injections de liquidités massives vu l'instabilité observée sur les marchés monétaires américains cet automne.

Concernant la BCE et la Banque du Japon, également confrontées à un ralentissement de leurs économies domestiques, elles ont des capacités plus limitées, même si nous nous attendons à des injections de liquidités supplémentaires visant à contenir toute hausse soutenue des rendements obligataires au début de l'année prochaine.

Cependant, plus tard en 2020, les investisseurs devraient se montrer prudents car il existe un risque toujours plus grand que les dépenses gouvernementales accrues en Europe et, à l'horizon 2021 aux Etats-Unis, conduisent à un plancher sur les taux obligataires, laissant ainsi envisager une possible hausse des taux vu la nouvelle offre d'obligations attendue sur les marchés mondiaux. A cet égard, le rendement du Bund allemand de -0,7% observé en 2019 pourrait déjà représenter un tel plancher en cas d'accélération des mesures de relance budgétaire en 2020 (cf. page 6).

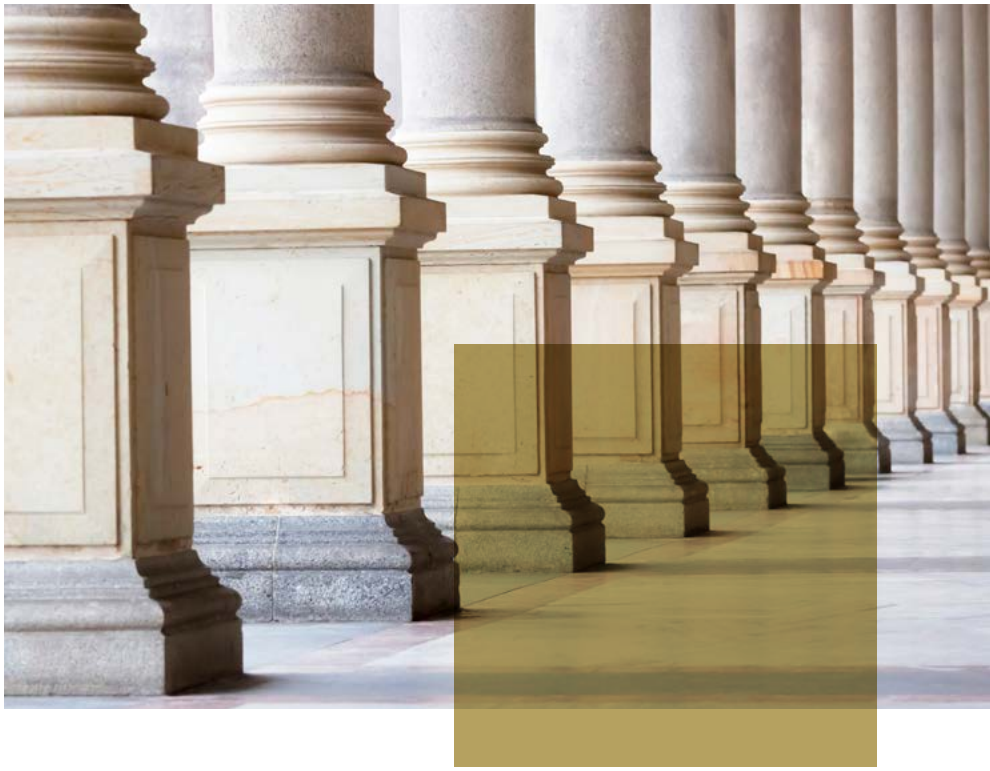
Du côté des investisseurs en USD, les perspectives nous semblent positives en termes d'exposition de crédit de manière générale, étant donné la politique monétaire accommodante et la marge de manœuvre de la Fed pour de nouvelles réductions de taux. En effet, les injections de liquidités et l'assouplissement de la Réserve fédérale américaine devraient contribuer à limiter tout élargissement soutenu des spreads de crédit. Il faut certes s'attendre à une montée de la volatilité, mais les obligations d'entreprises («corporate») de duration courte, sur le segment 1-3 ans, offrent toujours des rendements à maturité supérieurs à l'inflation. Ainsi, la dette

HAUSSE DU STOCK DE DETTES À TAUX NÉGATIFS



Sources: Barclays, Bloomberg Financial L.P.

sur le segment «investment-grade» et la dette «high yield» devraient générer en moyenne un rendement à maturité de respectivement 2,2% et 6%. Par ailleurs, s'agissant de la dette des marchés émergents à court terme, un portefeuille diversifié d'émetteurs soigneusement sélectionnés pourrait conduire à un rendement à maturité de l'ordre de 4,5%.



Une approche centrée sur le risque est primordiale pour les investisseurs obligataires en euro.

Il est primordial de maintenir une faible duration sur le segment du crédit. En effet, premièrement, cela devrait permettre d'éviter les effets d'un éventuel assèchement de la liquidité début 2020 et, deuxièmement, le potentiel de rendement additionnel sur les obligations de duration longue paraît limité étant donné que la courbe de taux est plate.

S'agissant des perspectives en termes de gestion des risques, une exposition à la dette gouvernementale américaine de maturité intermédiaire permettrait aux investisseurs de bénéficier de réductions de taux additionnelles, mais également de se prémunir contre les risques liés à une exposition de crédit au sein des portefeuilles, dans le cas d'un ralentissement économique plus fort qu'attendu.

Pour les investisseurs en EUR, il est plus difficile de construire un portefeuille obligataire qui soit tout aussi défensif, car ils doivent rechercher des obligations avec une échéance de 30 ans en Allemagne, de 15 ans en France, et de 4 ans en Italie pour bénéficier de rendements positifs. Compte tenu du niveau historiquement bas des taux européens, une approche centrée sur le risque semble plus appropriée. Les positions de duration courte permettront aux investisseurs d'éviter des baisses de prix significatives sur les obligations même si les taux s'affichent en légère hausse, comme observé cet automne.

Bien que la dette corporate en EUR de qualité offre des rendements négatifs pour les échéances de moins de 5 ans, il existe toutefois quelques exceptions auxquelles les investisseurs peuvent avoir accès pour construire leur portefeuille. Il s'agit notamment des obligations non éligibles aux rachats d'actifs de la BCE, à savoir la dette émise par les banques, ou par des entreprises non européennes, ou encore par des sociétés à faible notation (BB). Une sélection rigoureuse d'obligations parmi ces diverses catégories, avec une échéance de moins de 3 ans, permet aux investisseurs de profiter de performances en EUR modestes, mais positives, avec une volatilité limitée.

De plus, les fonds obligataires de duration courte investis dans la dette «high yield» ou sur les marchés émergents devraient afficher des performances de 2% à 4% en EUR sur un horizon d'un an. Pour les investisseurs souhaitant étendre leur horizon d'investissement, ce positionnement peut être complété par une sélection de fonds en investissement alternatif avec une volatilité maîtrisée, des obligations convertibles, ou une faible exposition aux marchés actions.

En ce qui concerne les investisseurs en CHF, il est difficile de construire un portefeuille obligataire présentant des performances attendues attractives, compte tenu de l'environnement de taux toujours plus négatifs, conjugué à un univers limité et à un manque de liquidité sur le marché obligataire en francs suisses. Cependant, les investisseurs en CHF peuvent choisir une approche similaire à celle des investisseurs en EUR avec une couverture en CHF.

Plus généralement, les investisseurs doivent toutefois tenir compte des conséquences à long terme de la poursuite de ce contexte de taux d'intérêt bas. Les systèmes de pension ont de plus en plus de difficulté à atteindre leurs objectifs de performance dans la mesure où ils sont incapables de générer des performances positives sans prendre de risques significatifs. Les consommateurs ont vu une érosion des revenus de l'épargne, d'où un besoin accru d'épargne de précaution. De plus, les sociétés qui auraient pu se trouver en difficulté financière profitent de mesures de soutien au travers de coûts de financement maintenus artificiellement bas, ce qui retarde leur nécessaire restructuration. Par conséquent, même si les investisseurs obligataires peuvent encore bénéficier de réelles opportunités pour gérer le risque tout en générant une performance modeste, les menaces ne sont pas près de disparaître si l'environnement de taux bas devait perdurer.

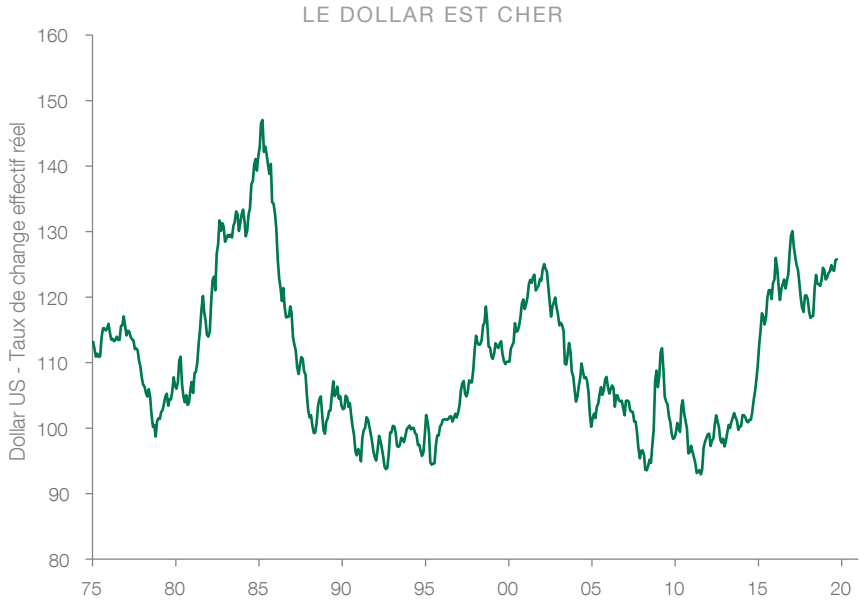
MARCHÉ DES CHANGES

LE DOLLAR PERD DE SA VIGUEUR

La tendance haussière du dollar US semble toucher à sa fin et une légère dépréciation pourrait même être observée en 2020. Les devises refuges traditionnelles, à savoir le yen et le franc suisse, devraient, quant à elles, afficher une bonne tenue. La parité EUR/USD est appelée à se renforcer progressivement l'année prochaine, alors que la faiblesse du yuan devrait peser sur les devises asiatiques.

En 2019, le dollar US (indice pondéré par les échanges commerciaux) s'est apprécié face à la plupart des devises des pays du G10 et celles des marchés émergents à bêta élevé. Cette tendance reflète la forte détérioration de la croissance et des tendances inflationnistes observée dans un grand nombre d'économies avancées. Les anticipations de relèvements de taux ont été revues à la baisse dans de nombreux pays développés, et les banques centrales des marchés développés et émergents ont plutôt eu tendance à assouplir leur politique monétaire, voire de manière agressive dans certains cas. L'USD s'est apprécié sous l'effet de la remontée des rendements qui s'en est suivie. Selon nous, la tendance haussière du dollar semble s'épuiser, et une légère dépréciation du billet vert est à prévoir en 2020, ceci illustrant le ralentissement de la croissance américaine et le recul de l'inflation, mais aussi les baisses de taux de la Réserve fédérale (Fed), ainsi que la surévaluation de l'USD.

La dynamique de croissance américaine s'est essoufflée et il est peu probable d'assister à une reprise significative en 2020. La contraction de l'activité dans le secteur manufacturier observée en cette fin d'année a commencé à gagner d'autres pans de l'économie. L'inflation américaine sous-jacente (hors alimentation et énergie) reste actuellement supérieure à l'objectif de 2% fixé par la Fed, mais la baisse des pressions inflationnistes au niveau mondial devrait lui permettre de se stabiliser, voire de diminuer légèrement l'année prochaine, plaçant la barre assez bas pour des réductions de taux en 2020.



Sources: Bank of International Settlements, Bloomberg Financial L.P.

Nous nous attendons à ce que la Fed poursuive ses baisses de taux, alors que la croissance et l'inflation devraient continuer à reculer aux Etats-Unis en 2020. Elle pourrait aussi réitérer son programme d'assouplissement quantitatif (QE), étant donné que l'instabilité constatée sur les marchés monétaires américains en cette fin d'année indique que la banque centrale a trop resserré sa politique monétaire. Des taux d'intérêt plus bas ainsi que de nouveaux rachats d'obligations apparaissent nécessaires pour stabiliser les marchés monétaires, et ces deux facteurs devraient peser sur l'évolution du dollar en 2020.

Les tendances à l'œuvre sur le front de la croissance, de l'inflation et de la politique monétaire sont en net contraste avec l'évaluation de l'USD. Le billet vert se traite aujourd'hui à des plus hauts de plusieurs années sur une base pondérée des échanges et en termes de taux de change effectif réel. Il lui sera difficile de s'apprécier encore significativement par rapport à ses niveaux déjà élevés. Les autorités américaines ne sont pas à l'aise avec l'évaluation actuelle de l'USD et il est, selon nous, fort probable que l'administration Trump se fasse davantage entendre sur la vigueur du dollar si elle devait s'accentuer encore. Même si nous ne prévoyons pas d'intervention explicite visant à une dépréciation du billet vert, le risque existe.

La faiblesse du dollar pourrait se manifester de différentes façons. Si la Fed réduit ses taux d'intérêt dans un contexte de croissance mondiale robuste, les devises des marchés développés à bêta élevé, telles que la livre sterling (GBP), la couronne suédoise (SEK), la couronne norvégienne (NOK), le dollar australien (AUD) et le dollar néo-zélandais (NZD), ont tendance à surperformer. De la même manière, les devises des marchés émergents à haut rendement affichent généralement une

surperformance dans ce contexte, alors que les devises refuges, comme le franc suisse (CHF) et le yen (JPY), enregistrent traditionnellement une sous-performance.

Cependant, l'environnement économique actuel est marqué par l'essoufflement de la croissance mondiale, le recul de l'inflation, et des anticipations d'inflation modestes. A cela s'ajoutent les inquiétudes liées au conflit commercial sino-américain, ce qui rend la situation d'autant plus complexe. En conséquence, l'USD devrait, selon nous, s'affaiblir globalement sur une base pondérée des échanges, tandis qu'il faut probablement s'attendre à une surperformance des devises refuges traditionnelles. En d'autres termes, nous tablons sur de belles performances du côté de devises telles que le JPY, le CHF et l'or (cf. page 20). Nous estimons que la parité USD/CHF peut s'approcher de 0,95, les risques étant nettement orientés à la baisse. Quant à la parité USD/JPY, elle est susceptible de s'inscrire aux alentours de 100, avec des risques baissiers.

L'euro (EUR) n'est pas une devise refuge en ce sens qu'elle ne s'apprécie pas en cas d'aversion accrue pour le risque. Cependant, nous nous attendons à ce que la parité EUR/USD connaisse une appréciation graduelle durant l'année 2020, reflétant la baisse de régime de l'USD plutôt que la force spécifique de l'EUR. Les actifs en zone euro présentent un profil de risque/rendement comparativement faible. Les entreprises devraient avoir tendance à augmenter leurs achats en EUR étant donné l'excédent actuel de la balance courante de la zone euro (qui constitue cependant une source de demande sous-jacente importante pour l'EUR) et aussi vu la baisse des coûts de couverture en USD (dans la perspective de réductions de taux aux Etats-Unis).

Les devises des marchés développés à bêta élevé devraient continuer à sous-performer tant que la croissance et l'inflation à l'échelle mondiale resteront modestes. En dépit de valorisations favorables, nous ne pensons pas que ces devises puissent s'apprécier fortement face à l'USD. Nous ne voyons donc aucune hausse substantielle pour des devises comme la SEK, la NOK, l'AUD ou le NZD.

Selon nous, la parité GBP/USD se traitera probablement à des niveaux proches de 1,35 et pourrait même atteindre des plus hauts autour de 1,40. L'accord de retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne signifie que les scénarios de «no-deal» les plus pessimistes pourront être évités. Par conséquent, les taux de change de la GBP, nettement sous-évalués, sont appelés à s'apprécier maintenant que les incertitudes se sont dissipées. Nous pensons qu'à moyen terme, la juste valeur de la parité GBP/USD se situe aux alentours de 1,40.

Du côté des devises des marchés émergents, aucun mouvement majeur n'est à prévoir face à l'USD. Les rendements réels sont élevés pour le rouble russe (RUB) et le peso mexicain (MXN), et ces devises ne devraient donc pas subir de baisse importante, la détention de positions «short» étant particulièrement onéreuse. Les devises qui, au contraire, affichent de bas niveaux de rendements réels, à savoir le réal brésilien (BRL), la livre turque (TRY) et le rand sud-africain (ZAR), sont le plus exposées à un risque de forte dépréciation.

En 2019, les devises asiatiques ont dans l'ensemble reculé sous l'effet de la faiblesse du yuan (CNH). Nous prévoyons une modeste dépréciation de cette monnaie en 2020, venant refléter le ralentissement de l'économie chinoise ainsi que la poursuite de la guerre commerciale sino-américaine. Le risque pour les devises asiatiques régionales sera donc orienté à la baisse.

La tendance haussière du dollar touche à sa fin.

D'un point de vue tactique, les investisseurs sur le marché des devises pourraient être confrontés, début 2020, à des risques similaires à ceux observés sur les premiers mois de 2019. Ainsi, compte tenu des rendements très attrayants offerts en USD, et dans la perspective de nouvelles réductions de taux importantes de la Fed, les investisseurs non-USD seront probablement tentés, à court terme, d'acheter des bons du Trésor américain sur une base non couverte. Ils s'attendent en effet à une diminution des coûts de couverture avec la mise en place des baisses de taux. Ce scénario permettrait d'éviter une dépréciation à court terme jusqu'à ce que les investisseurs non-USD cherchent à couvrir leurs positions.

Par ailleurs, les risques de change sont largement conditionnés par la politique économique aux Etats-Unis, où le Congrès est en plein débat sur le projet de loi «Competitive Dollar for Jobs and Prosperity Act». S'il était adopté, cela permettrait d'imposer des «frais d'accès au marché» sur les capitaux entrants, l'objectif étant d'empêcher que la monnaie «spéculative» fasse son apparition sur le marché américain. De plus, cette loi serait aussi censée entraîner une baisse des taux de change USD plus forte que la modeste dépréciation attendue pour 2020.

Au-delà de ces aspects, nous pensons que pour assister à une remontée significative de l'USD par rapport à ses niveaux de fin 2019, il faudrait un choc de croissance négatif à l'échelle mondiale, à l'image de celui observé en 2008-2009, conduisant les investisseurs à rechercher des valeurs refuges, d'où une réorientation massive des flux de capitaux en faveur des bons du Trésor américain et du dollar.

MATIÈRES PREMIÈRES

RÉSERVER UNE PLACE POUR L'OR AU SEIN DES PORTEFEUILLES

Alors que les banques centrales occidentales s'appuient largement sur l'achat d'obligations pour stabiliser l'économie mondiale, les investisseurs centrés sur l'or pourraient bénéficier à la fois de l'environnement de taux d'intérêt toujours plus négatifs (ajustés de l'inflation) et de la poursuite des tensions géopolitiques à travers le monde.

L'incertitude autour de la guerre commerciale sino-américaine et du Brexit, qui avait soutenu le prix de l'or, a récemment commencé à s'estomper, mais ce répit sur le front géopolitique devrait être considéré comme temporaire. Il pourrait néanmoins se maintenir en l'état jusqu'à ce que les perspectives s'éclaircissent quant à l'issue de la présidentielle américaine de 2020. Au-delà, plusieurs facteurs contribuent à favoriser la hausse du cours de l'or.

L'un d'entre eux est la diminution des taux d'intérêt américains ajustés de l'inflation, lesquels devraient poursuivre leur repli en 2020, ce qui laisse penser que le coût d'opportunité pour la détention d'or physique sera inférieur en termes réels. Le fait que la Réserve fédérale américaine (Fed) ait réitéré ses rachats d'obligations au quatrième trimestre 2019 devrait également permettre de limiter la remontée des rendements en 2020. Une baisse des taux d'intérêt réels américains aux alentours de -1% ferait monter le prix de l'once d'or jusqu'à USD 1'700.

Autre catalyseur de la hausse du métal jaune – des taux de dépôt négatifs en Europe. En 2019, la Banque centrale européenne (BCE) a abaissé son taux de dépôt de 10 points de base (pb), à -0,5%. Elle a également renouvelé son programme de rachat d'obligations et revu sa politique de «forward guidance» (pilotage des anticipations). La Banque centrale de Suède (Riksbank) et la Banque nationale suisse (BNS) ont aussi maintenu des taux de dépôt négatifs, de respectivement -0,25% et -0,75%. Lorsque les banques de détail («retail») se mettront à répercuter le coût des taux de dépôt négatifs sur leur clientèle, l'or physique suscitera un intérêt grandissant de la part des investisseurs particuliers («retail»), ce qui aura pour effet de soutenir fortement les prix du métal jaune durant l'année 2020.

Par ailleurs, la diversification des réserves des banques centrales jouera également en faveur de l'or l'année prochaine. En effet, selon nous, les banques centrales des pays développés, tout comme celles des pays émergents, devraient augmenter leur détention d'or physique dans le but de diversifier leurs réserves en 2020. Etant donné qu'elles souhaitent éviter d'acheter des obligations à rendements négatifs, l'or devrait devenir de plus en plus attrayant pour elles. Le ratio détention d'or/réserves totales affiché par les banques centrales est également proche de ses plus bas de plusieurs décennies. La demande additionnelle issue des banques centrales représente une tendance de plusieurs années, qui devrait continuer à soutenir le prix de l'or.

Avec les risques géopolitiques et les inquiétudes sur le front commercial, les investisseurs ont aussi tendance à rechercher des valeurs refuges. Alors que les tensions liées à la guerre commerciale sino-américaine se sont apaisées et qu'une issue favorable semble se dessiner sur la question du Brexit, les conflits régionaux pourraient représenter un risque de plus en plus important en 2020. C'est notamment vrai pour le Golfe persique après les frappes menées contre des installations pétrolières en Arabie saoudite en cette fin d'année. De la même façon, le retrait des forces américaines du nord de la Syrie laisse envisager un possible conflit au sein de cette région.

Enfin, la volatilité joue aussi un rôle de catalyseur majeur pour la hausse des prix de l'or, et le nombre de risques auxquels les marchés financiers devraient être confrontés en 2020 suggère que leur volatilité, en particulier sur le marché des changes, ne devrait pas rester aux niveaux bas actuellement observés. L'or bénéficiera de la montée de la volatilité des devises, et il est appelé à surperformer si les grandes banques centrales n'interviennent pas pour affaiblir leurs devises respectives.

L'or physique sera de plus en plus attrayant lorsque les banques «retail» répercuteront les taux de dépôt négatifs sur leurs clients.

POLITIQUE AMÉRICAINE

LES CHALLENGES DE L'ÉLECTION PRÉSIDENTIELLE

A l'approche de l'élection présidentielle américaine, de profonds bouleversements semblent se dessiner sur le front des politiques domestiques et étrangères – et ce, que Donald Trump reste au pouvoir ou soit détrôné par les démocrates. Même si l'accalmie devait perdurer dans la guerre commerciale avec la Chine, d'autres problématiques pourraient apparaître, comme les réformes fiscales et du droit de la concurrence, lesquelles pèseront inévitablement sur les marchés actions américains.

Alors que Donald Trump entre dans la quatrième et dernière année de son premier mandat, l'apparente trêve conclue avec la Chine cet automne indique que le président a revu ses priorités, se consacrant désormais pleinement à sa campagne en vue de la présidentielle de 2020.

Certes, cette détente dans les relations sino-américaines apportera un répit bienvenu pour les marchés et l'économie mondiale, mais les investisseurs devraient se préparer en vue des élections, et ce quelle que soit la personne qui siégera à la Maison-Blanche début 2021. Si l'on revient sur les trois dernières années, beaucoup se souviendront d'un président américain visant à redessiner l'ordre mondial. Cependant, en y regardant de plus près, les investisseurs se rappelleront qu'au cours des deux premières années de sa présidence, Donald Trump s'est concentré sur la politique domestique, avec comme dossiers prioritaires l'immigration et les réductions d'impôt.

C'est seulement durant la seconde moitié de son mandat, qui a vu les républicains perdre le contrôle de la Chambre des représentants et ainsi la capacité à mettre en œuvre la politique domestique, que Donald Trump s'est plus nettement réorienté vers la Chine et les échanges commerciaux.

Si les républicains reprennent le contrôle de la majorité à la Chambre des représentants, la réélection de Donald Trump pourrait inciter ce dernier à s'engager plus fortement sur les questions domestiques. Cependant, lorsqu'il n'aura plus à se préoccuper de la campagne pour sa réélection, le président américain pourrait chercher à revoir non seulement la politique domestique mais également la politique étrangère, ce qui risque d'attiser l'instabilité observée sur la scène internationale en 2018 et 2019.

Que Donald Trump soit réélu ou non, les élections risquent de déstabiliser les marchés américains.

Au cas où Donald Trump ne serait pas réélu, l'arrivée au pouvoir d'Elizabeth Warren ou de Bernie Sanders, du parti démocrate, serait tout aussi déstabilisante pour les marchés. En effet, les programmes publiés sur les plateformes de campagne de ces deux candidats mettent en avant une hausse des taxes pour les entreprises et les particuliers fortunés, ainsi que l'introduction de mesures antitrust contre les grandes sociétés technologiques américaines. Cette nouvelle donne pourrait donc remettre en question le leadership affiché par les marchés actions américains durant la dernière décennie, et potentiellement peser sur l'un des moteurs clés de la croissance économique des Etats-Unis.

Par conséquent, dans ce contexte d'incertitude autour de la présidentielle américaine de 2020, les marchés pourraient se concentrer sur la période de calme relatif dans la tempête entre les deux grandes puissances mondiales. Au total, que l'élection voit la victoire du camp républicain ou du camp démocrate, le risque majeur à attendre pour la nouvelle année est celui d'une instabilité due à des changements importants sur le front de la politique domestique, et potentiellement aussi de la politique étrangère américaine.

INVESTISSEMENT RESPONSABLE

UN ATTRAIT GRANDISSANT POUR LES PROBLÉMATIQUES ESG

L'investissement durable permet de remédier aux problématiques majeures observées à l'échelle mondiale, tout en adoptant une approche personnalisée qui reflète les propres valeurs de chacun.

Les volumes d'actifs investis selon une stratégie durable ne cessent d'augmenter à travers le monde. Cela tient notamment à l'intérêt croissant des investisseurs pour la responsabilité d'entreprise vis-à-vis des questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG). Cette tendance s'explique aussi par le fait qu'aux yeux des investisseurs, les entreprises ayant recours à de solides pratiques ESG sont mieux positionnées pour relever les défis du futur dans un environnement global en constante mutation.

Ainsi, à l'heure où les gouvernements dans la plupart des grandes régions renforcent leur cadre réglementaire en matière d'approche durable, les entreprises qui seront à la traîne en termes de considérations ESG se rendront vite à l'évidence. Elles verront non seulement qu'elles ne cadrent pas avec les préoccupations majeures des investisseurs et, plus globalement, de la société, mais aussi qu'elles contreviennent aux réglementations toujours plus nombreuses dans ce domaine.

Si d'aucuns peuvent considérer cet aspect comme un fardeau supplémentaire pour les entreprises, certaines études montrent en revanche que, depuis les années 1970, les sociétés dotées de notations ESG élevées sont aussi celles qui atteignent de fortes performances financières[1]. A cet égard, si une entreprise s'engage de manière proactive envers des problématiques telles que le changement climatique, la pollution et les émissions de particules, la sécurité sur le lieu d'activité et les normes du travail, ou encore l'indépendance de son conseil d'administration, cela lui permet de renforcer sa conformité réglementaire et sa contribution à la société dans son ensemble, mais également d'être davantage en mesure de créer de la valeur économique sur le long terme par rapport à ses pairs, ce qui est particulièrement important pour les investisseurs.

L'approche ESG permet aux investisseurs de bénéficier d'une solution personnalisée reflétant leurs propres valeurs.

L'investissement durable peut aussi être utilisé pour identifier de nouvelles opportunités de placement compte tenu de la nette accélération des transformations à l'échelle mondiale. Les voitures électriques ou encore l'agriculture et les services financiers durables dans les pays en développement ne sont que quelques exemples de secteurs qui doivent leur succès en partie aux efforts des entreprises pour devenir encore plus responsables.

Pour les investisseurs, les avantages vont bien au-delà de la valeur économique générée. Avec l'augmentation exponentielle des données relatives aux activités durables, que ce soit en termes de quantité ou de qualité, les investisseurs peuvent de plus en plus personnaliser leur approche afin qu'elle soit en parfaite adéquation avec leurs propres valeurs. Ils chercheront par exemple à privilégier les entreprises qui se distinguent nettement en matière d'énergie verte ou de droits de l'homme, ou veilleront à exclure de leurs portefeuilles d'investissement les fabricants d'armes ou les pollueurs.

Les problématiques ESG devraient continuer à susciter un intérêt croissant de la part des investisseurs, et représenteront des enjeux de plus en plus importants dans les années à venir. En conséquence, le choix d'une approche durable devrait permettre aux investisseurs de faire face à ces défis, tout en leur offrant la possibilité d'agir en accord avec leurs valeurs personnelles.

[1] Gunnar Friede, Timo Busch et Alexander Bassen (2015), 'ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies', *Journal of Sustainable Finance & Investment*

INVESTISSEMENT RESPONSABLE

LA GLOBALISATION DE L'*IMPACT INVESTING*

L'*impact investing* permet de profiter des tendances de croissance séculaires, tout en générant un «dividende» sociétal, non financier. Avec sa récente extension aux marchés émergents, il offre aux investisseurs des opportunités encore plus vastes d'avoir un impact réel face aux grands enjeux mondiaux.

Selon le *Global Impact Investing Network (GIIN),* plus d'USD 500 milliards d'actifs sont aujourd'hui gérés au travers de mandats en *impact investing*. Le volume s'est considérablement accru ces dernières années et, bien que la proportion des actions cotées soit minime, ces dernières représentent une partie significative de la croissance. Cette tendance reflète la demande grandissante pour des investissements qui génèrent de la valeur au sens large, et pas uniquement sur le plan financier.

L'*impact investing* centré sur les actions cotées permet aux investisseurs d'identifier des sociétés qui affichent des perspectives de croissance supérieures ainsi qu'un fort engagement vis-à-vis des principaux enjeux planétaires. Ces entreprises s'emploient à tirer parti des tendances de croissance séculaires, tout en générant un «dividende» sociétal, non financier.

Les problématiques couvertes par les objectifs de développement durable (ODD) des Nations Unies sont vastes et complexes, ce qui nécessite une réponse holistique et cohérente. La publication d'informations de la part des entreprises sur ces sujets reste limitée, et ce défaut de communication est généralement assimilé à une absence d'action positive. C'est pourquoi une approche d'investissement efficiente en matière d'*impact investing* requiert une connaissance approfondie des initiatives menées par les entreprises envers leurs clients, et pour la société dans son ensemble.

Par ailleurs, les investisseurs orientés *impact investing* doivent accepter qu'il est complexe d'évaluer l'impact, et que des différences existent sur ce point entre pays à revenu élevé et pays à revenu faible. A titre d'exemple, au sein des marchés développés, la neutralité carbone peut être considérée comme un seuil minimal pour investir dans un projet qui n'est pas directement centré sur les questions climatiques. Autrement dit, dans les pays à revenu élevé, des objectifs d'impact multiples peuvent être ciblés de manière simultanée pour offrir aux investisseurs un «dividende» sociétal.

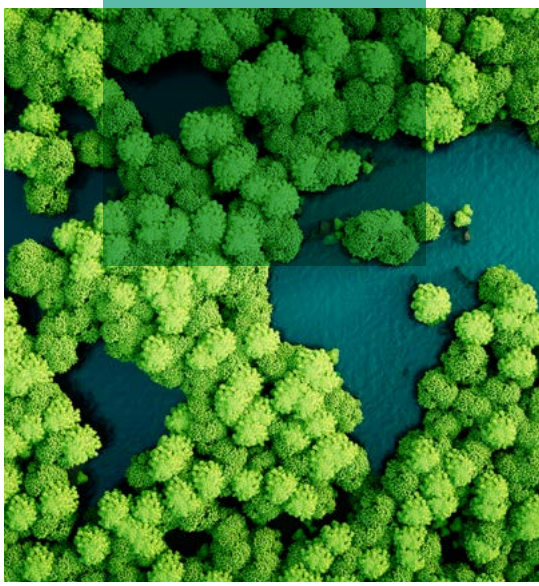
L'*impact investing* s'étend aux marchés émergents, avec à la clé de vastes opportunités.

En revanche, s'agissant des marchés émergents, l'évaluation de l'impact implique davantage de flexibilité. Les entreprises ayant pour but de faire reculer la pauvreté et de dynamiser la croissance économique dans certains pays émergents (par exemple dans l'Inde rurale, en Indonésie ou en Afrique du Sud) peuvent être moins à même de viser simultanément une réduction de leurs émissions carbone. Les exigences nécessaires pour obtenir un «dividende» sociétal apparaissent donc moindres dans les marchés émergents, mais ceci se justifie étant donné que les pays à revenu élevé représentent 46% des émissions de CO_2 mondiales, alors qu'ils ne pèsent que 16% de la population.

Ainsi, les marchés émergents constituent un terrain fertile pour les investisseurs qui souhaitent que leurs portefeuilles puissent activement contribuer à la résolution des grands enjeux actuels. Par rapport au reste du monde, ces pays affichent un potentiel d'amélioration beaucoup plus élevé pour atteindre les ODD des Nations Unies. De plus, l'engagement auprès des entreprises (engagement actionnarial) est un pilier essentiel de l'investissement d'impact, et ceci permet de nouer un dialogue constructif avec des sociétés établies dans des marchés émergents de plus petite taille.

Les normes de gouvernance sont très différentes d'une entreprise à l'autre, et les sociétés ne seront bien sûr pas toutes disposées à s'impliquer. Toutefois, l'*impact investing* offre aux investisseurs de réelles opportunités pour faire bouger les lignes dans des régions où les standards réglementaires sont généralement plus bas, mais où il existe bien souvent une plus grande volonté de changement.

A la lumière de tous ces éléments, les investisseurs d'impact devraient devenir de plus en plus actifs sur les marchés émergents comme sur les marchés développés dans les années à venir.



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) Wealth Management

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 Wealth Management. 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.

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 communiqué 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 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) 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. Ce document n'a pas été révisé par la MAS.

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).

©UBP SA 2019. Tous droits réservés.

Novembre 2019

Crédits photos: ©iStockphoto.com, UBP

NOTES

PLUS D'INFORMATION SUR UBP.COM

Retrouvez toute l'actualité de nos Perspectives 2020

sur ubp.com/fr/outlook2020

Recevez la Newsletter UBP, en vous inscrivant

sur ubp.com/fr/newsletter

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