



PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2021

DOCUMENT MARKETING

LE MEILLEUR DES MONDES

UBP

UNION BANCAIRE PRIVÉE



Michaël Lok

CIO Groupe et
Co-CEO Asset Management

LE MEILLEUR DES MONDES

En 2020, les investisseurs ont été confrontés à un environnement de marché particulièrement mouvementé, avec de multiples défis à relever nécessitant agilité et conviction.

La politique de la Fed étant de moins en moins accommodante en début d'année, et vu le ralentissement économique déjà amorcé, les investisseurs ont dû composer avec des valorisations élevées dans un contexte de recul des bénéfiques, observé même avant la pandémie. L'approche prudente que nous avons adoptée en janvier et février a porté ses fruits; elle a notamment permis aux portefeuilles gérés de l'UBP de limiter les dommages dus à une correction qui restera comme la plus soudaine et violente de l'histoire des marchés actions.

A l'heure où les responsables politiques se joignaient aux banques centrales pour mettre en place le plus vaste programme d'assouplissement coordonné jamais déployé, nous avons su rapidement aligner le positionnement de nos portefeuilles avec cette politique reflationniste durant le printemps. Nous avons très tôt pris conscience que les effets de la crise de Covid-19 et des taux bas étaient appelés à durer, ce qui nous a conduits à opérer un important réajustement de nos allocations en obligations et actions, tout en nous désengageant des positions traditionnelles au sein des portefeuilles multi-actifs.

Par ailleurs, en cette période exceptionnelle, qui aura vu la pire récession depuis la Grande Dépression, nous avons accordé une attention particulière à la qualité des sociétés et à la solidité de leur bilan – une approche qui nous a permis d'aborder la crise dans les meilleures conditions. Nous avons en outre anticipé une profonde mutation dans la structure de l'économie mondiale et avons ainsi privilégié les thèmes de la transformation dans la santé et la technologie comme ligne de conduite de notre allocation actions sur la majeure partie de 2020. Ces tendances séculaires devraient continuer à monter en puissance tandis que les économies chercheront la voie de la reprise en 2021. Le développement des infrastructures du XXI^e siècle pour répondre au changement climatique et l'émergence d'un nouvel univers digital devraient jouer un rôle central dans la période actuelle de transition.

En 2021, la réorientation attendue des politiques économiques, passant d'une dominante monétaire à budgétaire aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Europe et en Chine, devrait générer autant d'opportunités que de risques pour les investisseurs. Sur le segment obligataire, il sera prudent d'opter pour une approche centrée sur la gestion des risques, alors que les défauts d'entreprise engendrés par la crise sanitaire continueront de se matérialiser. En attendant, les banques centrales devraient se montrer actives, conduisant ainsi à une poursuite de la baisse du dollar US et à une tendance haussière sur le marché aurifère.

Enfin, les obligations gouvernementales à faible risque n'offrant plus le même niveau de protection que lors des précédentes récessions, les investisseurs auront tout intérêt à adopter une approche dynamique en matière de gestion des risques. Les options, les «futures» et les produits structurés resteront ainsi une part active dans l'arsenal de l'allocation d'actifs de l'UBP, en complément de ses stratégies en hedge funds, métaux précieux et devises, car notre volonté est avant tout de préserver et faire fructifier le patrimoine de notre clientèle, même dans des conditions de marché complexes.

SOMMAIRE

1

LA MONTÉE DE L'ACTIVISME BUDGÉTAIRE

Perspectives macroéconomiques

page 6



2

LE DOLLAR US POURSUIT SA TENDANCE BAISSIÈRE

Devises

page 10



3

QUELLES PERSPECTIVES POUR LES INVESTISSEURS OBLIGATAIRES ?

Obligations

page 12



4

LA TRANSFORMATION COMME THÈME D'INVESTISSEMENT

Actions

page 14

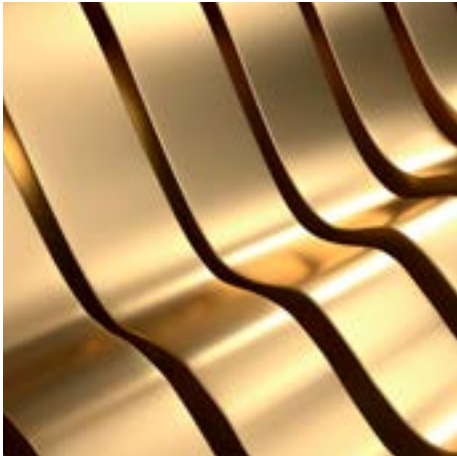


5

L'EXPANSION CHINOISE

Chine

page 16



6

MÉTAUX PRÉCIEUX: DES TENDANCES DIVERSES

Matières premières

page 18



7

LE MEILLEUR DU MONDE AMÉRICAIN

Elections outre-Atlantique

page 20

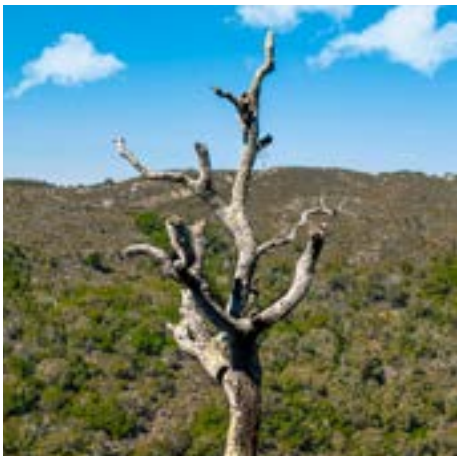


8

LE DÉFI DU CHANGEMENT CLIMATIQUE

Investissement responsable

page 22



9

MAINTENIR UNE GESTION ACTIVE DES RISQUES

Gestion de risque alternative

page 23



LA MONTÉE DE L'ACTIVISME BUDGÉTAIRE

La croissance mondiale devrait rebondir en 2021, avec comme principaux moteurs la Chine, les Etats-Unis et l'Allemagne. Les politiques monétaire et budgétaire s'unissent désormais pour une reprise pérenne. L'activisme budgétaire devrait ainsi dominer et l'investissement public être le fer de lance de la reconstruction du cycle de croissance.

En 2021, tous les pays devraient renouer avec la croissance selon notre scénario. Une reprise progressive de l'activité s'est opérée depuis cet été, mais elle a été freinée, en cette fin d'année, par la forte recrudescence des cas de Covid-19 et les nouvelles mesures de restriction locales. Ainsi, la croissance mondiale s'établirait autour de 5% en 2021 selon nos estimations, après une contraction de 3,2% en 2020.

Cependant, les pays ne connaîtront pas tous la même trajectoire. La Chine (+2% en 2020 et +7,5% attendu en 2021), les Etats-Unis (-4,2% en 2020 et +4,2% en 2021) et l'Allemagne (-5% en 2020 et +5% en 2021) ont déjà rebondi plus rapidement que d'autres pays, ce qui devrait leur permettre de contribuer plus largement à la reprise. Dans le reste du monde, l'activité est encore fragile (-4,7% attendu en 2020 en excluant les trois pays mentionnés ci-dessus et +4,3% en 2021) et les moyens de soutien sont limités.

Aux Etats-Unis, le paysage politique devrait s'éclaircir en 2021 après l'élection présidentielle, et ceci permettra de retrouver davantage de visibilité sur l'économie américaine et le cycle mondial. Du côté de l'Europe, le vote du plan de soutien (Recovery Fund) – d'un montant d'EUR 750 milliards, soit 5% du PIB européen – débouchera sur des aides effectives à l'intention des pays et des secteurs en difficulté. En Chine, les objectifs de développement de l'activité à moyen terme visent à préciser les nouveaux axes de la politique économique en 2021.

Ainsi, ces trois grands pays que sont la Chine, l'Allemagne et les Etats-Unis devraient observer une croissance davantage tirée par l'investissement et les échanges mondiaux. La sortie de récession avait été opérée

grâce à une consommation soutenue et au dynamisme de l'immobilier. La détente progressive des taux de chômage en 2021

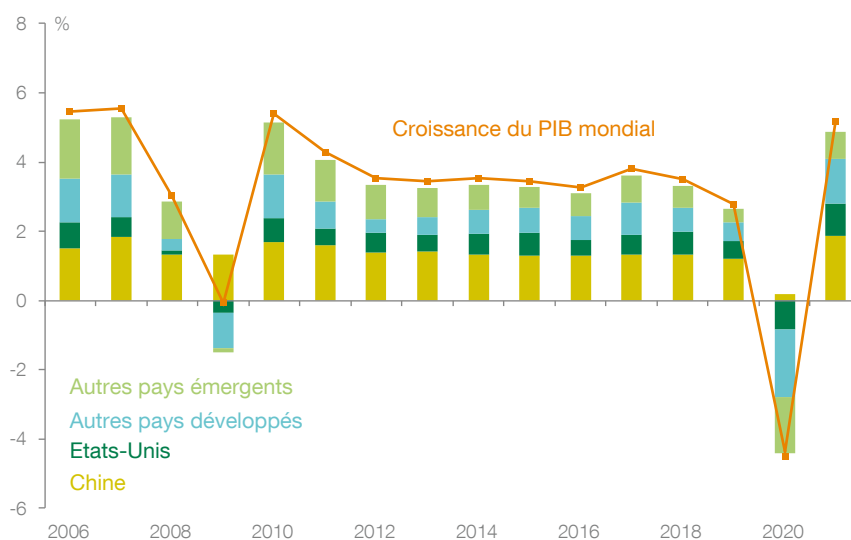
devrait maintenir la consommation sur une tendance positive.

Les perspectives de croissance reposent sur le contrôle de l'évolution de la pandémie et sur l'arrivée d'un vaccin dans les meilleurs délais, ce qui permettrait d'augmenter la visibilité sur le cycle d'activité, voire de réévaluer le scénario économique.

La croissance reste néanmoins fragile et inégale entre les pays, mais aussi entre le secteur manufacturier et les services, ce qui requiert encore toutes les attentions de la politique économique. En effet, remettre l'économie mondiale sur les rails d'une croissance pérenne nécessite d'autres soutiens budgétaires, surtout dans les pays développés.

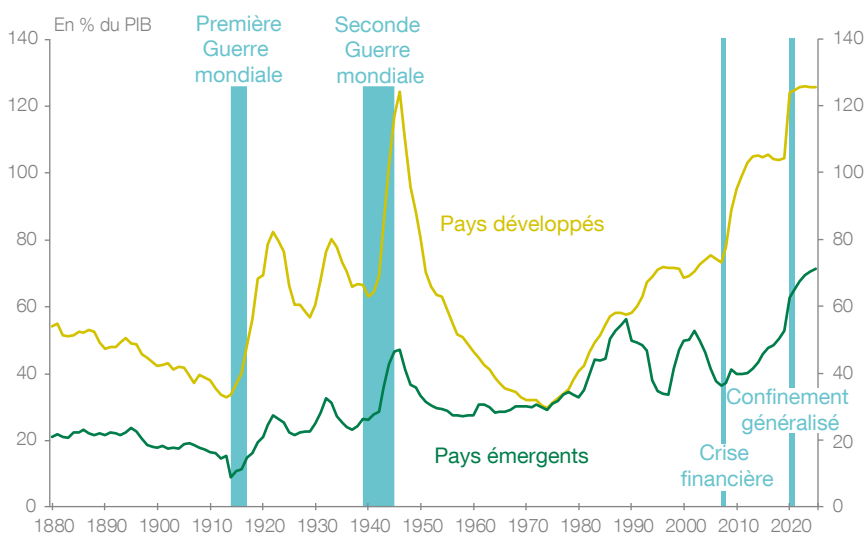
De nouveaux plans budgétaires doivent soutenir la reprise en 2021.

CROISSANCE DU PIB MONDIAL
CONTRIBUTION DES ETATS-UNIS ET DE LA CHINE



Sources: FMI, UBP

DETTE GOUVERNEMENTALE



Sources: FMI, Maddison Project Database

Une nouvelle ère s'ouvre pour la politique économique

En 2020, les banques centrales ont abaissé leurs taux d'intérêt directeurs à 0% ou les ont fait passer en territoire encore plus négatif, et ont également injecté des liquidités. Elles ont en outre augmenté les montants et la liste des actifs qu'elles peuvent acheter. La relance monétaire a été forte et a ainsi permis d'éviter une crise financière en assurant l'accès au crédit et le fonctionnement normal des marchés.

La politique budgétaire a pris le relais, avec des plans destinés à soutenir la santé, l'emploi et les secteurs en difficulté, mais ces mesures

sont apparues insuffisantes au vu de l'arrêt de l'activité mondiale. Les gouvernements ont donc augmenté leurs aides, prolongé les mesures existantes (atteignant désormais plus de 12% du PIB au total) et proposé une garantie de l'Etat pour certains prêts aux entreprises (soit environ 10% du PIB dans les pays développés).

En cette fin d'année, une action coordonnée entre la politique monétaire et la politique budgétaire s'est mise en place, avec des objectifs convergents. La volonté de relancer l'économie est désormais portée par

une politique budgétaire expansionniste, qui sera monétisée en partie par les banques centrales tant qu'il n'y a pas de retour au plein emploi ou à une inflation supérieure à 2%. La politique économique opère ainsi un tournant majeur, qui devrait se maintenir sur toute la période 2021-2025.

La croissance de long terme est favorisée par le renforcement de l'activisme budgétaire

Dans ce contexte, le tempo de la reprise ainsi que la durée de la phase d'expansion devraient donc être conditionnés par les décisions budgétaires attendues en 2021. Après des mesures d'urgence, les prochaines actions devraient, selon nous, mettre l'accent sur des dépenses structurelles qui ont un effet d'entraînement sur la croissance à moyen terme.

En termes concrets, les Etats pourraient consacrer moins d'argent à des soutiens directs et de court terme aux ménages et à certains secteurs, pour orienter la dépense publique en faveur de l'investissement. Les déficits budgétaires devraient être moins élevés

La consolidation budgétaire est reportée au-delà de la période 2021-2024.



en 2021 (-6% attendu, après -12% en 2020 dans les pays développés) étant donné la fin de certaines aides exceptionnelles. Toutefois, l'effort budgétaire demeurera, contribuant ainsi à apaiser les craintes du FMI et des banques centrales quant à un arrêt brutal des soutiens.

Aux Etats-Unis, chaque candidat à la présidence avait mis en avant des dépenses supplémentaires (potentiellement USD 2'000 milliards nets pour Joe Biden et autour d'USD 1'000-1'500 milliards pour Donald Trump) ainsi que des réformes à venir une fois élu. En Europe, plusieurs pays ont annoncé la poursuite des aides temporaires au chômage partiel et certains ciblage sectoriels. De nouveaux plans de relance sont attendus par pays pour utiliser les fonds disponibles au travers du Recovery Fund de la Commission européenne: la France a déjà présenté un

plan d'EUR 100 milliards, l'Allemagne un programme de plus d'EUR 90 milliards de nouvelle dette, et l'Espagne prépare un programme d'EUR 80 milliards. D'autres mesures sont attendues en Chine et au Japon, mais aussi au Royaume-Uni pour

accompagner le départ du pays de l'Union européenne. Le temps de la consolidation budgétaire est reporté au-delà de la période 2021-2024 dans les grands pays, y compris en Allemagne.

En 2021, les programmes structurels devraient prendre plus de poids, axés sur les dépenses en infrastructures, le développement de nouvelles technologies, les investissements en faveur de l'environnement et du climat, ou encore les partenariats public-privé. Ces points sont présents dans le plan de relance européen, dans le programme de Joe Biden, et aussi, dans une moindre mesure, dans celui de Donald Trump, avec notamment le maintien d'un projet dédié à de nouvelles infrastructures, initié lors de son premier mandat.

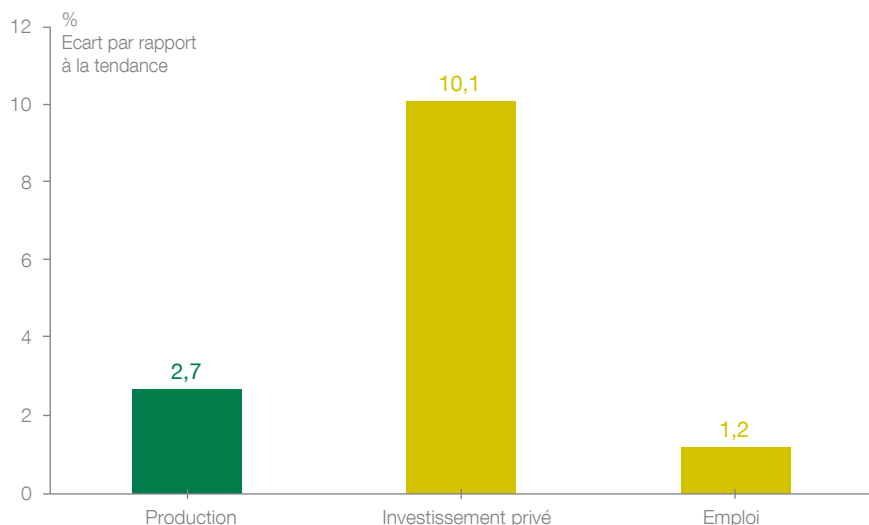
Il est essentiel de reconstruire une trajectoire d'expansion pour contrecarrer la baisse de la croissance potentielle depuis la crise de 2008. L'investissement public apparaît, dans cette sortie de crise, comme le fer de lance d'une reprise durable grâce aux effets d'entraînement sur l'activité, l'investissement privé, l'emploi et enfin la productivité. La relance publique dessine alors les nouveaux contours d'une économie mondiale 'post-Covid', accélérant les transitions qui étaient déjà en cours avant la pandémie.

Cette nouvelle étape de la relance budgétaire se traduira par des déficits encore importants sur la période à venir ainsi qu'une dette publique qui restera accrochée bien au-dessus des 100% du PIB pour tous les pays développés. Cette dette est soutenable tant que la politique monétaire en finance une partie au travers des achats d'obligations gouvernementales et des taux d'intérêt maintenus à un niveau bas, inférieur au rythme de croissance. Le service de la dette ne pose donc pas de problème si les investisseurs ont confiance et acceptent des rendements peu élevés avec l'espoir d'une reprise plus forte à moyen terme et en attendant qu'un vaccin soit disponible.

**La dette publique
est soutenable
grâce aux banques
centrales.**

LES EFFETS MULTIPLICATEURS DE L'INVESTISSEMENT PUBLIC

Une hausse de l'investissement public de 1% du PIB ferait croître les secteurs ci-dessous de...



Source: FMI



INFLATION: UNE REPRISE PROGRESSIVE ATTENDUE EN 2021

L'inflation s'est montrée très volatile en 2020. Elle a ainsi enregistré un recul significatif au deuxième trimestre en raison du repli des prix des matières premières et de l'arrêt des économies, avant de rebondir dans tous les pays sous l'effet de la sortie de confinement et de la stabilisation des cours du pétrole. Les coûts de transport ainsi que ceux liés à la sécurité et à la santé ont été en forte hausse avec la pandémie, et une demande soutenue est apparue pour certains types de consommation comme le sport, les loisirs ou encore les véhicules neufs et d'occasion. En cette fin d'année, les baisses de TVA intervenues en Allemagne et au Royaume-Uni sont venues ajouter de la volatilité aux indices en entraînant une détente temporaire des prix. Le risque de désinflation demeure présent du fait d'une demande encore fragile, et les banques centrales restent conscientes de ce risque.

Nos perspectives pour 2021 retiennent comme scénario une remontée progressive

de l'inflation en cours d'année dans les pays développés, où elle devrait ainsi passer à 1,3%, contre 0,7% en 2020 en termes agrégés. Un rebond plus marqué est cependant attendu aux Etats-Unis (l'inflation passant de 1,2% en moyenne sur l'année à 1,8% en 2021), avec une amplitude importante entre un point bas prévu à 1,1% et un point haut à plus de 2,5%, ce qui justifie a posteriori la décision de la Fed de se focaliser sur une inflation moyenne. Si de nouvelles mesures budgétaires sont adoptées, le rebond de l'inflation américaine pourrait être plus soutenu qu'anticipé.

Au Royaume-Uni, la hausse probable du coût du transport et des tarifs douaniers après la sortie du pays de l'Union européenne pourrait faire remonter l'inflation plus rapidement que prévu. Elle est ainsi attendue à 0,9% en moyenne en 2020 et à 1,6% en 2021. En zone euro, si l'inflation est entrée en territoire négatif en cette fin d'année sous l'effet du confinement, des baisses de TVA et de la force de la monnaie

unique, une lente recomposition est cependant attendue en 2021. Elle passerait ainsi à 0,6%, contre 0,25% en moyenne en 2020, en restant encore très loin des objectifs de la BCE.

Dans les pays émergents, l'inflation devrait s'inscrire à 3% en 2020 en moyenne et en termes agrégés, puis s'afficher à 2,5% en 2021. Après la dépréciation significative de certaines devises en 2020 (comme la livre turque et plusieurs devises d'Amérique latine), l'inflation restera probablement modérée. En Chine, la hausse des prix devrait s'établir autour de 2% en moyenne après la forte envolée provoquée par la montée des prix du porc.

En 2021, l'inflation sera donc volatile et orientée à la hausse au fil des trimestres dans les pays développés. Enfin, à cette dynamique s'ajoutera l'effet des mouvements de change sur l'inflation importée, ce qui pourrait amplifier les différences d'inflation entre les zones géographiques.

LE DOLLAR US POURSUIT SA TENDANCE BAISSIÈRE

En 2021, la tendance baissière du dollar, entamée en mars dernier, devrait selon nous se poursuivre, voire s'accroître encore. Nous nous attendons notamment à une dépréciation du billet vert face à l'euro, au franc suisse, au yuan et au yen. L'or devrait ainsi bénéficier de la faiblesse continue du dollar, même s'il semble peu probable d'assister à une appréciation significative des devises des marchés émergents contre le billet vert.

En mars, la Réserve fédérale américaine (Fed) a abaissé la fourchette de taux des 'Fed funds' à 0,00-0,25%, contre 1,50-1,75% en début d'année. Elle a également adopté un nouveau programme d'assouplissement quantitatif (QE), même s'il présente certaines différences notables par rapport aux précédents. En effet, le programme actuel a une durée illimitée et prévoit notamment l'achat d'obligations d'entreprises. Plus important encore, la Fed a aussi ouvert des lignes de swap de change avec les banques centrales des pays développés, mais également des pays émergents, afin d'améliorer les conditions de liquidité en dehors des Etats-Unis. Durant les mois qui ont suivi le lancement de ces mesures, le dollar a cédé du terrain face à la plupart des devises des pays du G10, et l'on a notamment assisté à une surperformance des devises dans les économies affichant des profils de taux d'intérêt plus élevés. La performance du billet vert face aux devises des marchés émergents a en revanche été plus contrastée.

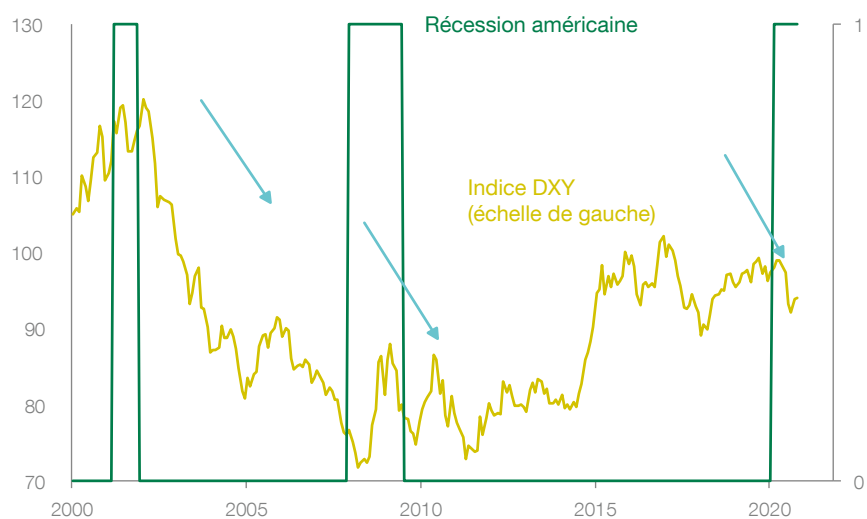
Pour 2021, nous nous attendons à ce que le dollar continue à pâtir des politiques annoncées par la Fed en cette fin d'année. Celle-ci a en effet confirmé son intention de maintenir les taux inchangés jusqu'en 2023 au moins, et elle a par ailleurs désormais adopté un objectif d'inflation moyenne. Même avant la pandémie, les Etats-Unis étaient l'une des rares économies à générer de l'inflation. Si le pays poursuit sur cette tendance après la pandémie, mais sans réponse politique de la Fed, les périodes d'inflation excessive qui en résulteraient devraient conduire à une baisse du pouvoir d'achat du dollar, et ce dernier est probablement appelé à s'affaiblir progressivement.

Par ailleurs, la Fed dispose aussi d'outils supplémentaires qu'elle peut déployer pour

assouplir encore les conditions financières, tels que notamment le contrôle explicite de la courbe des taux. Cette stratégie, poursuivie actuellement par la Banque du Japon, contiendrait ainsi les rendements obligataires au sein des fourchettes étroites sur toute la courbe de taux, ce qui les empêcherait de croître sous l'effet d'une hausse des prévisions inflationnistes. Ceci aurait donc également pour conséquence d'affaiblir encore le dollar. En l'absence d'un accord politique sur la relance budgétaire, la Fed pourrait aussi activer ses facilités de prêt privé, lesquelles pourraient alors se transformer en un programme de garantie pour les consommateurs et les petites entreprises, comme celui du Royaume-Uni. Le bilan de la Fed pourrait ainsi s'étendre encore, ce qui entraînerait aussi une dépréciation du dollar.

La faiblesse du billet vert en 2021 pourrait également être alimentée par une rapide détérioration du compte courant américain. Ce dernier affiche un déficit de près de 3% du PIB national, et ce déficit devrait se creuser rapidement sur l'année à venir. En effet, le déficit budgétaire américain est appelé à rester important – environ 13% du PIB comme actuellement –, et la poursuite de la reprise économique devrait donc se traduire par une forte augmentation du déficit courant. Le dollar étant à sa valeur selon la plupart des mesures d'évaluation, il pourrait nettement s'affaiblir sur les douze prochains mois. Par le passé, des scénarios similaires ont vu le billet vert enregistrer, dans les années qui ont suivi, une chute allant de 20% à 30% sur une base pondérée des échanges commerciaux.

DÉPRÉCIATION DE L'USD APRÈS LES RÉCESSIONS AMÉRICAINES



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P., Fed de New York

Une détérioration du déficit du compte courant américain et les forces politiques à l'œuvre devraient peser sur le dollar.

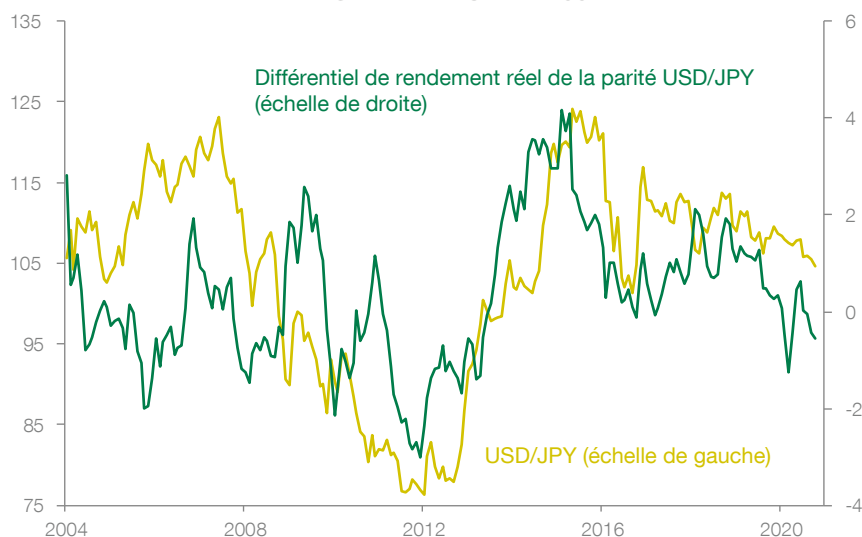


En effet, lors des phases de croissance américaine modérée et de reprise de l'activité mondiale – autrement dit le scénario le plus probable pour 2021 –, le dollar s'est historiquement montré faible. Deux scénarios pourraient laisser présager une appréciation du billet vert. Le premier correspond à une situation où les Etats-Unis affichent une croissance largement supérieure au reste du monde. Or, ce scénario paraît peu envisageable à l'heure où l'économie chinoise opère déjà une transition de la reprise vers l'expansion, et alors que l'Europe devrait voir la mise en place d'une relance budgétaire coordonnée début 2021.

Le deuxième scénario correspond, lui, à une période où l'aversion pour le risque se hisse à des niveaux extrêmes, comme lors de la crise financière mondiale de 2008-2009 ou encore au tout début de la pandémie de Covid-19 (janvier-mars 2020). Ce risque devrait toutefois être modeste et temporaire étant donné la proactivité des responsables des politiques budgétaires et monétaires à travers le monde.

Il existe en outre des facteurs politiques importants pesant sur le dollar. Les dirigeants politiques et les autorités monétaires mettront tout en œuvre pour maintenir le billet vert à de bas niveaux. En effet, des taux de change USD élevés tendent à avoir des effets déflationnistes et l'on observe aussi une étroite corrélation entre un dollar trop fort et les défauts sur la dette des marchés émergents. L'appréciation du billet vert aurait aussi pour conséquence de creuser encore le déficit commercial américain, lequel est déjà très important, même en faisant abstraction des importations de pétrole. Dans un monde où la demande est insuffisante, personne n'a à gagner d'une hausse des taux de change USD.

LA VALEUR D'ÉQUILIBRE DE LA PARITÉ USD/JPY EST INFÉRIEURE À 100



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Les chiffres des PMI manufacturiers mondiaux semblent de bon augure pour les devises fortement exposées à la croissance globale. Ce scénario devrait profiter notamment aux dollars australien, néo-zélandais et canadien, ainsi qu'à la couronne suédoise et à l'euro.

Cependant, si la croissance mondiale se révèle plus faible qu'attendu, les devises ayant le statut de valeur refuge devraient surperformer. Et même dans le cas contraire, le franc suisse et le yen sont appelés à se renforcer face au dollar américain en raison de la faiblesse de ce dernier, mais toute détérioration du sentiment de risque aura pour effet d'accélérer la dépréciation du billet vert face à ces devises. Selon nous, la parité USD/CHF devrait reculer à près de 0,81 d'ici à la fin 2021 et l'USD/JPY devrait baisser vers les 101,00.

Contrairement à la période ayant suivi la crise financière de 2008, nous ne prévoyons pas de faiblesse significative du dollar face aux devises des marchés émergents, celles-ci affichant aujourd'hui un portage («carry») limité, tant en termes nominaux que relatifs. En effet, nombre d'entre elles, dont le réal brésilien, la livre turque et le rand sud-africain, présentent des taux d'intérêt réels très négatifs. Etant donné que la Fed maintiendra des taux bas au moins sur les deux prochaines années, les banques centrales des économies émergentes devraient être réticentes à relever leurs taux vu l'atonie de la demande mondiale. Ainsi, nous estimons que les devises de ces pays auront du mal à s'apprécier face au dollar en 2021.

QUELLES PERSPECTIVES POUR LES INVESTISSEURS OBLIGATAIRES ?

Le contexte actuel marque la fin prochaine de la tendance haussière du marché obligataire, qui avait commencé au début des années 1980 après la lutte remportée contre la 'Grande Inflation' des années 1970. Les investisseurs devraient donc adopter une approche prudente. En effet, la transition vers un marché obligataire baissier devrait s'accompagner de volatilité étant donné que l'économie mondiale est tiraillée entre les pressions déflationnistes et les efforts reflationnistes déployés au travers des politiques budgétaires et monétaires.

Les niveaux élevés de dette gouvernementale et de dette privée, accrus par des dépenses budgétaires sans précédent sur l'année 2020, serviront à contenir la hausse des taux sans risque à 10 ans, et ce même en cas de retour de la croissance comme attendu en 2021. Les courbes de taux négatifs corrigés de l'inflation devraient, selon nous, constituer un objectif majeur en termes de politique économique pour favoriser le processus de désendettement («deleveraging»), tout comme l'a fait la Réserve fédérale américaine (Fed) dans les années 1940 lorsque les Etats-Unis sont entrés dans la Seconde Guerre mondiale.

Les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans devraient dès lors rester plafonnés à près de 1%, au moins jusqu'à ce que l'inflation accélère au-delà de l'objectif de 2% fixé par la Fed. Dans le même temps, si un nouveau choc de la demande venait à se matérialiser, nous pensons que les responsables politiques américains appliqueront les enseignements tirés de la situation du Japon. Ils s'emploieront ainsi à maintenir une courbe de taux avec une pente positive et à conserver le rendement obligataire américain de référence ancré au-dessus de 0,5% pour soutenir le système bancaire et les marchés financiers outre-Atlantique.

Quant au rendement de référence allemand, il devrait suivre une trajectoire similaire, même s'il reste ancré en dessous du plancher zéro, qui est en place depuis le début de l'année 2019. Alors que les avantages des taux négatifs ne sont apparemment plus aussi évidents, et que la Fed est déterminée à ne pas poursuivre une politique de taux d'intérêt nominaux négatifs, les rendements allemands – même inférieurs au plus bas de -0,8% observé en mars dernier – devraient constituer un plancher pour les rendements de la zone euro en 2021.

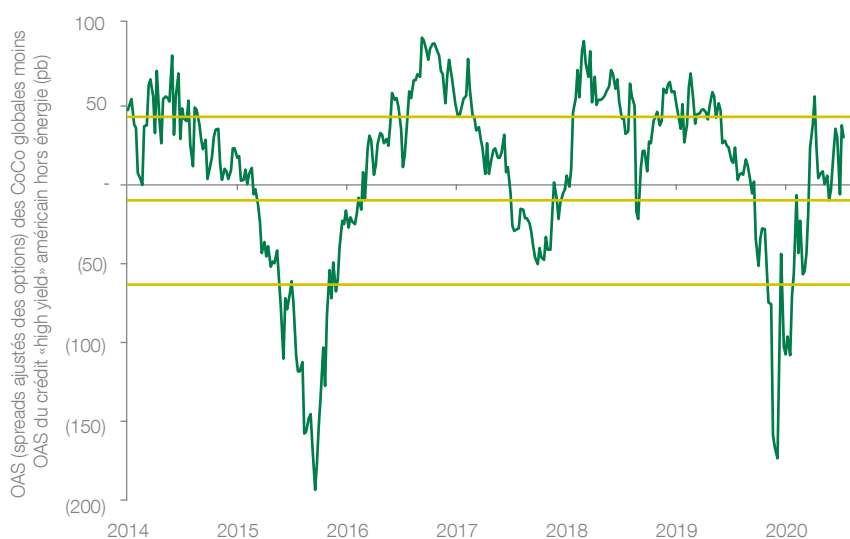
En 2021, une approche centrée sur le crédit de qualité devrait pouvoir offrir de la performance, même modeste.

Même si les obligations indexées sur l'inflation pourraient s'avérer attractives avec la fin de la tendance désinflationniste qui avait prévalu sur

les décennies passées, nous suggérons une certaine prudence. Les craintes liées à la demande post-confinement devraient offrir de solides opportunités pour initier des positions lorsque l'inflation deviendra sous-évaluée sur les marchés. Une hypothèse d'inflation de près de 1,5% paraît cohérente en dépit du bras de fer qui devrait s'accroître entre les forces déflationnistes et les politiques inflationnistes en 2021.

Avec des attentes de rendements négatifs ajustés de l'inflation et un rebond de l'inflation pleinement valorisé dans les obligations gouvernementales à faible risque, les investisseurs obligataires devront se tourner vers d'autres segments pour générer de la performance. Ainsi, l'économie chinoise, qui est déjà en phase de reprise et se situe dans les premiers stades de l'expansion, a vu croître les rendements des

S'ORIENTER VERS LES TITRES HYBRIDES EUROPÉENS PLUTÔT QUE VERS LE CRÉDIT «HIGH YIELD» AMÉRICAIN



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

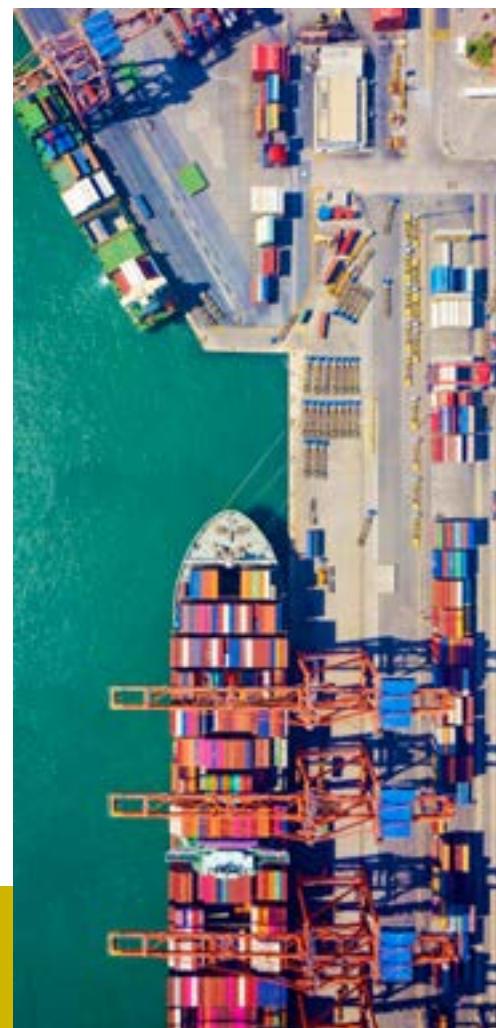
obligations gouvernementales domestiques depuis les plus bas historiques de mars dernier. Elles affichent des niveaux de rendement de 3-3,5%, ce qui représente des surcroûts de rendement quasi records par rapport à leurs homologues américaines et allemandes dans une devise qui, notamment face au dollar US, devrait s'apprécier sur l'année à venir.

Les investisseurs centrés sur le crédit devraient, pour leur part, être de plus en plus sélectifs en 2021, alors que le cycle de défaut qui suit généralement une récession mondiale ne s'est pas entièrement matérialisé, ayant été étendu avec l'intervention du gouvernement. Cela devrait ainsi favoriser une sélection de crédit active plutôt que l'approche d'investissement passive qui avait bien fonctionné sur la dernière décennie. Il devrait être intéressant de se concentrer sur la qualité, tout en allant au-delà de ce qui devrait être une volatilité de court terme, pour détenir des crédits de qualité jusqu'à l'échéance durant cette phase de transition.

A l'instar des obligations gouvernementales, les investisseurs pourraient, selon nous, bénéficier de réelles opportunités en dehors des Etats-Unis et de l'Europe. En effet, même

s'il se situe à un stade plus avancé du cycle de reprise, le crédit «investment-grade» asiatique continue d'offrir aux investisseurs des spreads par rapport au crédit américain qui sont plus larges dans cette phase de cycle. De la même façon, les investisseurs en USD peuvent s'orienter vers les titres hybrides des banques européennes, qui offrent des surcroûts de rendement en comparaison des titres à rendement élevé, et ce malgré un soutien implicite de la Banque centrale européenne. Pour l'année à venir, une sélection de crédit active sera donc primordiale sur ces deux segments de marché.

Il apparaît ainsi qu'en 2021, une approche centrée sur le crédit de qualité devrait garantir aux investisseurs des performances, même modestes, et, pour cela, ils ne devraient donc pas se limiter à considérer une remontée des défauts des entreprises et la volatilité de court terme associée. De manière alternative, les stratégies 'long/short credit' ou 'equity market neutral' pourraient aussi représenter des solutions intéressantes pour générer des performances qui sont moins corrélées aux aléas du marché obligataire alors que nous nous situons au cœur d'une longue période de transition.



TENDANCE HAUSSIÈRE SUR LE MARCHÉ OBLIGATAIRE CHINOIS

Les obligations gouvernementales chinoises offrent aux investisseurs obligataires et multi-actifs la capacité d'investir tout comme ils le faisaient avant que les régimes de taux d'intérêt nuls ne se répandent à travers le monde. Elles ont l'avantage d'afficher des rendements nominaux élevés et des rendements ajustés de l'inflation positifs, à l'heure où le pays poursuit toujours une politique monétaire relativement traditionnelle.

S'inscrivant désormais à plus de 3%, les rendements gouvernementaux en devise locale à 10 ans ont ainsi rebondi après les replis dus aux mesures de confinement. Ils étaient en effet tombés à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis début janvier 2020, soit près de 130 points de base (pb) au-dessus de la tendance récente des prix à la consommation, et aussi au-dessus de sa moyenne sur cinq ans. Ceci marque un net contraste par rapport aux rendements nominaux et ajustés de l'inflation offerts par les obligations souveraines des grandes économies d'Amérique du Nord et d'Europe, qui sont, eux, proches de zéro, voire négatifs.

La Banque centrale de Chine (PBoC - People's Bank of China) continue à mener des politiques traditionnelles, fondées sur les taux d'intérêt, tandis que ce sont plutôt des stratégies d'assouplissement quantitatif (QE) qui prévalent désormais aux Etats-Unis, en zone euro, au Japon et au Royaume-Uni. Pour les investisseurs, cela signifie qu'en cas de nouveau choc négatif venant menacer la croissance économique chinoise, les investisseurs en obligations gouvernementales pourraient toujours bénéficier de la perspective d'une baisse des rendements comme potentielle source de gains en capital.

Certes, à l'heure où le pays connaît une phase de transition – de la reprise observée ces derniers trimestres vers une expansion plus généralisée –, les investisseurs pourraient assister à une nouvelle hausse des rendements de référence chinois. Cependant, tout comme nous avons vu les rendements américains ancrés par le fait que les investisseurs européens fuient les rendements négatifs à la suite de la crise financière en zone euro, nous pensons que les spreads historiquement larges entre les rendements gouvernementaux chinois et ceux

des Etats-Unis et d'Europe pourraient aider à prévenir une hausse trop forte des rendements chinois.

Par ailleurs, si la Chine devait voir se matérialiser une expansion économique plus durable – comme nous nous y attendons –, cet écart historiquement important entre les rendements à 10 ans chinois et leurs homologues américains devrait permettre aux investisseurs en devise locale de bénéficier d'une appréciation de la monnaie pour renforcer leurs revenus. Ceci, allié à une ouverture accrue des marchés obligataires locaux aux investisseurs étrangers, devrait soutenir la devise chinoise.

Ainsi, comme lors de la crise financière mondiale et celle en zone euro, qui avaient conduit les investisseurs conservateurs à se tourner davantage vers des crédits de moins bonne qualité pour générer des performances positives, les investisseurs obligataires et multi-actifs devraient, à cette fin, s'intéresser désormais plutôt aux obligations gouvernementales chinoises, dans le sillage de la crise de Covid-19 de 2020.

LA TRANSFORMATION COMME THÈME D'INVESTISSEMENT

Durant les mois qui ont suivi le début de la pandémie, l'économie mondiale a connu de profondes transformations, lesquelles semblent devoir être irréversibles, même en cas de vaccin et de 'retour à la normale'. Des thèmes tels que la technologie financière (fintech), la technologie verte (green tech) et la transition économique en Chine, ainsi que les biotechnologies et les services en ligne, joueront un rôle clé pour les investisseurs en 2021.

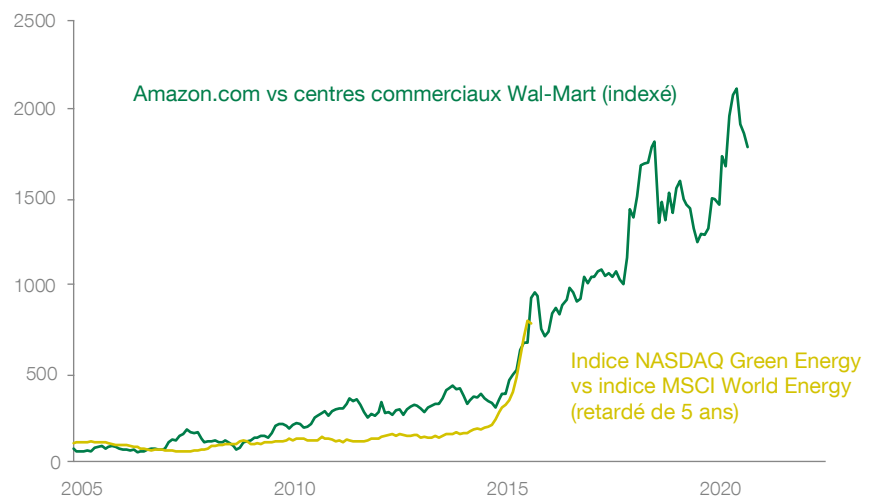
Les thèmes de la 'croissance transformatrice' ont largement surpassé les segments économiques plus traditionnels lors du rally du marché actions en 2020, ce qui a naturellement rendu les investisseurs prudents quant à la pérennité de cette tendance. Cependant, l'effondrement cyclique et structurel des bénéfices (cf. graphique) dû au net recul des ventes au sein des secteurs qui ont été laissés de côté dans cette phase de transformation de l'économie mondiale ne devrait pas être négligé par les investisseurs.

Tout comme internet et les solutions informatiques mobiles (mobile computing) avaient été des thèmes de croissance transformatrice lors de l'épisode de volatilité lié à la bulle technologique au tournant du siècle, nous nous attendons à ce qu'un certain nombre de ces thèmes de long terme fassent partie intégrante de la mutation économique globale post-pandémie.

Rétrospectivement, l'éclatement de la bulle technologique en 2001 n'aura fait dévier que temporairement, quoique de manière douloureuse, les tendances séculaires en place, avec en particulier la transition de l'ordinateur vers les appareils portables, ou encore des activités 'offline' vers celles 'online'. De même, nous pensons que certaines tendances qui prévalent actuellement devraient pouvoir se maintenir durablement.

Bien que les secteurs de la biotechnologie et de la technologie orientée sur les consommateurs aient été privilégiés par les investisseurs vu la pandémie et la généralisation du télétravail en 2020, ces derniers devraient élargir leur champ d'action pour s'intéresser à d'autres thèmes clés qui contribueront à transformer le monde sur la décennie à venir. Si les secteurs des divertissements et du commerce en ligne devraient

L'ÉNERGIE VERTE POURRAIT ENTRER DANS LA 'PHASE D'ACCÉLÉRATION' COMME LE COMMERCE DE DÉTAIL EN LIGNE AVANT ELLE, MAIS AVEC DES ÉPISODES DE VOLATILITÉ



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

continuer à gagner des parts de marché sur la consommation 'offline', d'autres activités de notre vie quotidienne se situent encore au premier stade seulement de leur transition vers le 'online', à l'instar des divertissements et du commerce au début des années 2000.

Dans les pays occidentaux, la pénétration de la fintech aux dépens des relations bancaires traditionnelles en est encore à ses prémices et permet aux investisseurs de se réorienter vers de nouvelles idées d'investissement par rapport à des thèmes de transformation plus matures. De la même façon, si des opportunités demeurent dans le secteur de la biotechnologie, la pandémie a aussi eu pour effet d'accélérer le besoin en fourniture de certaines prestations et options de services alternatifs dans le domaine médical, notamment la télésanté et la chirurgie robotique à distance.

La 'transformation verte' offre également de réelles opportunités, favorisées non seulement par une sensibilisation accrue à la préservation de l'environnement, mais aussi, et de plus en plus, par le financement public et la réglementation visant à accélérer ce processus (cf. page 22).

Les investisseurs devraient élargir leur champ d'action aux thèmes clés contribuant à transformer le monde.



Par ailleurs, la Chine est en pleine transition économique, ayant désormais la volonté de se détourner du secteur exportateur pour renforcer sa croissance domestique basée sur la qualité, la durabilité et l'indépendance (cf. page 16). La transformation des marchés de capitaux du pays devrait constituer un thème majeur sur la décennie à venir, avec à la clé des opportunités d'investissement attrayantes sur ses marchés actions et obligations domestiques, aujourd'hui en plein essor.

Nul doute qu'avec le regain de vigueur de l'économie globale, alimenté par la perspective d'une politique budgétaire plus dominante (cf. page 6), des opportunités de surperformance régulière paraissent envisageables grâce au retournement cyclique des ventes, combiné en plus avec le levier potentiel qu'offrent les secteurs de l'économie traditionnelle en phase de rebond.

Cependant, à ce stade, les investisseurs devraient se concentrer sur les sociétés cycliques de qualité qui ont, dans une large mesure, achevé leur processus de transformation et de restructuration. La solidité du bilan est donc le premier critère à considérer. Toutefois, les secteurs qui, avant la pandémie, connaissaient déjà un ralentissement marqué les obligeant à se désendetter, réduire leur levier, et procéder à des consolidations et à des sous-investissements, pourraient offrir des opportunités cycliques attractives en cas de renversement de tendance. Certains segments industriels présentent ce type de profil, à l'instar des sociétés minières à travers le monde (cf. page 19).

Les actions affichent en cette fin d'année des niveaux de valorisation élevés, et la gestion des risques sera donc tout aussi primordiale en 2021 qu'elle l'a été en 2020. Sur cette base, nous fonderons notre approche des investissements en privilégiant la qualité des sociétés, une gestion équilibrée des risques pour jauger des perspectives bénéficiaires durables concernant les positions longues prises sur les secteurs traditionnels, et également le recours aux stratégies 'long/short', en particulier pour les secteurs les plus volatils.

LE REBOND DES ACTIONS PEUT-IL ENCORE S'ACCÉLÉRER ?

Les valorisations des actions à l'échelle mondiale, et en particulier sur le marché américain, affichent des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis la bulle technologique de 1999-2000. Ainsi, l'augmentation des valorisations qui a largement contribué à la tendance haussière des marchés actions depuis les plus bas de 2020 n'apparaît plus comme un possible moteur de performance dans les années à venir.

Cela dit, il convient de rappeler que le krach boursier historique qui a suivi l'éclatement de la bulle technologique au tournant du siècle, et qui a vu les actions globales chuter de moitié, est intervenu environ deux ans et demi après que les valorisations sont restées supérieures à 22 fois les bénéfices futurs; ces niveaux de valorisation sont les mêmes que ceux observés actuellement.

L'effondrement des valorisations, qui a conduit à un creux de 14 fois les bénéfices – par rapport à leur pic ultime de 27 fois les bénéfices –, n'a en effet pas commencé avant octobre 2000, autrement dit juste après la dernière hausse de taux de la Réserve fédérale américaine (Fed). Cependant, le recul observé ultérieurement s'explique surtout par l'inversion de la dynamique des bénéfices – d'une hausse vers une baisse –, qui a véritablement débuté en 2001.

Par conséquent, si l'expérience de 2001-2002 souligne le fait que des valorisations élevées peuvent limiter les performances, les événements survenus en 1999-2000 montrent que les valorisations peuvent rester élevées sur une période prolongée. Ainsi, la croissance des bénéfices apparaît comme un moteur clé de la performance totale, même dans le contexte d'une vaste bulle sur les valorisations des marchés actions.

Cette distinction est importante dans la perspective de 2021, étant donné que les investisseurs sont potentiellement confrontés à un contexte différent de celui qui prévalait alors. Si les valorisations se situent à des niveaux similaires, le cycle des bénéfices, quant à lui, semble avoir atteint un point bas au deuxième trimestre de cette année, plutôt que de culminer à des sommets. Durant le second semestre, les bénéfices ont commencé à se redresser nettement par rapport aux niveaux déprimés liés à la pandémie – et en particulier aux mesures de confinement du printemps dernier, qui ont d'ailleurs été renouvelées dans certaines parties du monde en cette fin d'année.

Étant donné la poursuite de la contraction des bénéfices (en rythme annuel) en ce second semestre, il semble que les investisseurs se situent encore aux premiers stades du rebond des bénéfices. Bien entendu, la reprise de l'économie aura un rôle important à jouer pour la prochaine phase de remontée des bénéfices. Cependant, l'activisme budgétaire attendu ces prochains mois (cf. page 6) devrait aussi constituer un réel catalyseur dans cette nouvelle étape en 2021.

Nul doute que le rebond futur des bénéfices sera contrasté car nous assistons à l'émergence d'un 'nouveau monde', et ceci pourrait affecter certains secteurs de manière irréversible sur la décennie à venir. Cependant, dans un tel environnement, les investisseurs focalisés sur la sélection de titres avec une stratégie active et thématique devraient avoir encore toutes les cartes en main pour générer de la performance, contrairement à l'approche passive et indicielle généralement suivie ces dix dernières années.

L'EXPANSION CHINOISE

L'année 2021 représente pour l'économie chinoise 'post-confinement' une phase de transition, de la reprise vers l'expansion. Et pour les investisseurs, elle est d'autant plus importante qu'elle verra le pays entamer sa dernière ligne droite vers la date symbolique du 100^e anniversaire de la création de la République populaire de Chine en 1949.

Depuis le lancement, en 1978, de nouvelles réformes économiques visant à ouvrir la Chine au reste du monde – rappelons notamment son accession à l'Organisation mondiale du commerce (OMC) en 2001 –, le pays est considéré comme un moteur de l'exportation à l'international.

Cependant, si l'on en juge par les deux dernières décennies du premier siècle d'existence de la République populaire de Chine, les investisseurs devraient s'attendre à ce que le pays se tourne désormais de plus en plus vers son marché intérieur pour favoriser son expansion, avec la volonté de privilégier une croissance domestique de qualité et durable. Cette réorientation devrait donc avoir des implications importantes.

La première serait un ajustement de la politique de change du pays. Après le choc de dévaluation de 2015 ainsi que la guerre commerciale avec les Etats-Unis sur la période 2018-2019 (et sous réserve que les tensions sino-américaines restent contenues), nous voyons émerger la perspective d'un renforcement du yuan comme moyen de piloter les potentielles pressions inflationnistes domestiques.

Deuxième implication – le pays pourrait davantage encore ouvrir aux investisseurs étrangers ses marchés de capitaux domestiques, dont l'accès était auparavant restreint. Les taux d'intérêt nominaux se situent toujours en territoire nettement positif, dans un contexte marqué par le renforcement attendu de la monnaie, ce qui offre aux investisseurs en obligations souveraines un marché 'refuge' par rapport aux faibles performances observées sur le segment obligataire global.

Une troisième implication se dessine aussi à l'horizon. En effet, le focus domestique devrait également s'accompagner de la nécessité de remédier aux excès de crédit constatés par le passé. Les défauts, même s'ils ne sont pas d'ordre systémique, devraient devenir de plus en plus courants à l'heure où l'assainissement du système financier s'accélère de nouveau.



La Chine se recentre toujours plus sur son marché intérieur, pour une croissance domestique de qualité et durable.

En veillant à privilégier des crédits de choix, combinés à des obligations gouvernementales chinoises, les investisseurs pourront bénéficier d'un profil risque/rendement équilibré sur un marché obligataire chinois en pleine transformation.

Alors que le pays s'apprête à dévoiler son 14^e plan quinquennal, les investisseurs devraient continuer à suivre une approche qui a fait ses preuves – celle consistant à s'aligner avec les objectifs du parti au pouvoir dans la mesure où il s'attache à renforcer encore les fondations de l'économie chinoise.

La technologie apparaît désormais comme un thème majeur. La Chine a en effet récemment annoncé son objectif ambitieux d'atteindre la neutralité carbone d'ici à 2060, et ce en complément de tous ses efforts pour développer la 5G et l'intelligence artificielle. Le pays vient ainsi confirmer son intention de poursuivre son leadership dans les technologies phares du XXI^e siècle, et en particulier dans le segment des paiements dématérialisés,

sur lequel la Chine semble devoir être la première grande économie à lancer une monnaie digitale de banque centrale (MDBC).

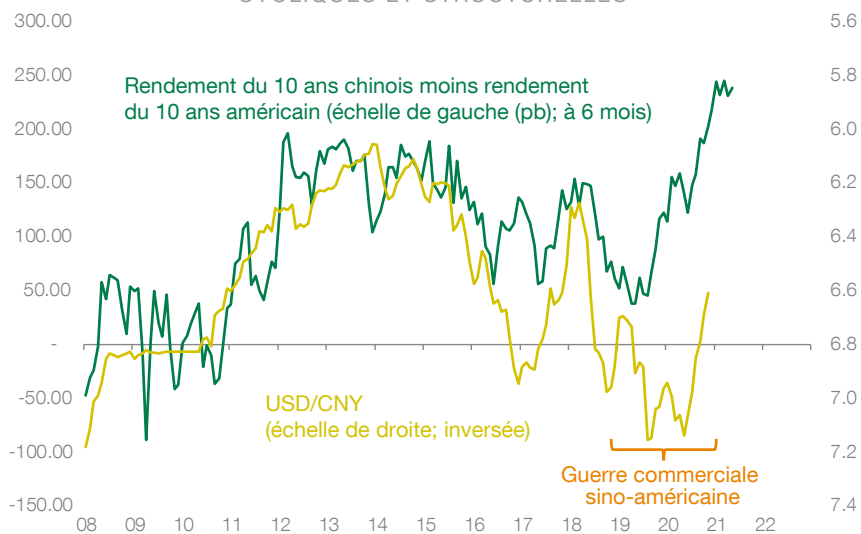
L'inégalité accrue des revenus qui découle de ces développements ainsi que l'attention toute particulière accordée à la croissance économique domestique devraient également occuper une place toujours plus importante dans le plan quinquennal à venir. De plus, l'adoption des services en ligne, notamment dans le domaine de l'éducation et de la santé, s'est accélérée sous l'effet des mesures de confinement, ce qui devrait largement favoriser la pénétration de l'économie virtuelle en Chine.

Il convient toutefois de reconnaître que ces objectifs très ambitieux ne sont pas sans poser certains risques. D'un point de vue cyclique, les valorisations des actions sont élevées, même si les prévisions de croissance des bénéfices des sociétés ne parviennent vraisemblablement pas à capturer le redressement de l'économie à venir. Dans l'univers obligataire, la reprise suggère une hausse cyclique des rendements, mais nous nous attendons à ce que l'ancrage des taux bas aux États-Unis et en Europe vienne ralentir cette hausse. Nous pensons donc que des approches thématiques et centrées sur la sélection de titres sont à privilégier sur les marchés chinois, par rapport à des stratégies indiciaires passives.

Au-delà de ces enjeux conjoncturels, les modestes efforts de la Chine pour réformer et restructurer son système financier domestique ont été sérieusement compromis par les chocs économiques survenus dans le passé, ce qui a conduit les responsables politiques à avoir de nouveau recours à des dépenses d'infrastructures traditionnelles axées sur la dette pour stabiliser l'économie.

De plus, vu la persistance des tensions avec Taiwan et les récentes incursions au niveau de la frontière chinoise avec l'Inde ainsi que dans les mers de Chine du Sud et de l'Est, il apparaît désormais évident que le pays

LE YUAN POURRAIT DE NOUVEAU S'APPRÉCIER, SOUTENANT AINSI LES POLITIQUES DE RÉFORMES DOMESTIQUES, CYCLIQUES ET STRUCTURELLES



Sources: Bloomberg Finance L.P., UBP

cherche à clarifier ses prétentions territoriales. Par conséquent, si la récente guerre commerciale sino-américaine a bouleversé l'ordre des échanges mondiaux instauré par l'OMC, il semble qu'un net changement par rapport au statu quo géopolitique actuel sur les deux "théâtres d'opération" évoqués ci-dessus serait encore plus déstabilisant pour l'économie globale.

Etant donné ces rapports de force géopolitiques et le risque d'escalade, nous préférons être exposés à la Chine avec, en partie, des stratégies en hedge funds 'long/short equity' de haute qualité, permettant aux investisseurs de rester engagés sur les thèmes de la transformation de long terme, tout en maintenant une gestion active des risques (cf. page 23).

VERS UNE RELOCALISATION DE LA PRODUCTION ?

La pandémie et l'arrêt de l'économie mondiale ont mis à mal les échanges et révélé les fragilités des chaînes de production. Il est clairement apparu que les pays industrialisés sont fortement dépendants des produits fabriqués dans les pays émergents, notamment s'agissant des médicaments et du matériel médical, des composants automobiles, des biens alimentaires, des terres rares et des nouvelles technologies.

Certains gouvernements occidentaux ont donc renoué avec une politique qui entend promouvoir le retour de la production sur leur propre sol, au moyen de subventions. Une question se pose alors: la conjugaison de ces événements se traduit-elle par des changements de localisation significatifs ?

Dès 2018, l'intensification de la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis avait ralenti les échanges. Face au retour de certaines contraintes et de barrières tarifaires, les entreprises internationales avaient commencé à revoir la localisation de leur production.

D'après une récente étude¹, la part de la Chine dans les importations manufacturières américaines a diminué en 2018 et 2019, et ce phénomène s'est accentué en 2020 avec l'arrêt des échanges. Les entreprises ont délocalisé une partie de leur production de la Chine vers d'autres pays asiatiques et vers le Mexique. Des sociétés comme Google, Omnidex, Microsoft, Apple et GoPro ont ainsi quitté le territoire chinois. Elles sont toutefois restées proches des grands marchés que constituent la Chine et les États-Unis en sélectionnant des pays ayant signé des accords commerciaux avec eux.

Cependant, la délocalisation depuis la Chine avait déjà commencé avant la montée des tensions commerciales en raison de la hausse des salaires chinois. Le Vietnam propose en effet des salaires inférieurs de moitié à ceux offerts en Chine et, au Mexique, ils sont de 30% inférieurs. De plus, quitter le territoire n'est pas simple pour des entreprises qui souhaitent participer à l'expansion du marché liée à l'augmentation de la classe moyenne chinoise.

Par ailleurs, il n'est pas non plus aisé de 'rapatrier' la production dans les pays développés. Des études montrent que ceci s'accompagne d'une forte robotisation des processus, ce qui requiert du personnel très qualifié. La nécessité d'avoir accès à une technologie adaptée et à un réservoir de main-d'œuvre spécialisée – sans oublier la reconstruction de la chaîne de sous-traitants – peut donc freiner le retour de la production.

Dans l'attente d'une visibilité accrue sur la politique commerciale américaine, les grandes entreprises devraient dès lors poursuivre la diversification de leur production, en sécurisant leur chaîne d'approvisionnement et en recherchant des opportunités dans les différents pays. Ainsi, la réindustrialisation des pays développés risque de rester partielle, et la sortie de Chine des entreprises internationales devrait également se révéler limitée.

¹ "Trade war spurs sharp reversal in 2019 Reshoring Index, foreshadowing COVID-19 test of supply chain resilience", Kearney 2020 Reshoring index

MÉTAUX PRÉCIEUX: DES TENDANCES DIVERSES

Les dynamiques qui prévalent aujourd'hui semblent appelées à se poursuivre en 2021. L'or devrait ainsi bénéficier des moteurs de performance habituels, tels que les tensions géopolitiques, alors que l'argent devrait tirer parti de la reprise dans l'industrie manufacturière. Le platine, quant à lui, continuera à perdre de son attrait avec la transformation de la demande et l'évolution des technologies, en particulier dans le secteur automobile.

L'or conserve sa tendance haussière

En 2021, l'or continuera de profiter, dans l'ensemble, des mêmes facteurs qui l'ont propulsé à de nouveaux plus hauts historiques en 2020, le métal jaune ayant atteint USD 2'200 l'once, voire plus, en cette fin d'année.

Cette tendance est en ligne avec la croissance attendue de la masse monétaire américaine M2, et la politique monétaire devrait encore jouer un rôle de soutien. En effet, les banques centrales à travers le monde mettent désormais en place des mesures efficaces impliquant des taux d'intérêt réels négatifs, et elles entendent les maintenir ainsi ces prochaines années. De plus, la dynamique haussière de

Les investisseurs maintiennent d'importantes positions 'long' sur l'or, mais ils continueront de privilégier l'or physique.

l'or est renforcée par la perspective d'un nouvel assouplissement quantitatif (QE), de taux de dépôt négatifs, et d'adjudications à taux négatif.

La confrontation entre les Etats-Unis et la Chine ainsi que les tensions géopolitiques, d'une manière générale, font désormais partie intégrante du nouveau paysage mondial – un contexte particulièrement propice à l'or compte tenu de son statut de valeur refuge. Par ailleurs, même en cas de réouverture des économies si un vaccin venait à être disponible, nous nous attendons à ce que le métal jaune bénéficie de la reprise de la demande des consommateurs, notamment en Asie.

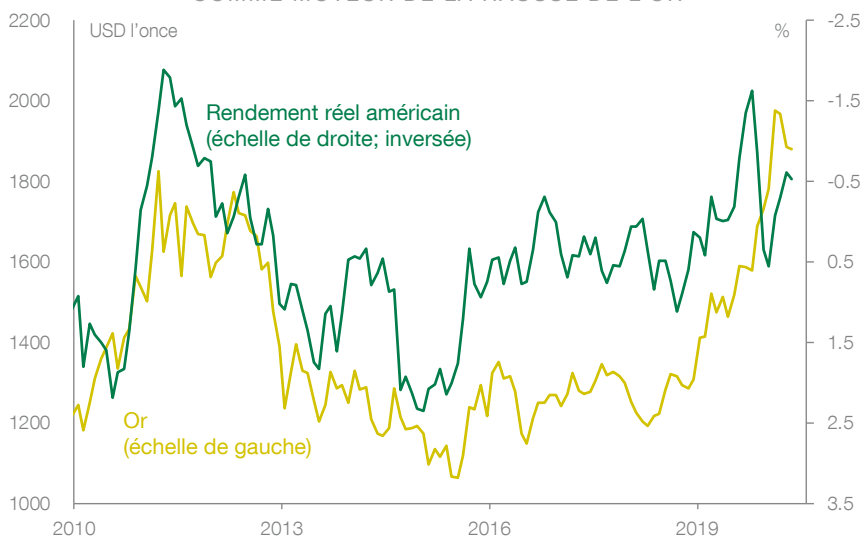
Selon nos prévisions, le prix de l'or devrait conserver une tendance haussière sur l'année à venir. Les investisseurs maintiennent en effet d'importantes positions 'long' sur le métal jaune, mais, tout comme en 2020, ils continueront de préférer l'or physique à l'or financier, ce qui laisse présager une forte demande sous-jacente.

L'argent est soutenu par la reprise de la croissance mondiale

Selon nous, il y a peu de risque que le prix de l'argent connaisse une baisse significative en 2021, et nous prévoyons plutôt une remontée vers les USD 32 l'once d'ici à la fin de l'année, la tendance étant nettement orientée à la hausse. L'argent devrait être porté par plusieurs facteurs, comme la reprise progressive de l'activité mondiale, l'accélération des politiques «vertes» dans les grandes économies, ainsi que les mêmes soutiens monétaires que ceux favorisant l'or.

L'amélioration de la demande industrielle depuis mai, conjuguée à la relance budgétaire attendue début 2021, suggère un solide redressement du secteur manufacturier

LES RENDEMENTS RÉELS NÉGATIFS
COMME MOTEUR DE LA HAUSSE DE L'OR



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

mondial. Cet environnement est donc positif pour l'argent, vu son utilisation dans un grand nombre de processus industriels.

Les mesures de relance budgétaire auront, selon nous, de réels effets positifs sur le plan environnemental (cf. page 22), ce qui devrait être favorable à moyen terme pour l'argent, qui constitue un composant clé des panneaux solaires. En outre, avec un ratio de prix or/argent qui se situe toujours en dessus de sa moyenne sur 30 ans, l'argent reste sous-valorisé par rapport au métal jaune.

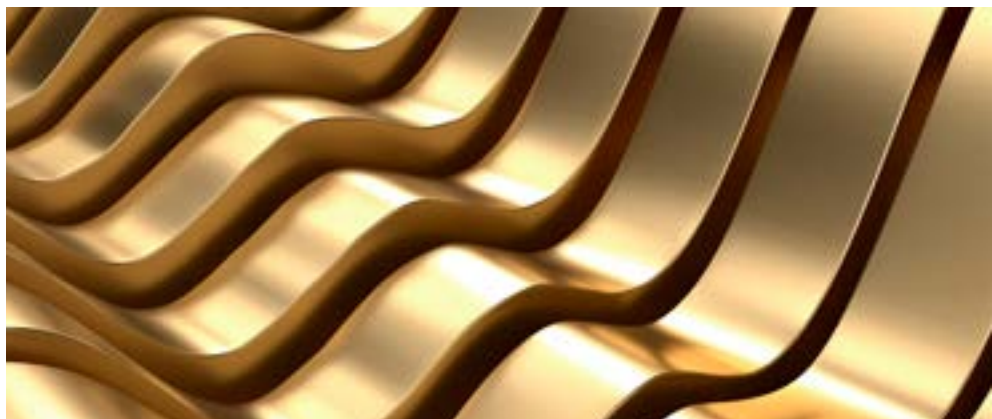
Le platine sous-performe malgré le redressement du secteur industriel

Sur l'année 2020, le platine a été loin d'afficher la même tendance haussière que l'or, l'argent ou encore le palladium. Il a en effet enregistré l'une des plus mauvaises performances parmi les métaux précieux et les métaux industriels. Ceci s'explique notamment par la forte baisse de la demande de joaillerie, par le ralentissement du secteur automobile et par une offre largement excédentaire. Avec la poursuite de ces facteurs, auxquels s'ajoute le

fort désengouement pour les véhicules diesel, le platine ne devrait pas connaître de hausse significative en 2021.

Le World Platinum Investment Council s'attend désormais à un surplus d'environ 247'000 onces en 2020, soit 120'000 onces de plus par rapport à ses précédentes estimations. Si l'offre est en légère baisse en 2020 en raison des mesures de confinement liées au Covid-19, la demande a reculé davantage encore.

En termes de demande du côté du secteur automobile, la transition séculaire qui s'opère actuellement en défaveur du diesel devrait rester un frein à la hausse des cours du platine, dans la mesure où environ 40% de la demande provient des véhicules diesel ces dernières années. Sur le long terme, la technologie des piles à combustible hydrogène est prometteuse mais, à court terme, cela ne devrait pas suffire à combler l'écart dû à la faible demande automobile.



SE RECENTRER SUR LES MINIÈRES AURIFÈRES

Ce contexte, marqué par la correction des prix des métaux précieux depuis le troisième trimestre, a offert aux investisseurs l'opportunité non seulement de continuer à initier des positions sur les métaux physiques, mais également de se recentrer sur le secteur minier aurifère, qui devrait profiter de multiples moteurs de performance au-delà du rebond des prix des métaux attendu en 2021.

A l'opposé de la tendance typiquement haussière de l'or, il apparaît que la faiblesse des cours de l'énergie et la baisse des coûts de production en devises locales se traduiront par un recul des coûts de production des minières aurifères de 13%, à près d'USD 900 l'once, soit plus de 50% au-dessous des prix spots actuels de l'or. Cette augmentation de la rentabilité joue un rôle clé dans la dynamique haussière sur le marché aurifère depuis les plus bas de mars dernier.

Par ailleurs, après l'arrêt des activités d'exploitation minière sur la majeure partie du deuxième trimestre, leur redémarrage dès la fin juillet et durant le mois d'août devrait voir

les volumes retrouver des niveaux en ligne avec le sommet cyclique des marges au sein du secteur, et contribuer ainsi à la prochaine phase de croissance des bénéfices des sociétés en 2021.

En effet, malgré le plus haut quasiment historique atteint par les cours de l'or physique, les ventes enregistrées par les sociétés minières leaders se situent toujours près des niveaux observés pour la dernière fois en 2008-2009, lorsque les prix de l'or physique s'inscrivaient en dessous d'USD 1'000 l'once, contre USD 1'800-1'900 actuellement.

Même en l'absence de rebond des ventes, les marges élevées ont permis aux grandes sociétés productrices de dégager des dividendes, ou de les accroître, dans la mesure où les résultats d'exploitation augmentent au sein du secteur, venant potentiellement renforcer la rentabilité totale offerte à l'actionnaire.

Pour les investisseurs conservateurs dans un secteur qui, historiquement, a globalement détruit de la valeur pour l'actionnaire, une

sélection de titres active et orientée sur des valeurs de qualité constitue une approche prudente sur le segment des compagnies minières aurifères.

Les sociétés de royalties, par exemple, peuvent offrir l'accès à ce secteur avec un risque comparativement moins élevé. Elles fournissent aux compagnies productrices d'or un financement initial en échange d'une part de la production, ou des revenus générés dans le cadre de projets spécifiques. Ceci permet donc aux sociétés de royalties d'être moins exposées aux risques opérationnels que les producteurs directs.

Dans l'ensemble, les sociétés productrices de grande taille, bien dirigées et disposant de divers sites miniers offrent aux investisseurs beaucoup plus de possibilités de bénéficier de la hausse des prix de l'or, grâce justement à leur potentiel de diversification et à leur solide performance sur le long terme. Elles confèrent notamment une protection intéressante en cas de mauvaises décisions d'allocation de capitaux, comme souvent observé parmi les nouveaux entrants sur ce secteur.

LE MEILLEUR DU MONDE AMÉRICAIN

La course à la présidence s'est avérée étonnamment serrée, laissant présager une accélération de la mutation du paysage géopolitique, avec ainsi des risques accrus pour les investisseurs. Alors qu'un changement s'opère en faveur de transformations locales au détriment de tendances globales, une approche active en matière de gestion des risques paraît donc de plus en plus importante afin de préserver et faire fructifier le patrimoine des investisseurs dans ce nouveau régime.

Le monde a poussé un soupir de soulagement après un recompte des voix car il apparaît que le démocrate Joe Biden a remporté la Maison-Blanche, et l'administration Trump prendra donc fin le 20 janvier prochain. Cependant, ce vote si serré et l'incertitude persistante quant au parti qui contrôlera finalement le Sénat montrent à quel point les changements outre-Atlantique impacteront le monde et les investisseurs.

Rappelons que l'élection du 45^e président des Etats-Unis en 2016 était intervenue dans un contexte de vague populiste qui avait notamment vu la victoire des 'pro-Brexit' au Royaume-Uni, la montée du mouvement 5 Etoiles en Italie, et l'accession de candidats populistes à de hautes fonctions en Autriche et aux Philippines. On ne peut donc pas reprocher aux investisseurs d'avoir pensé que les Etats-Unis avaient simplement 'rallié' temporairement un mouvement populiste mondial qui avait d'ailleurs commencé à s'essouffler avec la défaite très médiatisée de la candidate du parti Rassemblement National, Marine Le Pen, en France en 2017, ou encore avec les avancées plus modestes qu'attendu pour ce mouvement lors des élections du Parlement européen en 2019.

Cependant, l'élection présidentielle américaine de 2020 vient largement infirmer cette idée. Ainsi, le fait même que la victoire se soit jouée à très peu de choses, que les erreurs de sondage aient vraisemblablement été plus fréquentes que lors de la présidentielle controversée de 2016 remportée par Donald Trump, et aussi que les Américains aient davantage voté pour ce dernier en 2020 qu'en 2016 suggère que les fondements centristes des Etats-Unis ont au minimum été remis en question et, au moins aux yeux des principaux alliés du pays, pourraient avoir été irrévocablement rompus.

En effet, les quatre années de présidence de Donald Trump ont déjà nettement bouleversé les relations bilatérales en Europe et en Asie, en particulier. Même le retour à un président plus modéré en la personne de Joe Biden pourrait ne pas suffire à atténuer le niveau de défiance, ni à restaurer la confiance envers les Etats-Unis en tant que 'partenaire sûr'¹.

Il ne fait aucun doute que l'administration Biden cherchera à infléchir de nombreuses mesures mises en place par son prédécesseur à l'échelle domestique et internationale, avec peut-être une réintégration du pays dans l'Accord de Paris sur le climat, l'Accord sur le nucléaire iranien, et l'Organisation mondiale de la santé (OMS). Toutefois, les scores obtenus par Donald Trump devraient susciter des inquiétudes parmi les alliés internationaux sur le fait que ce rapprochement avec le populisme semble loin d'être temporaire.

Ainsi, sur les axes clés Etats-Unis-Chine et Etats-Unis-Europe, le doute qui s'est installé ces quatre dernières années a déjà conduit les pays à prendre les mesures nécessaires pour se protéger. La Chine, nation la plus peuplée au monde, apparaît avoir déjà choisi la voie de l'autonomie, à en juger par les premières ébauches de son prochain plan quinquennal. Etant donné que Joe Biden devrait renoncer aux politiques agressives imposant des interdictions totales sur les ventes technologiques, voire sur l'accès aux marchés de capitaux américains que Donald Trump semblait vouloir promouvoir, la Chine aura une chance de remédier aux vulnérabilités mises en lumière par la guerre commerciale sino-américaine de 2018-2019.

Du côté de l'Europe, un dialogue s'est instauré pour piloter les prochains rounds de réformes dans le cadre d'une

Voix en faveur de Donald Trump



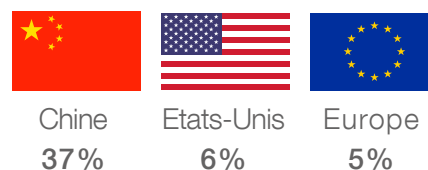
Source: Associated Press

Erreurs de sondage - sous-estimation du vote Trump



Sources: Associated Press et UBP

Quel pays ressortira plus fort de cette crise ?



Source: Lowy Institute

'union sans cesse plus étroite' à long terme, tout comme la pandémie a ouvert la voie au renforcement d'une politique budgétaire conjointe. Cependant, vu le processus de prise de décision relativement plus long en Europe et la dépendance de la région à l'égard du commerce mondial, celle-ci pourrait avoir plus de difficultés à suivre la même trajectoire que la Chine à un rythme comparable. L'Europe devrait donc progressivement modifier ses relations avec les Etats-Unis. Ces liens s'étaient, à l'origine, noués sur les champs de bataille de la Seconde Guerre mondiale et ils devraient devenir plus équilibrés, avec désormais une indépendance accrue vis-à-vis des Etats-Unis, à l'heure où l'Europe commence à développer son propre agenda politique à l'échelle du continent. Il est fort probable que la Chine cherche à avoir un impact sur cette transition, par des moyens incitatifs et dissuasifs en fonction de ses propres intérêts.

Même si les stratégies de politique monétaire au sein des pays développés ont tendance à converger, le prisme au travers duquel nous observons le monde devra certainement aussi évoluer. En effet, la dynamique des marchés est de plus en plus tirée par des priorités domestiques plutôt que par des

préoccupations purement internes aux Etats-Unis tournant autour de la politique ou de la fiscalité. Ceci, combiné aux régimes de taux d'intérêt nuls qui prévalent au sein des économies occidentales, signifie que la perspective et les conséquences d'erreurs de politiques locales sont nettement plus importantes qu'elles ne l'étaient lors des cycles précédents.

La victoire très serrée non seulement pour le nouveau président mais également au niveau du Sénat vient ainsi accroître le risque que les Etats-Unis emboîtent le pas de leurs homologues européens et connaissent une paralysie budgétaire, tout comme lors de la période de l'après-crise financière de 2008. Cependant, cette fois-ci, compte tenu des capacités plus limitées de la Fed, il se peut que des choix de politiques monétaires plus extrêmes doivent être faits parallèlement aux mesures budgétaires, mais uniquement en réponse à une nouvelle crise venant impacter l'économie globale, à l'image de mars 2020.

La gestion de plus en plus active des risques est un régime qui s'impose dans ce nouveau paysage mondial, multipolaire (cf. page 23), et ce

en l'absence du filet de sécurité implicite ('put option') américain qui avait servi à protéger les investisseurs contre de telles erreurs de politiques lors des décennies passées. En outre, alors que la globalisation de l'économie a conduit les investisseurs à s'éloigner de leur biais domestique naturel, ce nouveau monde devrait les pousser à privilégier de nouveau une exposition locale. C'est avec cette approche que les investisseurs pourront tirer parti des tendances qui ont commencé à redessiner les relations économiques et géopolitiques globales sous l'ère Trump, et qui devraient s'accélérer avec l'arrivée au pouvoir de Joe Biden.

¹ Angela Merkel a déclaré après un sommet du G7 en mai 2017: «Ces derniers jours m'ont montré que les temps où nous pouvions pleinement compter les uns sur les autres sont, dans une certaine mesure, révolus.»

Cette course à la présidence extrêmement serrée suggère une remise en question des fondements centristes des Etats-Unis.



LE DÉFI DU CHANGEMENT CLIMATIQUE

En 2021, le changement climatique devrait devenir une question centrale. La Chine, premier émetteur mondial de carbone, et l'Europe envisagent en effet de mettre en œuvre des politiques ambitieuses visant à relever ce défi majeur de l'économie globale. De plus, des avancées concrètes pourraient aussi être observées aux Etats-Unis, le pays se classant juste derrière la Chine en termes d'émissions carbone.

Les propositions de la Commission européenne visent à réduire d'au moins 55%, d'ici à 2030, les émissions nettes de gaz à effet de serre à l'échelle de l'Union européenne (UE). La Chine, quant à elle, cherche à atteindre la neutralité carbone à l'horizon 2060, avec de solides objectifs qui devraient figurer dans son plan quinquennal, dont la finalisation est prévue pour mars 2021.

Si les Etats-Unis sont encore assez loin derrière l'Europe et la Chine par rapport à de tels objectifs, des progrès significatifs pourraient cependant être observés à la suite de la victoire de Joe Biden à la présidentielle de novembre, et si les démocrates devaient prendre le contrôle du Sénat lors du 'run-off' de janvier en Géorgie.

Le monde semble en passe de connaître une longue période de transition, d'une forte dépendance aux combustibles fossiles vers un futur qui s'appuie sur les énergies renouvelables. La taxonomie de l'UE pour la finance durable ainsi que le développement par la Chine d'un cadre solide qui figurera dans son nouveau plan quinquennal servent de catalyseur au mouvement de transformation actuel.

Tout comme l'informatique a connu une profonde transition de l'ordinateur vers les appareils mobiles, ou encore le commerce de détail, qui a vu une réorientation des consommateurs des centres commerciaux vers les plateformes d'achat en ligne au XXI^e siècle, les investisseurs devraient s'attendre, dans les prochaines décennies, à ce que les combustibles fossiles soient progressivement remplacés par les énergies renouvelables. Cependant, à l'image de ces transitions dans l'informatique et le commerce de détail, celle concernant le changement climatique devrait s'opérer en plusieurs phases.

Le fort mouvement haussier des actions observé en 2020 dans le secteur de l'énergie verte suggère que les marchés ont valorisé une transition plus rapide. Si les mesures et décisions prises par l'Europe, la Chine et, potentiellement,

les Etats-Unis indiquent en effet une accélération du calendrier, les investisseurs devraient néanmoins s'attendre à des pauses ponctuelles dans la génération de surperformance sur le long terme. Ceci a été constaté lors des transitions dans les secteurs de l'informatique et du commerce de détail évoqués plus haut, ce qui montre que ces 'interludes' devraient être considérés comme une opportunité de construire de nouvelles positions.

L'expérience nous enseigne que les sociétés et secteurs qui sont plus lents à s'adapter sont au mieux en difficulté, sinon mis sur la touche, alors que ceux qui ont une capacité d'ajustement rapide présentent de réelles opportunités pour les investisseurs. Cela s'applique aujourd'hui aux secteurs à forte intensité carbone tels que la production énergétique, l'industrie lourde et le transport, sur lesquels la sélection de titres jouera un rôle clé.

Les grands gagnants de ce mouvement de transition sont logiquement les énergies éoliennes, solaires, hydrauliques et autres énergies alternatives, à l'instar de modes de transport comme les véhicules électriques. Cependant, nous voyons également émerger

de nombreuses autres opportunités. Par ailleurs, le secteur agricole connaît déjà de profondes transformations, avec le développement de nouvelles pratiques et la demande accrue pour une réduction de l'empreinte carbone le long de la chaîne de valeur alimentaire. Les thèmes liés au climat, tels que la biodiversité, les matériaux rares, les écosystèmes sains, les communautés durables et les besoins fondamentaux, devraient aussi offrir aux investisseurs des opportunités de long terme.

La génération de performance financière et la création de 'valeur ajoutée sociale' sont tout à fait compatibles. En effet, chacun a à gagner à investir dans des entreprises qui facilitent la transition vers une société résiliente et visant le 'zéro émissions nettes' d'ici à 2050.

Le monde est en passe d'opérer une profonde transition – de la dépendance aux combustibles fossiles vers les énergies renouvelables.



MAINTENIR UNE GESTION ACTIVE DES RISQUES

A l'instar de 2020, une gestion active des risques sera primordiale pour les investisseurs sur l'année à venir, et ce d'autant que les obligations gouvernementales américaines et européennes n'offrent plus la même protection que lors des cycles précédents. L'expérience des investisseurs en EUR après la baisse des rendements du Bund allemand en dessous de 1% – à l'image des bons du Trésor américain en 2020 – est particulièrement instructive à cet égard.

Lorsque les rendements du Bund allemand se situaient au-dessus de 1%, les obligations gouvernementales allemandes ont permis de compenser à hauteur de 25-30% des baisses du marché actions de l'ordre de 10% ou plus. Dès lors que les rendements sont descendus en dessous de 1%, et même avant de tomber en territoire négatif, ils n'ont plus été en mesure de contrebalancer significativement la volatilité du marché actions. Or, comme on a pu l'observer durant la correction de septembre sur les marchés actions mondiaux, il en a été de même pour les bons du Trésor américain, qui présentent actuellement des rendements inférieurs à 1%.

Les investisseurs devraient ainsi accroître leur exposition aux actifs alternatifs tels que les hedge funds, les produits structurés, les options et les « futures » pour apporter de l'asymétrie aux portefeuilles traditionnels (« long-only ») en actions et en obligations.

Nous avons recours aux hedge funds pour ajuster le profil risque/rendement des classes d'actifs traditionnelles qui, sinon, auraient pu comporter un biais défavorable pour les investisseurs. Certains émetteurs d'obligations d'entreprise, par exemple, se sont révélés vulnérables durant la pandémie actuelle. De solides opportunités sont donc apparues pour les hedge funds 'long/short credit' capables de capitaliser sur la dispersion générée par un tel contexte.

De la même façon, du côté des actions, les gérants centrés sur les titres des marchés émergents 'long/short' peuvent offrir une exposition au thème de la consommation asiatique de long terme, tout en assurant aux investisseurs une protection contre la volatilité typiquement associée à cette classe d'actifs.

Les produits structurés, pour leur part, nous permettent d'exprimer nos vues sur les actifs



En limitant les risques, nous pouvons exploiter les thèmes de la transformation que nous voyons émerger dans cette nouvelle économie globale.

sous-jacents, tout en réduisant les risques à la baisse sur ces actifs. Ils confèrent ainsi aux portefeuilles un profil asymétrique en termes de potentiel de performance, en particulier en cas de mouvements de marché adverses. Le recours à ces produits s'est avéré très avantageux, surtout en 2020, dans la mesure où ils ont permis d'amortir nettement les fortes corrections de marché.

Nous avons en outre utilisé les stratégies en options et « futures » régulièrement durant l'année écoulée, et elles ont été déterminantes dans les périodes complexes. Plus spécifiquement, les solutions centrées sur les options de vente (« put options ») ont joué un rôle essentiel pour protéger les portefeuilles dans les conditions éprouvantes observées jusqu'à présent en 2020. Elles constituent, selon nous, un

moyen effectif et efficient de prémunir les portefeuilles sous-jacents contre les risques baissiers, tout en conservant une exposition à la hausse avec une gestion active des risques.

En 2021, il devrait ainsi subsister des risques pour les investisseurs. Les marchés financiers restent en effet incertains étant donné les mesures exceptionnelles prises sur le front monétaire et budgétaire, et alors que se profilent à l'horizon divers risques extrêmes (« tail risks ») liés à la pandémie et aux politiques en place. Notre approche active en matière de gestion des risques nous permet de contenir certains de ces risques extrêmes surtout à l'heure où nombre de nos clients privilégient la préservation du capital. Plus important encore, en limitant ces risques, nous pouvons améliorer notre capacité à tirer parti des opportunités offertes par les marchés en période de volatilité. Cela nous permet également d'exploiter au mieux les thèmes de la transformation de long terme que nous voyons émerger dans cette nouvelle économie globale.



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, 3^e cycle, et de l'Université d'Orléans.



PETER KINSELLA

Responsable Stratégie Devises

Peter Kinsella, qui a plus de 14 ans d'expérience dans la gestion d'actifs et l'investissement, a rejoint l'UBP en novembre 2018. Précédemment, il était Head of Emerging Market Research chez Commerzbank, où il était responsable d'une équipe internationale couvrant les principales économies des marchés émergents (Russie/CEI, EMEA, Chine et LatAm). Peter Kinsella dispose d'une

solide expertise, en particulier en matière de techniques de couverture de change et de gestion des risques, acquise notamment lorsqu'il travaillait en tant que FX & Derivatives Trader auprès de Pioneer Investments/Amundi. Peter Kinsella est titulaire de deux masters, l'un en Economie, de la London School of Economics (Royaume-Uni), et l'autre en Droit et Economie, de l'Université de Bologne (Italie).

Informations importantes

Ce document est une communication marketing contenant des INFORMATIONS GÉNÉRALES sur les services financiers et/ou les instruments financiers; il 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 générales, mais il ne constitue pas et ne doit pas être considéré comme une offre ou une sollicitation en vue de conclure une transaction avec l'UBP, ou d'acheter, de souscrire ou de vendre des devises, produits ou instruments financiers, ou encore d'effectuer un investissement, ou de participer à des stratégies de trading spécifiques dans un territoire où une telle offre ou sollicitation ne serait pas autorisée; il n'est pas destiné aux personnes auxquelles il serait illégal de faire une telle offre ou sollicitation. Ce document vise uniquement à fournir une vue d'ensemble à des fins de discussion dans le but de déterminer l'intérêt du client. Il ne remplace pas un prospectus, une Feuille d'information de base (FIB/KID), un Document d'information clé pour l'investisseur (DICI/KIID), ou tout autre document juridique relatif à un instrument financier spécifique, lesquels peuvent être obtenus gratuitement sur demande auprès de l'UBP ou auprès du siège social de l'émetteur de l'instrument 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, sauf disposition contraire. 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 il leur est vivement recommandé d'obtenir des conseils professionnels et indépendants auprès d'experts financiers, juridiques, comptables et/ou fiscaux, notamment quant à leurs objectifs d'investissement, leur situation financière et leurs besoins spécifiques.

L'UBP procède à des analyses sur les instruments financiers en se basant sur l'offre de marché et peut, à cette fin, entretenir et/ou chercher à développer des relations d'affaires avec des tiers. De plus, l'UBP peut créer ses propres instruments financiers. Les présentes informations générales ne sont par conséquent pas indépendantes des intérêts propres de l'UBP ou de tiers liés à l'UBP, lesquels intérêts sont susceptibles d'entrer en conflit avec ceux du client. L'UBP dispose de directives internes visant à gérer les conflits d'intérêts et prend toutes les mesures organisationnelles appropriées pour prévenir de potentiels conflits d'intérêts.

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») ou de toute autre réglementation. La réglementation de l'Union européenne (UE) ne gouverne pas les relations conclues avec les entités UBP situées en dehors de l'UE.

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».

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 figurant dans le présent document et collectées en toute bonne foi par ses soins sont exactes et exhaustives, et décline toute responsabilité pour toute perte ou tout dommage résultant de l'utilisation desdites informations. Les circonstances peuvent changer et affecter les données recueillies 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, ni 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 résultats actuels ou futurs. 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 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.

Suisse: L'UBP est agréée et réglementée 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(e) 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 générales 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 de 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 2020. Tous droits réservés.

PLUS
D'INFORMATION
SUR UBP.COM

Retrouvez
toute l'actualité de
nos Perspectives 2021

sur ubp.com/fr/outlook2021



Recevez
la Newsletter UBP,
en vous inscrivant

sur ubp.com/fr/newsletter

