

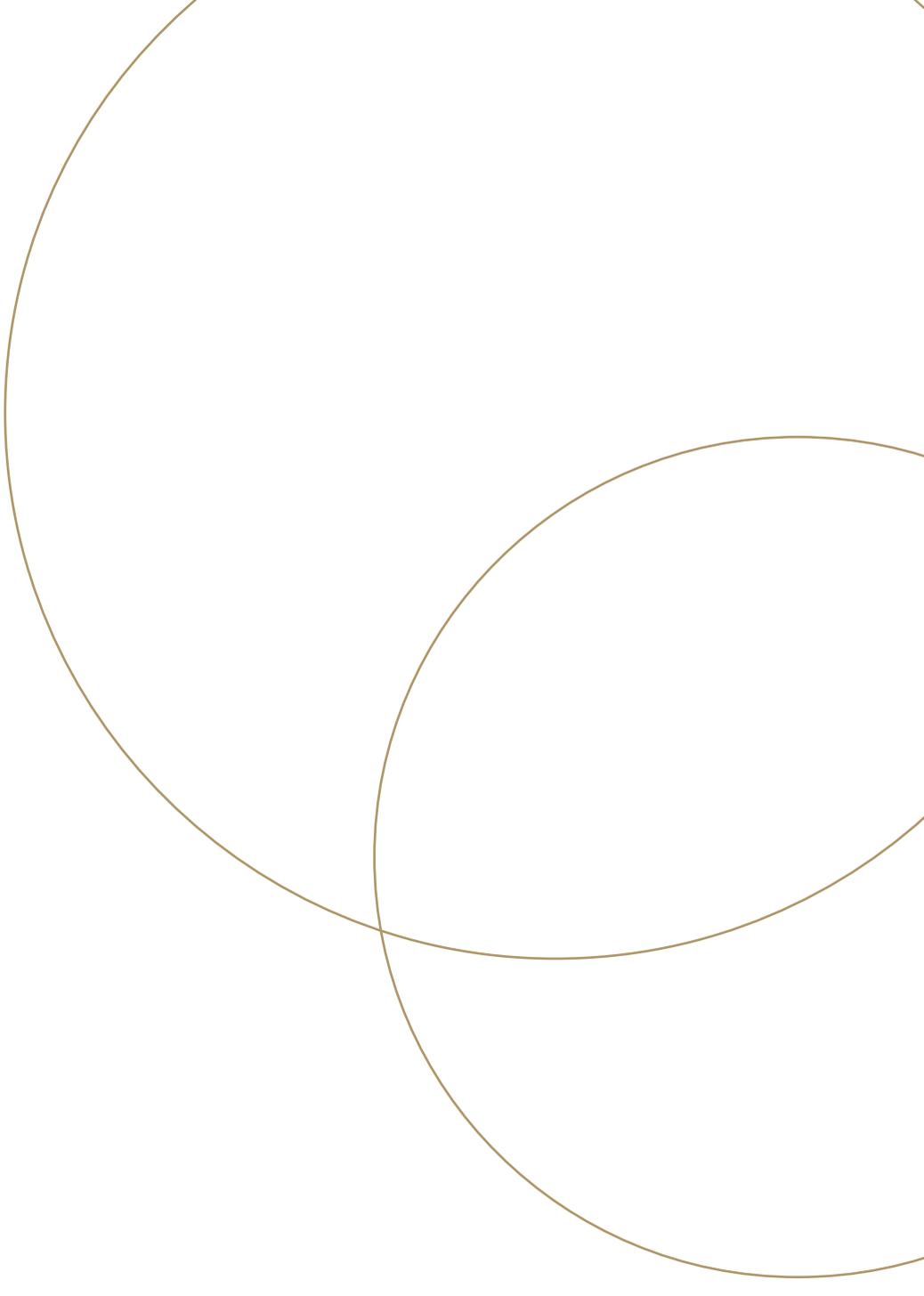


Q3 2020  
OUTLOOK



BANQUE  
HAVILLAND

WARD, LOCK, & CO.



Banque Havilland est un groupe bancaire privé créé en 2009. Son siège social est situé à Luxembourg avec des bureaux à Londres, à Monaco, au Liechtenstein, à Dubaï et en Suisse. Le groupe Banque Havilland fournit des services de banque privée, de gestion d'actifs et de fortune ainsi que des services bancaires institutionnels aux familles et particuliers fortunés.

# SOMMAIRE

---

ENVIRONNEMENT DU MARCHÉ	4
ACTIONS	8
OBLIGATIONS	12
DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES	16



# ENVIRONNEMENT DU MARCHÉ

---

2020 se révèle être une année plutôt extraordinaire pour les investisseurs. Il y a six mois, personne ne s'attendait à un effondrement économique d'ampleur similaire à celui du début des années 1930, et peu s'attendaient au rebond spectaculaire des prix des actifs observés depuis leur point le plus bas en mars. Si l'on y ajoute les niveaux de chômage considérables à travers le monde, les émeutes raciales et le regain de tension entre les États-Unis et la Chine, sans parler de l'épidémie de Covid-19 ; voir le S&P 500 tout proche de retrouver son niveau d'avant crise et voir le Nasdaq traiter à son plus haut historique, a quelque chose de surréaliste. Un rebond aussi rapide après une chute importante des marchés est inédit ; le S&P est actuellement en hausse de 11 % sur les 12 derniers mois. Certes, les places boursières anticipent et intègrent une inévitable reprise, mais le décalage entre la situation économique réelle et le marché n'a jamais été aussi frappant. Cependant, bien que ce décalage semble paradoxal, deux grandes raisons expliquent le niveau aussi élevé du cours des actions et de leur valorisations :

1) Les mesures sans précédent prises par les banques centrales et les gouvernements en réaction à la pandémie ont permis à l'économie de se maintenir à flot alors qu'une grande partie de la population active était confinée et que les entreprises étaient à l'arrêt. La Réserve Fédérale américaine a beau insister sur le fait que sa principale préoccupation

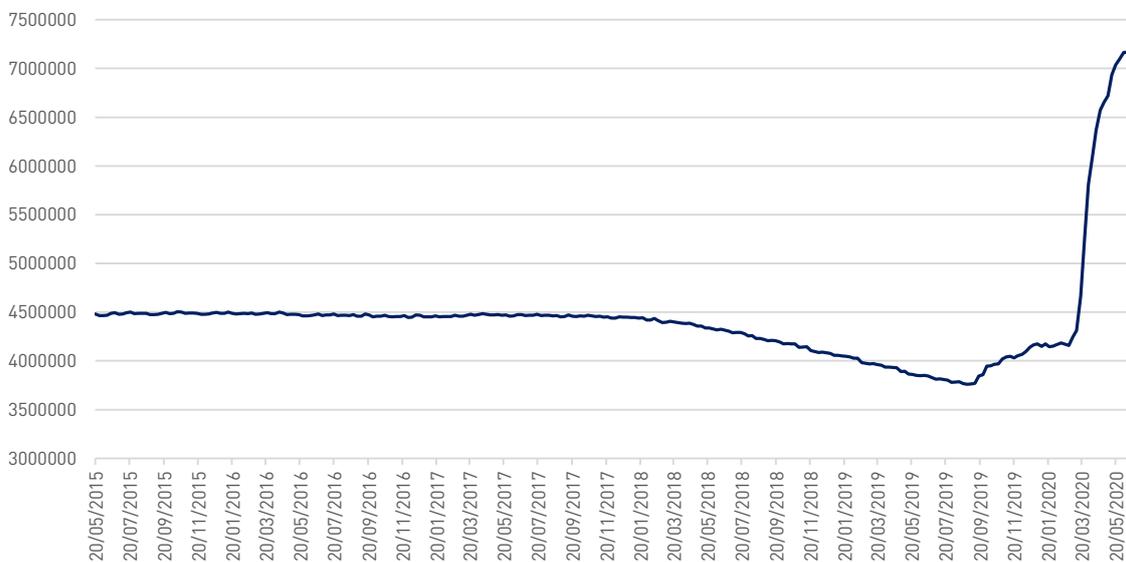
n'est pas la situation des marchés, mais « le plein emploi et la stabilité des prix », elle est néanmoins intervenue chaque fois qu'il y avait un risque que les investisseurs cèdent à la panique. Ce fut encore le cas dernièrement en annonçant l'achat direct d'obligations d'entreprise après quelques jours de correction du marché boursier. Le bilan de la Fed a désormais gonflé à plus de 7 000 milliards de dollars contre environ 4 000 milliards au début de l'année. De plus le gouvernement américain a également proposé un programme d'investissement en infrastructures d'un montant de 1 000 milliards de dollars, tandis que la BCE est prête à mettre en œuvre une union budgétaire au sein de l'UE avec son plan de relance de 750 milliards d'euros. Ces montants sont colossaux. Nous indiquons dans nos dernières publications que le pic de l'épidémie de coronavirus dans les pays développés, en termes de décès et de nouvelles infections, indique certainement que le pire de la déroute boursière est derrière nous. Le souci actuel est qu'une « deuxième vague » d'infections ne provoque une nouvelle correction. Une telle correction a très peu de chance d'être de même ampleur que celle du mois de mars, les banques centrales ayant agi et se tenant prêtes à intervenir de nouveau.

**« Nous ne pensons même pas à relever les taux. Nous sommes déterminés à utiliser nos outils pour faire tout ce que nous pouvons, aussi longtemps qu'il le faudra. » Jerome Powell, juin 2020**

2) De manière générale, les investisseurs achètent des actions non pas pour leurs fondamentaux propres, mais parce qu'elles sont préférables aux autres actifs dans l'environnement actuel de faibles rendements et de bas niveau des taux d'intérêt. Même dans un contexte d'effondrement des bénéfices et de baisse générale des dividendes, les actions restent attrayantes par rapport aux taux zéro qu'offrent les emprunts d'État qui ne

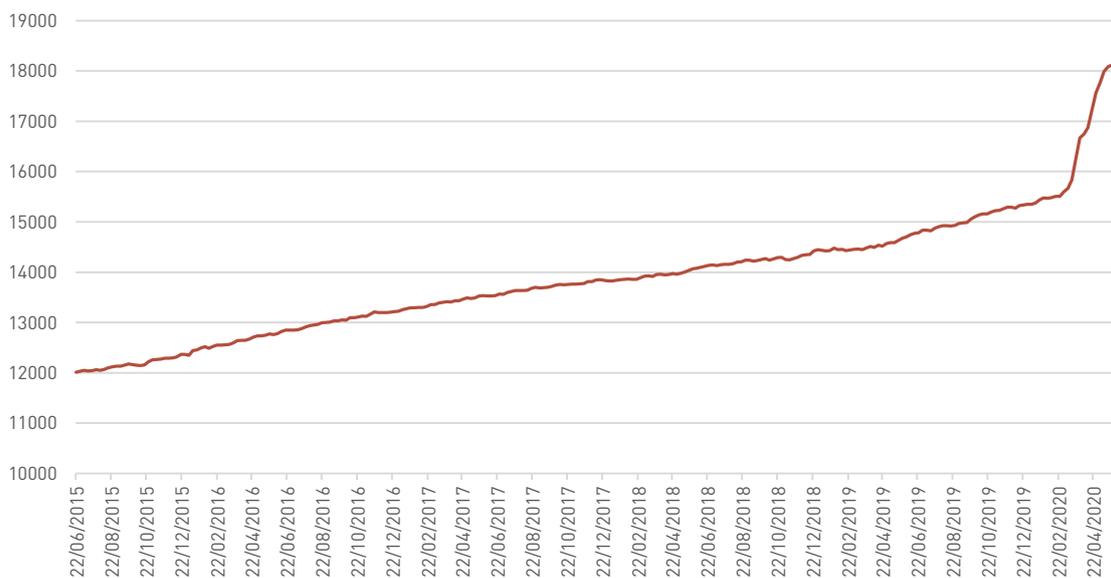
représentent actuellement plus qu'une forme de liquidité à laquelle est associée un risque vu que le prix des obligations peut chuter contrairement aux liquidités (abstraction faite de l'inflation et de la fluctuation des taux de change). La masse monétaire atteignant des niveaux inédits, il n'est guère surprenant qu'une grande part de cette manne soit investie dans les marchés.

### Bilan de la Réserve fédérale - Actif total des banques (en M \$)



Le niveau déjà élevé des dettes a quasiment doublé suite à la pandémie. (source : Bloomberg)

### Masse monétaire de la Réserve fédérale aux États-Unis (en Mrd \$)



La quantité de liquidités dans l'économie américaine a explosé depuis la pandémie. (source : Bloomberg)

Le rebond et le décalage que cela a provoqué n'est dès lors pas aussi paradoxal qu'on pourrait l'estimer à première vue, bien que nous nous attendions à ce que les indicateurs de la croissance économique et les cours des actions finissent par converger au moins partiellement à l'avenir. Il est à espérer que cette convergence aura pour cause le redémarrage de l'économie, l'accélération des dépenses et le redressement du commerce international et de la consommation ; et non pas la baisse des places boursières. Cependant il faudra s'attendre à une volatilité élevée des marchés alors que l'actualité concernant le coronavirus reste imprévisible et que les tensions géopolitiques refont surface. En outre, les caractéristiques des marchés ces trois derniers mois pourraient être perçues comme un microcosme des conditions de marché observées ces dernières années, portées à des niveaux extrêmes (croissance atone, valorisations élevées des actions tirées par les valeurs technologiques, les faibles rendements, les dettes colossales et les mesures de relance). Par conséquent, nous devrions en vérité être habitués à investir dans un tel environnement. Il se pourrait bien entendu que nous n'assistions pas à une reprise en « V » et que l'emploi et les dépenses de consommation soient lents à se redresser une fois la situation revenue à la normale. Le fait que les chiffres de l'emploi de mai aux Etats-Unis aient totalement déjoué les attentes des économistes montre que la trajectoire de la reprise est en fait très incertaine. Il ne faut cependant pas en conclure que le prix des actifs va s'ajuster. De fait, la focalisation de Jerome Powell sur le plein emploi pourrait se traduire par de nouvelles mesures de relance susceptibles d'alimenter la hausse des cours. La reprise de l'économie réelle

risque toutefois d'être chaotique et irrégulière. En particulier, nous craignons un regain des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine en amont des élections américaines de novembre. Une nouvelle escalade dans la guerre commerciale pourrait aisément saper la confiance des entreprises, provoquant un resserrement des conditions financières et torpillant la reprise fragile de l'économie.

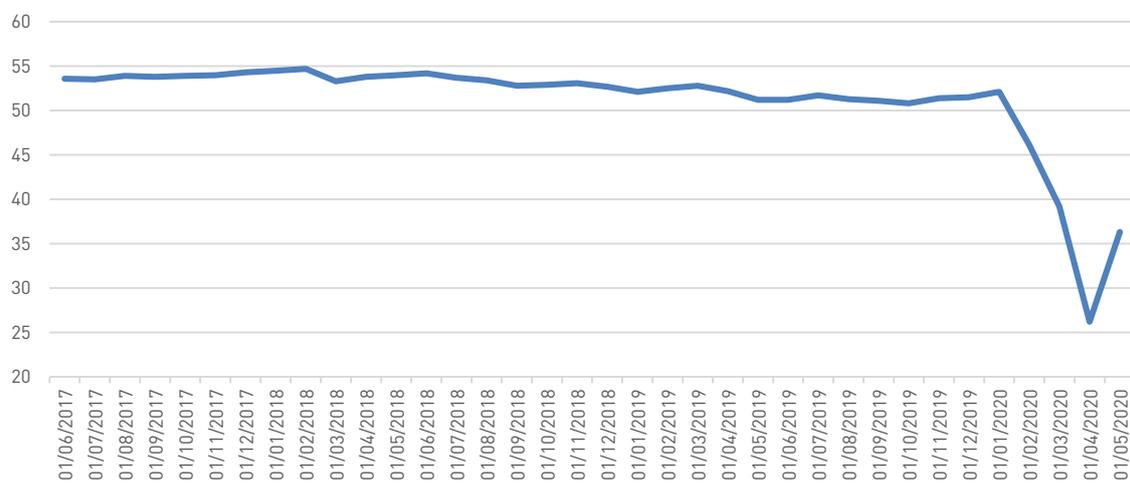
Notre scénario de base considère que les marchés devraient clôturer l'année inchangés voire en légère hausse, avec toutefois des niveaux de volatilité supérieurs à ceux observés ces dernières années. Comme toujours, il existe de nombreuses opportunités d'investissement en dehors des allocations principales. Des perdants et des gagnants émergent déjà du chaos provoqué par le coronavirus (et par la réaction des dirigeants mondiaux). Au niveau des entreprises ; on constate que certains secteurs sont désavantagés par les mesures de distanciation sociale comme les secteurs du tourisme, des loisirs et de l'hôtellerie. A l'opposé les secteurs de la technologie, de l'Internet et de la santé sont avantagés, et ceci outre des dispersions plus nuancées au niveau macroéconomique des classes d'actifs. Le marché des changes a par exemple connu de fortes fluctuations en 2020 à l'instar de certains segments obligataires, tandis que les places boursières présentent des signes précoces de rotations entre styles et régions, avec des bouleversements dont les investisseurs à long terme peuvent tirer parti. À plus long terme, nous pensons qu'estimer la trajectoire de l'inflation pourrait être la clé pour la préservation de patrimoine, sachant qu'une fois que la reprise économique battra son plein, les forces déflationnistes pourraient rapidement disparaître.

### Citi Economic Surprise Index - Monde



Les indices Citi Economic Surprise mesurent les surprises économiques par rapport aux prévisions du marché. Un indice positif signifie que les données ont été plus solides que prévu, tandis qu'un indice négatif signifie que les données ont été pires que prévu. Le sentiment du marché s'est rapidement amélioré. (source : Bloomberg)

### Indice JPMorgan PMI Global - Composite



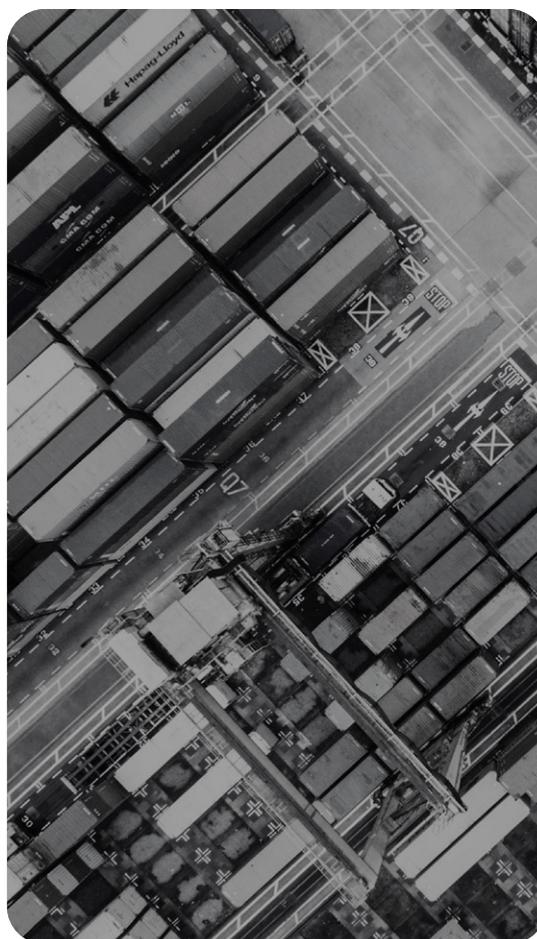
L'indice des directeurs d'achat s'est effondré et reste sous la barre des 50, mais il a commencé à se redresser. (source : Bloomberg)

# ACTIONS

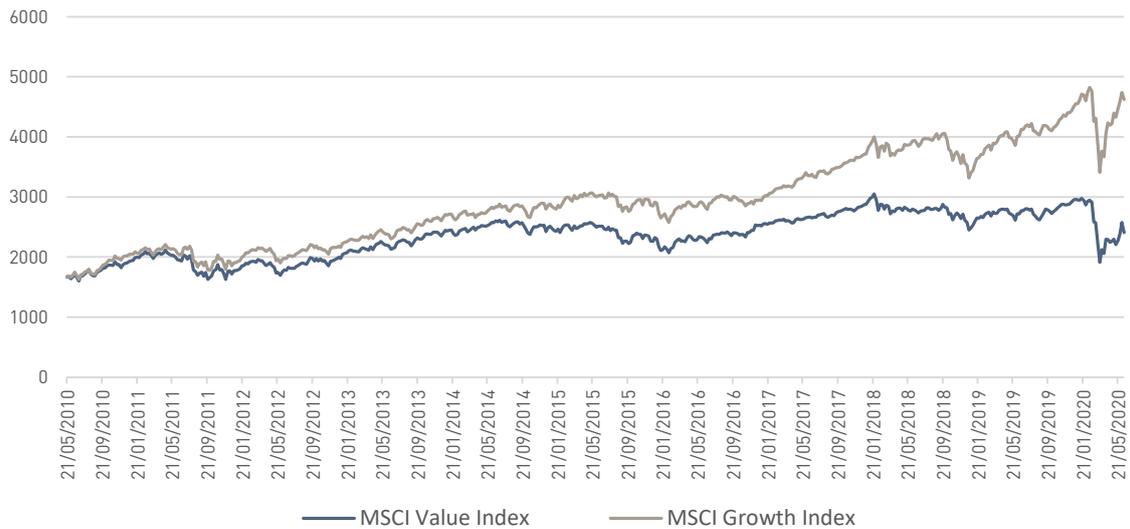
---

En dépit de sa nature accélérée en forme de « V », le rebond n'a pas été universel ni uniforme dans l'ensemble des régions et des indices. Une certaine logique sous-tend la surperformance évidente du Nasdaq et des actions FAANG qui le dominant nonobstant leurs valorisations élevées : Amazon a offert à bien des gens une bouée de sauvetage quand l'accès aux magasins était impossible. L'obligation d'un grand nombre de personnes de rester à la maison et de restreindre leur déplacements profite clairement à Google, Netflix et Facebook. Les fournisseurs de solutions de communication tels que Zoom (en hausse de 240 % depuis le début de l'année) sont les grands bénéficiaires des mesures de confinement. L'opinion générale est que ces tendances vont s'installer dans le monde post-coronavirus si bien qu'il n'y a aucune raison que ces actions se replient une fois que les mesures de distanciation sociale auront été levées. La transition de la vieille économie à une ère plus numérique a simplement été accélérée. Bon nombre d'indices de « l'ancien monde » se sont en revanche nettement redressés mais restent négatifs d'environ 20 % sur l'année en cours. L'indice britannique FTSE 100, constitué de valeurs minières, bancaires et pétrolières, en est un bon exemple aux côtés de l'indice espagnol IBEX 35, fortement orienté vers les valeurs industrielles. Fait intéressant, le DAX allemand s'est redressé plus rapidement que la plupart des indices européens et son recul depuis le début de l'année se limite à un peu plus de 6 %. Son accent sur les valeurs exportatrices lui a même permis de rebondir en parallèle avec le redressement des données économiques chinoises, tandis que le caractère défensif

de l'indice Suisse SMI fortement axé sur les valeurs de la santé lui a permis de relativement bien résister lui aussi. Peut-être plus encore que l'orientation géographique, le style d'investissement a été un facteur majeur de performance cette année avec les valeurs de croissance poursuivant sur la lancée générale de ces dernières années tandis que les titres à haut rendement et en particulier les actions à dividende élevé ont continué à nettement sous-performer. Compte tenu du nombre d'entreprises contraintes de réduire leur dividende en raison du délitement de leur modèle économique habituel, il n'est guère surprenant que les investisseurs aient délaissé ces actions. Cependant, la divergence entre les actions dites de valeur et les action



## Croissance vs Valeur sur les dix dernières années



(source: Bloomberg)

dit de croissance est un phénomène plutôt intéressant. La performance des actions de valeur s'est enlisée depuis la crise financière de 2008, malgré plusieurs faux espoirs. Ce constat s'est confirmé lors du rebond de 2020 où les valeurs de croissance ont donné l'impulsion initiale, alors que le marché américain, malgré sa valorisation importante, a ensuite surperformé un marché européen moins onéreux. Après deux semaines de forte progression des actions de valeur fin mai, la situation pourrait-elle être sur le point de changer ou n'est-ce encore une fois qu'un faux espoir ?

Les actions de valeur font actuellement face à plusieurs obstacles structurels. Les banques centrales ont perpétué la conviction d'une croissance constante, en maintenant des politiques monétaires accommodantes depuis 2009 et permettant aux entreprises d'accroître constamment leur dette sans craindre d'avoir à la rembourser à l'avenir à des taux plus élevés. Ces dernières peuvent ainsi financer leur croissance en s'endettant à bon compte. Et quand bien même la

croissance s'est accélérée lors du cycle présent, les taux ont baissé. À l'inverse, des taux d'intérêt bas voire négatifs pénalisent structurellement les banques et les compagnies d'assurance qui représentent actuellement une part importante de l'univers des titres dits de valeur. La tendance en faveur de l'investissement responsable qui s'est développée ces deux dernières années exclut également bon nombre de secteurs qui pourraient être classés dans la catégorie « valeur ». Les sociétés minières, les producteurs de tabac et les compagnies pétrolières sont ainsi susceptibles d'être exclues des fonds et des ETFs qui intègrent les critères ESG, de par la nature même de leur activité. Enfin, le poids croissant des consommateurs chinois a un impact sur un certain nombre d'entreprises occidentales, la Chine créant ses propres entreprises destinées à rivaliser avec celles d'Europe et des États-Unis qui ont bâti leur modèle économique sur l'exportation vers la Chine. Des secteurs tels que l'automobile et la chimie font face à une intense concurrence qui risque de peser durablement sur leur valorisation.

La conclusion dès lors doit être d'éviter les stratégies et les ETF de pur style « valeur » qui incluent ces secteurs menacés, tout en restant prudent vis-à-vis des actions et des secteurs surévalués. Bien que cela ne soit pas nécessairement le cas des titres individuels, les marchés ont en revanche tendance à revenir vers leurs points d'équilibre. Compte tenu de la longue période de hausse des valeurs de croissance, ce retournement interviendra tôt ou tard, probablement une fois que bon nombre d'entreprises seront devenues sous-valorisées au point d'être attractives quelles que soient leurs difficultés. Nous n'avons sans doute pas encore atteint ce stade. Fait intéressant, les actions de petites et moyennes capitalisations boursières surperforment les grandes valeurs depuis le creux atteint par le marché et, en parallèle au clivage entre les actions de croissance et de valeur, cette tendance pourrait être appelée à se poursuivre à supposer que la reprise économique se déroule sur le même mode qu'en 2009. Les entreprises de moindre taille ont naturellement un plus grand potentiel de croissance et, compte tenu de leur plus grande orientation sur le marché national, elles pourraient bénéficier de

l'impulsion liée à l'accroissement de la demande intérieure au moment même où les grandes entreprises pourraient devoir s'adapter à la démondialisation.

Et qu'en est-il des actions chinoises ? Sachant que la Chine était l'un des principaux moteurs de la croissance économique lors du dernier cycle, il y a lieu de revoir les perspectives des actions chinoises dans la mesure où l'épidémie de coronavirus qui a pris son origine en Chine a provoqué une nouvelle détérioration des relations avec les États-Unis. En Europe, de nombreux états et entreprises réexaminent leurs chaînes d'approvisionnement et leur dépendance vis-à-vis de la production chinoise d'une manière générale, certains fonds de pension fédéraux américains commencent déjà à suspendre leurs investissements directs en Chine sous l'effet de pressions politiques.. Certains investisseurs globaux ont déjà retiré 5,4 milliards de dollars d'actions chinoises en mai alors que la situation se détériorait à Hong Kong. Dans le même temps toutefois, les données économiques chinoises se sont nettement redressées (l'activité manufacturière renoue avec la croissance) et les actions chinoises ont

### PER à long terme du MSCI World depuis 2000



Les valorisations boursières sont de retour à leurs niveaux d'avant la pandémie, mais elles restent bien inférieures à celles de la bulle Internet. (source : Bloomberg)

relativement bien résisté à la correction induite par le coronavirus et sont en baisse de seulement 4 % environ depuis le début de l'année. Le potentiel de croissance de la Chine reste considérable, bien que la « dissociation » d'avec les États-Unis laisse penser que les entreprises axées sur le marché intérieur sont le meilleur pari. La consommation représente en effet plus de la moitié du PIB chinois (une proportion d'ailleurs en augmentation). L'indice Shanghai Composite reste encore à un niveau inférieur de moitié à celui qu'il affichait en 2007, dénotant une

ample marge de hausse des cours. Un bien plus grand nombre d'opportunités apparaissent, notamment en Chine et en Corée, ce qui nous conduit à être prudemment optimistes même s'il faut s'attendre à une forte volatilité des actions chinoises et des actions asiatiques ces prochains mois.

	-		=		+		
<b>ACTIONS</b>							<b>Le rebond des marchés semble s'être consolidé : ils regardent au-delà de la pandémie, en direction de la reprise. Les dislocations ont créé des opportunités pour les investisseurs à long terme.</b>
<b>États-Unis</b>							Le rebond, alimenté par les mesures de relance et mené par les valeurs technologiques, a d'ores et déjà entraîné une survalorisation des indices américains. Des opportunités liées aux petites capitalisations et à certains titres spécifiques apparaissent.
<b>Royaume-Uni</b>							Alors que le pays sort lentement du confinement, les valeurs britanniques continuent de sous-performer. Les mesures prises par la Banque d'Angleterre ont cependant été décisives, et les valorisations sont attrayantes.
<b>Zone euro</b>							Les bénéfices et la croissance étaient déjà en perte de vitesse avant la pandémie, mais les perspectives d'harmonisation fiscale ont dopé les actifs au cours des dernières semaines. Une approche sélective est cruciale.
<b>Suisse</b>							La qualité et la nature défensive du marché reste très convoitées, mais nous réduisons notre vision à « neutre » suite aux performances exceptionnelles de 2019. Il s'est mieux maintenu que la plupart des marchés pendant la crise de Covid_19, mais il est pleinement valorisé.
<b>Marchés émergents</b>							Nous privilégions l'Asie émergente pour sa croissance à long terme et nous détournons du risque politique élevé dans les autres régions. Ils devraient se relever du virus avant les marchés développés.
<b>Japon</b>							Les valorisations sont attractives pour un marché développé, et nous apprécions les qualités de refuge de la monnaie. La Banque du Japon dynamise la croissance anémique de son économie par de vastes achats d'actifs, ce qui soutient le marché.

# OBLIGATIONS

Alors que les actions ont grimpé, le fait que les rendements des obligations de référence n'aient pas augmenté dans le même temps est révélateur. Il signifie en effet que bon nombre d'investisseurs restent suffisamment inquiets par la possibilité d'une deuxième vague de Covid-19 et de l'absence de reprise fondamentale en « V ». Ceux-ci ne sont pas convaincus de la nécessité de réorienter leurs investissements en bons du Trésor et des emprunts d'État vers les actifs risqués. La courbe des taux s'est normalisée, avec un écart significatif en pourcentage entre la partie courte et la partie longue, mais les rendements eux-mêmes restent comprimés par rapport à leurs niveaux historiques. De fait, les Gilts britanniques ont suivi les emprunts d'État d'Europe continentale et du Japon en territoire négatif. Ces obligations donnent aux investisseurs qui prévoient de les détenir jusqu'à leur échéance la garantie

de subir une perte restreinte, tandis que d'autres espèrent pouvoir les vendre en réalisant une plus-value ou pensent tout simplement qu'elles constituent le choix le moins risqué au regard de l'incertitude qui entoure la reprise. Indéniablement, comme nous l'avons souligné précédemment, elles sont peu judicieuses pour les investisseurs en quête de revenu ou d'un refuge à court terme, et le risque est asymétrique considérant leur risque potentiel en cas de reprise importante de l'activité économique. Néanmoins, à un horizon de court à moyen terme, les emprunts d'État resteront largement soutenus jusqu'à ce que la reprise économique soit plus tangible et tant que les risques géopolitiques persistent et tant que les taux d'intérêt demeurent bas voire négatifs. De plus, un consensus semble se dégager aux États-Unis en faveur du contrôle de la courbe des taux, reflétant une nouvelle évolution vers la

## Rendements obligataires à 2 ans

PAYS	ÉCHÉANCE	RENDEMENT +/-			
SUISSE	27/05/30	-0,474	CANADA	01/06/1930	0,533
ALLEMAGNE	15/08/30	-0,414	ÉTATS-UNIS	15/05/30	0,699
PAYS-BAS	15/07/30	-0,253	NV.-ZÉLANDE	15/05/31	0,840
FRANCE	25/11/30	-0,076	AUSTRALIE	21/05/30	0,873
SUÈDE	12/11/2029	-0,046	GRÈCE	18/06/30	1,248
JAPON	20/03/30	0,008	CORÉE DU SUD	10/12/2029	1,356
ROYAUME-UNI	07/12/1930	0,226	ITALIE	01/08/1930	1,374
PORTUGAL	18/10/30	0,486	CHINE	21/05/30	2,852
ESPAGNE	31/10/30	0,507	MEXIQUE (USD)	22/04/29	3,299
			BRÉSIL (USD)	06/03/1930	4,824

(source: Bloomberg)

« japonification » du premier marché obligataire au monde.

Il est difficile d'imaginer un environnement inflationniste dans le contexte actuel marqué par un chômage de masse et une récession économique mondiale. Cependant, cette perspective reste une menace cachée pour les porteurs d'obligations et les épargnants ; menace, sans doute pas encore immédiate à ce stade. Plusieurs raisons pourraient provoquer le retour de l'inflation. Malgré le scepticisme d'un grand nombre de banques et d'économistes, nous considérons dans l'ensemble qu'il importe de se préparer à cette éventualité. Les autorités émettent actuellement des montants considérables de dette pour financer les plans de relance et les projets d'infrastructure. Ces autorités verraient d'un bon œil le retour de l'inflation afin de réduire proportionnellement le poids de cette dette. En outre, il est de plus en plus probable que les dépenses budgétaires elles-mêmes soient allouées aux consommateurs ou injectées dans l'économie réelle directement plutôt qu'au travers du système bancaire. Cette approche était auparavant proscrite par de nombreux économistes et responsables politiques mais pourtant adoptée avec un manque préoccupant d'opposition en réaction à la crise du coronavirus. À supposer que les chaînes d'approvisionnement mondiales et les relations commerciales qui étaient la norme avant le Covid-19 ne soient pas rétablies, et pour peu que la défiance générale vis-à-vis de la mondialisation se poursuive comme attendu, le protectionnisme ] entraînera inmanquablement une hausse des prix. Il en va de même pour l'affaiblissement du billet vert qui constitue peu ou prou la politique officielle du gouvernement

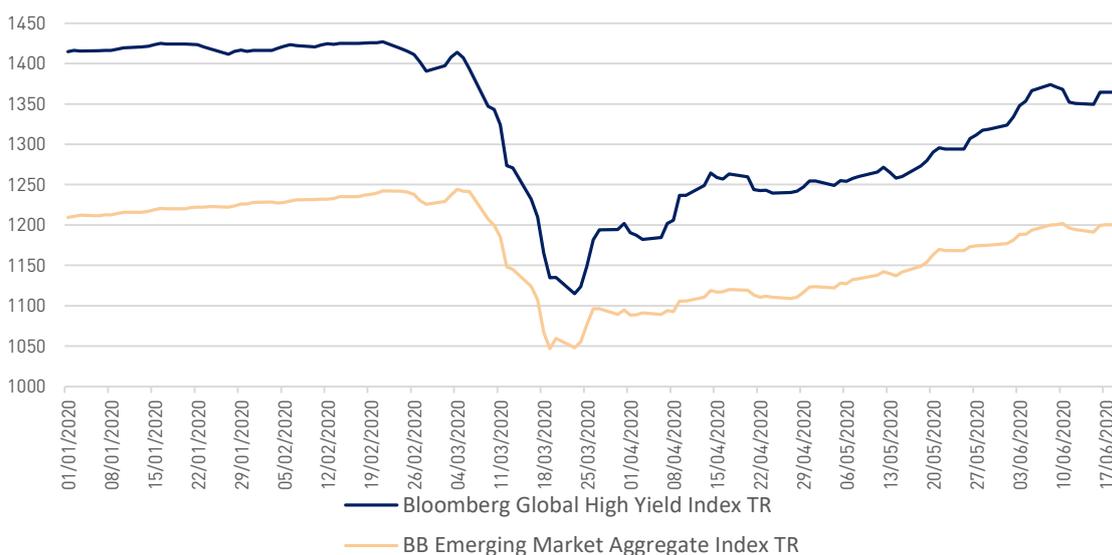
américain. Enfin, les cours de matières premières (indice BCOM) telles que le pétrole et le cuivre sont au plus bas depuis les années 1980, si bien que la reprise pourrait les voir repartir à la hausse, entraînant une augmentation générale des coûts de base. Cette perspective est de mauvais augure pour le rendement des obligations à long terme.

Les obligations à haut rendement et celles des marchés émergents ont largement effacé leur correction brutale, tandis que les créances « Investment Grade » dans l'ensemble retrouvent presque leurs niveaux de début mars. La fenêtre durant laquelle les valorisations des obligations d'entreprise étaient indéniablement attrayantes en mars s'est refermée très rapidement. Une approche sélective des créances « Investment Grade » semble être le meilleur choix pour constituer le fondement d'un portefeuille obligataire, notamment pour les investisseurs en dollars ou en livres sterling. En revanche, la dette d'entreprises en euros offre une relativement faible rémunération. Le marché des obligations de sociétés devrait rester relativement soutenu grâce aux achats de la Réserve Fédérale, de la BCE et de la Banque du Japon. Le marché américain des obligations à haut rendement continue d'offrir un rendement supérieur, même si de nombreux investisseurs auront été refroidis par l'ampleur de la correction survenue plus tôt cette année et par la hausse résultante du taux de défaut. Bien que les craintes soient probablement excessives, nous estimons que rechercher à tout prix un surcroît de rendement n'est pas recommandé à ce stade compte tenu de l'incertitude entourant la reprise en cours. De nombreuses entreprises qui ont émis de la dette pour leur permettre de traverser la crise du coronavirus

pourraient se heurter au moindre appétit des investisseurs lorsqu'il s'agira de la refinancer d'ici 6 à 12 mois. Cependant, la détermination avec laquelle les dirigeants politiques et les banques centrales à travers le monde ont fait face à la crise s'est montrée extrêmement positive pour les marchés obligataires européens et la cerise sur le gâteau serait que la pandémie serve de catalyseur à une plus grande intégration au sein de l'UE. Une éventualité jugée peu probable et source de controverse jusqu'ici. Une restructuration plus profonde de l'espace économique

dans son ensemble aurait un effet radical sur les primes de risque. La récente proposition franco-allemande, suivie par la résolution de l'Union Européenne de redistribuer de facto la richesse dans l'ensemble du continent, présente toutes les caractéristiques requises pour provoquer cette transformation. En résumé, les obligations semblent moins risquées qu'elles ne l'étaient il y a quelques mois, sans toutefois offrir des performances particulièrement attrayantes aux investisseurs à long terme.

### Reprise des obligations des marchés émergents et à haut rendement (depuis le début de l'année)



		-		=		+		
<b>OBLIGATIONS</b>								Du fait de leurs faibles rendements et de leur faible profil de rendement, les obligations constituent une classe d'actifs relativement peu attractive, mais les obligations d'État restent des valeurs refuges à court terme.
<b>Obligations souveraines</b>								Les obligations souveraines sont une valeur sûre en période de tension du marché, mais leur potentiel de hausse actuel est limité et elles offrent des rendements réels négatifs à long terme.
<b>Obligations d'entreprises investment grade</b>								Les achats d'actifs des banques centrales devraient soutenir la dette en euro et en dollar, mais les rendements sont peu attractifs d'un point de vue historique. Elles devraient continuer à profiter des mesures budgétaires et offrent un potentiel de rendement total.
<b>Obligations à haut rendement</b>								Le choc pétrolier et les inquiétudes économiques liées à la pandémie ont enfoncé le marché, mais les écarts de crédit ont commencé à se resserrer. Risques de refinancement à moyen/long terme.
<b>Obligations des marchés émergents</b>								Les rendements restent plus intéressants que ceux des marchés développés, mais nous ne nous exposons qu'aux titres de qualité et à faible duration. Les obligations en monnaie locale deviennent plus attractives compte tenu de l'affaiblissement du dollar.

# DEVICES ET MATIÈRES PREMIÈRES

---

Après l'envolée du dollar en mars sous l'effet de la panique, alors que les investisseurs liquidait leurs portefeuilles et répondaient aux appels de marge, la première monnaie de réserve mondiale retrouve désormais globalement ses niveaux de 2019. Les investisseurs se positionnent en vue de la reprise et se mettent progressivement en quête d'opportunités relativement plus risquées. Le repli du billet vert découle en grande partie de la vigueur retrouvée de l'euro, paradoxalement sous l'effet de la création de monnaie par la BCE qui devrait théoriquement affaiblir la devise. Dans le cas de l'euro toutefois, cette création de monnaie est perçue comme une avancée dans le soutien apporté à la monnaie unique, perpétuellement mise sous pression. Après un léger temps de retard dans sa réaction initiale, la BCE a rajouté 600 milliards d'euros à son « Programme d'achat urgence pandémique », soit un montant plus important qu'attendu. L'Allemagne a également annoncé un plan d'aide massif (130 milliards d'euros) aux entreprises et aux ménages visant, selon le ministre des Finances Olaf Scholz, à faire sortir l'Allemagne de la crise « en mettant le paquet ». La frugalité allemande a longtemps constitué le principal obstacle à une plus grande intégration budgétaire, mais le coronavirus semble avoir adouci la réticence de Berlin à transférer la richesse vers les membres les plus financièrement fragiles de la zone euro. Si bien que les perspectives de la monnaie unique sont plus stables qu'elles ne l'étaient depuis quelque temps. Le

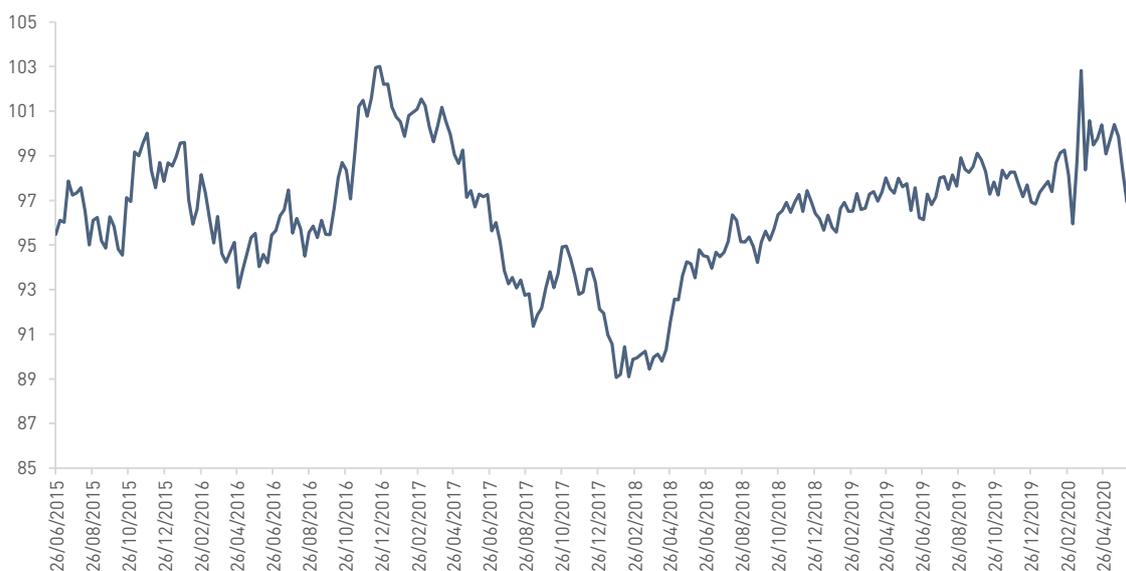
dénouement de l'arrêt rendu par la cour constitutionnelle allemande contre la Cour de justice de l'union européenne sera toutefois important. La BCE poursuit en effet son programme d'achat d'actifs malgré cet arrêt contestant la légalité des mesures précédentes, si bien que cette dispute juridique continuera de faire planer une menace sur l'euro jusqu'à ce qu'elle soit résolue.

Les diverses échéances qui s'annoncent ces prochains mois dans les négociations liées au Brexit risquent également d'augmenter la volatilité de l'euro et de la livre sterling. Mais les marchés ont certainement intégré le scénario d'une sortie sans accord après quatre ans d'absence de réelles avancées. Dès lors, tout accord apportera un soutien aux deux monnaies, sachant toutefois qu'il faudra sans doute attendre la fin de l'année. De la même manière, si la reprise économique se déroule conformément aux scénarios optimistes, les monnaies « à risque » telles que l'euro, la livre sterling et celles des pays émergents devraient s'apprécier. Le dollar est actuellement freiné par l'abaissement des taux à des niveaux plus en phase avec la tendance mondiale ainsi qu'une administration favorable à un dollar plus faible (outre le risque associé aux élections). Nous constatons que les candidats les plus à gauche n'ont pas été retenus et que le centriste Joe Biden a remporté l'investiture démocrate, éliminant ainsi l'un des risques pesant sur le dollar à moyen terme. Au bout du

compte, maintenant que l'écart de taux pour les investisseurs non américains est si faible, le billet vert est peu susceptible d'attirer des flux de la part d'investisseurs internationaux en quête de revenus comme c'était le cas lorsqu'il était avantageux de détenir des obligations libellées en dollars. Les perspectives quant aux matières premières dépendent largement de la manière dont l'économie mondiale sortira de la crise du coronavirus dans la mesure où, contrairement aux actions, leur évolution est davantage soumise à la dynamique de l'offre et de la demande. Bien que la classe d'actifs d'une manière générale ait été malmenée ces dix dernières années, il se pourrait qu'après la correction supplémentaire provoquée par le Covid-19, la tendance soit sur le point de changer. Les matières premières sont bon marché tant d'un point de vue absolu que par rapport aux autres actifs. Compte tenu de leur nature extrêmement cyclique, une reprise alimentée par les plans de relance et des dépenses d'infrastructures pourrait ainsi offrir un environnement idéal aux côtés d'un redressement ou d'un nouveau

cycle. Le pétrole, confronté à un choc de demande massif lié au ralentissement de l'économie mondiale et à un excès d'offre suite au désaccord entre la Russie et l'Arabie saoudite, s'est globalement normalisé dans une fourchette de 30 à 40 dollars le baril. Bien que nous jugions peu probable qu'il retrouve son niveau pré-coronavirus à brève échéance, il ne devrait pas connaître une chute brutale telle que celle subie en avril. Les stocks étant désormais libérés alors que la consommation de brut s'accroît. Les métaux industriels comme le cuivre, l'aluminium et le palladium sont bon marché. La hausse de leurs prix à court terme nécessitera toutefois une reprise significative de la demande de consommation et une accélération de l'économie réelle.

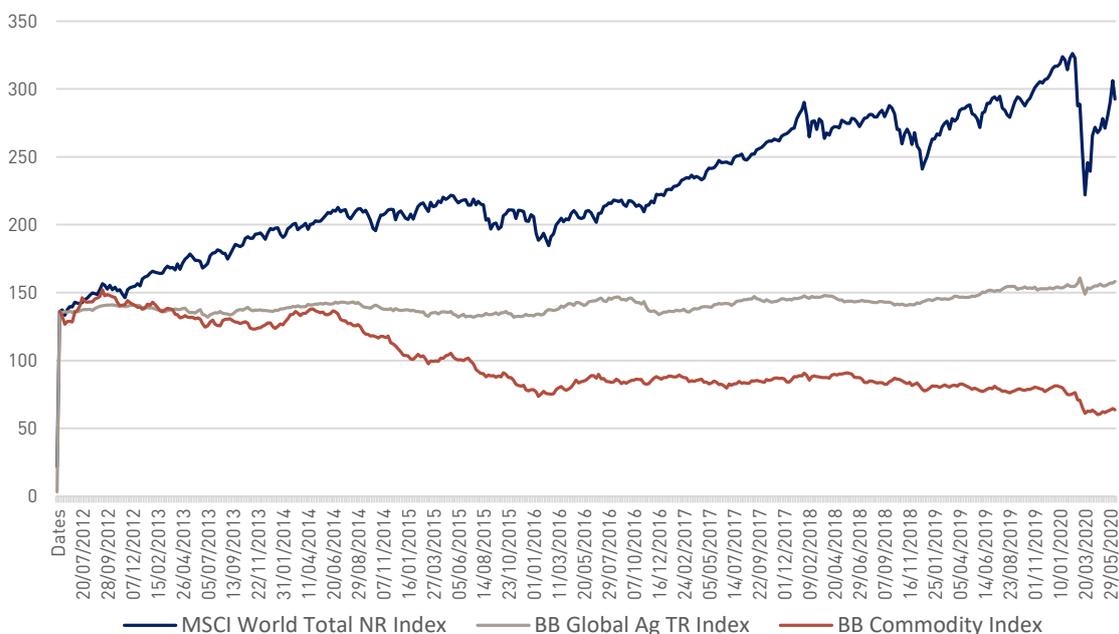
### Indice US Dollar (DXY) sur 5 ans



Malgré les fortes fluctuations du dollar US observées cette année, il reste proche de son niveau historique récent. (source : Bloomberg)

	-	=	+	
<b>DEVISES</b>				La convergence des politiques monétaires mondiales signifie qu'il n'y a guère de différences entre les devises majeures. Néanmoins, le dollar recule face à la baisse de l'aversion pour le risque. Nous maintenons notre exposition refuge à des fins de diversification.
Dollar US (DXY)				Le DXY est dans le bas de sa fourchette post-pandémie. Il suit une trajectoire haussière depuis le début de 2018, mais un déclin n'est pas à exclure sur le long terme.
Livre sterling (GBP)				La livre sterling a rebondi par rapport aux points bas atteints récemment. Il est néanmoins peu probable qu'elle retrouve le momentum post-électoral, car l'économie a du mal à se remettre de la pandémie. Le risque lié au Brexit est largement pris en compte.
Euro (EUR)				La devise a enregistré une hausse solide, voire excessive, ces derniers temps. Reste à voir si l'union budgétaire de la BCE va ou non se concrétiser. Risque de déception.
Yen japonais (JPY)				Suite à la convergence des taux d'intérêt mondiaux, le yen a perdu son statut de valeur refuge. Bien que volatil, il se maintient à flot par rapport au dollar US et à l'euro.
Franc suisse (CHF)				Il continue de progresser face à l'euro et est perçu comme une solution continentale plus sûre. Pas de direction par rapport au dollar, suite au rebond du mois de mars.

### Matières premières vs actions vs obligations



Les matières premières ont sous-performé les autres classes d'actifs et sont extrêmement bon marché en termes relatifs. (source : Bloomberg)

	-		=		+		
<b>ACTIFS ALTERNATIFS</b>							<b>Les actifs non corrélés vont jouer un rôle de plus en plus important dans l'allocation d'actifs des portefeuilles.</b>
<b>Métaux précieux</b>							L'or profite à long terme des faibles rendements obligataires et des politiques monétaires accommodantes.
<b>Hedge funds</b>							Les véritables fonds alternatifs, qui se comportent différemment des actifs traditionnels, sont une source essentielle de préservation du patrimoine.
<b>Pétrole / matières premières</b>							La réduction de la production mondiale permet pour le moment d'enrayer la baisse des cours. La reprise post-pandémie devrait entraîner une hausse de la demande et un rebond des cours, mais ces derniers risquent de mettre du temps avant de retrouver leurs niveaux d'avant la pandémie.

# AVERTISSEMENT

---

## Informations disponibles dans la brochure

Cette brochure a été rédigée par Banque Havilland S.A., une société anonyme ayant son siège social au 35a, avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg et immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B 147029 (« Banque Havilland »), ainsi que ses succursales, filiales ou bureaux de représentation (ensemble « Groupe Banque Havilland »). Les informations contenues dans cette brochure ont été compilées à partir de sources jugées fiables, mais aucune déclaration ou garantie, expresse ou tacite, n'est faite par le Groupe Banque Havilland.

Certains des services décrits dans cette brochure ne sont pas offerts dans toutes les juridictions et peuvent ne pas être disponibles pour vous. Ce document ne constitue ni une invitation à acheter, ni une sollicitation d'une offre de vente de titres ou tout autre produit ou service dans quelque juridiction que ce soit à toute personne à qui il est illégal de faire une telle sollicitation dans cette juridiction.

Cette brochure n'est pas une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat de titres, de dépôts ou de financement. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et les rendements futurs ne sont pas garantis. Toute position en devises étrangères peut entraîner une fluctuation supplémentaire de la valeur des investissements et une perte du capital initial peut survenir.

Tous les produits et/ou services décrits dans cette brochure sont fournis par les entités du Groupe Banque Havilland, agissant indépendamment ou ensemble, opérant au Luxembourg, à Monaco, au Royaume-Uni, au Liechtenstein, à Dubaï et en Suisse.

## Avertissement général

Cette brochure est uniquement fournie à titre d'information et n'a aucune valeur juridique. Les produits et services y sont décrits de manière générique et ne tiennent pas compte des investissements, services ou objectifs, ou des besoins spécifiques d'un destinataire particulier. Elle n'est pas destinée à servir de conseil fiscal, juridique, comptable, d'investissement ou tout autre conseil professionnel ou personnel et ne comporte aucune recommandation ou conseil de quelque nature que ce soit. Cette brochure ne doit pas être considérée comme une recherche en matière d'investissement, une offre ou une sollicitation d'une offre d'entrer dans une activité d'investissement et ne remplace pas la consultation d'un conseiller professionnel indépendant avant tout engagement réel.

Veillez noter que le régime réglementaire applicable, y compris tout régime de protection des investisseurs ou de garantie de dépôts, peut être différent de celui de votre juridiction d'origine. Tout ce qui est contenu dans ce document ne peut être reproduit ou copié par quelque moyen que ce soit sans l'accord écrit préalable de Banque Havilland.

Banque Havilland se réserve le droit de modifier la gamme des services et des produits à tout moment et sans préavis. Toutes les informations et opinions contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées.

## Responsabilité

Vous vous fiez à cette brochure uniquement à vos risques et périls et en aucun cas le Groupe Banque Havilland, ni aucune autre personne, ne peut être tenu responsable de toute perte ou dommage, y compris, mais sans s'y limiter, les pertes ou dommages indirects ou consécutifs, ou toute perte ou dommage de quelque nature que ce soit résultant de pertes ou profits découlant de, ou en relation avec, l'utilisation de cette brochure.

Certains services sont soumis à des dispositions légales et ne peuvent être offerts dans le monde entier sans restriction. Banque Havilland interdit expressément la redistribution de ce document, en tout ou en partie, sans son autorisation écrite et décline toute responsabilité quant aux actions de tiers à cet égard. Ce document n'est pas destiné à être distribué à des personnes ou dans des juridictions où une telle distribution est restreinte ou illégale. Il n'est pas distribué aux États-Unis et ne peut être mis à disposition directement ou indirectement aux États-Unis ou à une « Personne U.S ». Le Groupe Banque Havilland n'est pas tenu de mettre à jour ce document. Le seul objectif de la brochure est d'offrir des informations aux investisseurs/clients existants et potentiels qui prendront leurs décisions d'investissement sur la base de leur propre évaluation et non sur la base de cette brochure. Le Groupe Banque Havilland décline toute responsabilité pour les pertes directes ou indirectes liées à l'utilisation de cette brochure ou de son contenu. Le Groupe Banque Havilland n'offre aucune garantie implicite ou explicite quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations ou quant à la rentabilité ou la performance de tout produit décrit dans cette brochure.

## Conflits d'intérêts

Le Groupe Banque Havilland peut, de temps à autre, effectuer des opérations sur des titres ou produits dérivés, en tirer profit, les détenir pour son propre compte ou agir en qualité de conseiller, de courtier ou

de banquier. Banque Havilland peut fournir des services bancaires à ses filiales et succursales. Banque Havilland n'est pas tenue de divulguer ou de prendre en compte cette brochure lorsqu'elle conseille ou traite avec ou pour le compte de ses clients. En outre, Banque Havilland peut émettre des rapports qui ne sont pas cohérents avec les informations présentées dans cette brochure et qui aboutissent à des conclusions différentes de celles-ci, et n'est pas tenue de s'assurer que ces rapports sont portés à la connaissance de tout destinataire de cette brochure.

Banque Havilland maintient et met en œuvre des dispositions organisationnelles et administratives efficaces en prenant toutes les mesures raisonnables pour identifier, surveiller et gérer les conflits d'intérêts. Une politique de gestion des conflits d'intérêts a été mise en place, destinée à empêcher que les conflits d'intérêts n'entraînent un risque de préjudice matériel pour les intérêts des clients de Banque Havilland. Pour plus d'informations, les clients existants ou potentiels de Banque Havilland, peuvent se référer à la politique de gestion des conflits d'intérêts qui peut être fournie sur demande.

#### **Avertissements spécifiques par juridiction**

Cette brochure a été distribuée et approuvée par l'entité concernée de Banque Havilland (dont les détails sont ci-dessous), autorisée et réglementée conformément aux lois de la juridiction dans laquelle elle opère, et cette entité est responsable de s'assurer à ce que la brochure dont elle a approuvée la distribution ou distribuée dans sa juridiction soit conforme aux lois locales.

Banque Havilland S.A. est une institution de crédit autorisée à exercer par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (la « **CSSF** ») sous le numéro B00000318 ([www.cssf.lu](http://www.cssf.lu)). La CSSF n'a ni vérifié ni analysé les informations contenues dans cette brochure.

Banque Havilland S.A. est également membre du système de garantie de dépôts du Fonds de garantie des dépôts Luxembourg (« **FGDL** »). Sur demande, Banque Havilland S.A., peut fournir des informations complémentaires sur le système de garantie de dépôts. Par ailleurs, des informations supplémentaires peuvent également être consultées sur le site Internet du FGDL ([www.fgdl.lu](http://www.fgdl.lu))

Banque Havilland S.A. dispose d'une succursale au Royaume Uni (« **UK Branch** ») ayant son siège social au 5 Savile Row, Londres, W1S 3PB. La UK Branch opère avec une autorisation de l'Espace économique européen et est réglementée au Royaume Uni par l'Autorité financière (*Financial Conduct Authority*) et l'Autorité de régulation prudentielle (*Prudential Regulation Authority*), sous le numéro d'enregistrement 511239 ([www.fca.org.uk](http://www.fca.org.uk)).

Banque Havilland (Monaco) S.A.M., une filiale de Banque Havilland S.A., ayant son siège social au Monte Carlo Palace, 3-7, Boulevard des Moulins, MC-98000 Monaco, est une institution de crédit règlementée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution française, 61, rue Taibout 75436 Paris Cedex 09 et l'autorité locale, la Commission de Contrôle des Activités Financières 4, rue des Iris BP540 98015 Monaco Cedex ([www.ccaf.mc](http://www.ccaf.mc)).

Banque Havilland (Monaco) S.A.M. est également membre du système de garantie de dépôts du Fonds de garantie

des dépôts et de Résolution (« **FGDR** »). Sur demande, Banque Havilland (Monaco) S.A.M., peut fournir des informations complémentaires sur le système de garantie de dépôts. Par ailleurs, des informations supplémentaires peuvent également être consultées sur le site Internet du FGDR ([www.garantiedesdepots.fr](http://www.garantiedesdepots.fr))

Banque Havilland (Liechtenstein) AG, une filiale de Banque Havilland S.A., est une société anonyme (*Aktiengesellschaft*) ayant son siège social au Austrasse 61, LI - 9490 Vaduz Liechtenstein, immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés de Liechtenstein sous le numéro FL-1.542.492-8, autorisée par l'Autorité financière du Liechtenstein, *Finanzmarktaufsicht* (« **FMA** »). Banque Havilland (Liechtenstein) AG est également membre du système de garantie de dépôts, EAS Liechtenstein. Sur demande, Banque Havilland ((Liechtenstein) AG, peut fournir des informations complémentaires sur le système de garantie de dépôts. Par ailleurs, des informations supplémentaires peuvent également être consultées sur le site Internet du EAS Liechtenstein (<https://eas-liechtenstein.li/en/>).

Banque Havilland S.A. Representative Office, est un bureau de représentation de Banque Havilland S.A., ayant son siège au Aspin Commercial Tower, office # 4001, P.O. Box 414678, Dubaï, EAU, enregistré auprès du Département de Développement Economique de Dubaï sous le numéro 851121504. Le Bureau de représentation est agréé par la Banque Centrale des Émirats arabes unis. Ses activités autorisées dans les Émirats arabes unis, se limitent à la commercialisation et à la promotion des produits et services de la Banque. Les informations contenues dans le présent document s'adressent exclusivement à son destinataire. Tout produit mentionné dans cette brochure peut ne pas être offert ou vendu aux Émirats Arabes Unis, sauf dans les circonstances autorisées par les autorités réglementaires. La distribution de la brochure par le destinataire est interdite.

Banque Havilland (Suisse) S.A. une filiale de Banque Havilland S.A., est une société anonyme ayant son siège social au 10, rue de Hollande, CP 5760, 1211 Genève 11, Suisse, immatriculée au Registre du commerce de Genève sous le numéro CHE-101.069.319, autorisée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« **FINMA** »).

Banque Havilland (Suisse) S.A. – succursale de Zurich, opère en tant que succursale de Banque Havilland (Suisse) S.A., ayant son siège social au Bellariastrasse 23, 8027 Zürich, Suisse, immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés de Zurich sous le numéro CHE-305.198.419.

Banque Havilland (Suisse) S.A. et sa succursale de Zurich, sont membres du système de garantie de dépôts esisuisse, ayant son siège social au Steinertorstrasse 11, CH-4051 Basel, Suisse. Sur demande, Banque Havilland (Suisse) S.A. et sa succursale de Zurich, peuvent fournir des informations complémentaires sur le système de garantie de dépôts. Par ailleurs, des informations supplémentaires peuvent également être consultées sur le site Internet d'esisuisse <https://www.esisuisse.ch/en/>.

La disponibilité des services décrits dans cette brochure peut être limitée par la loi. De plus amples informations sont disponibles sur demande.



---

## ASSET MANAGEMENT DEPARTMENT

Jonathan Unwin

**t.** +44 207 087 7976

**e.** [j.unwin@banquehavilland.com](mailto:j.unwin@banquehavilland.com)

---

## BANQUE HAVILLAND S.A.

35a, avenue J.F. Kennedy • L-1855 Luxembourg

**t.** +352 463 131

**f.** +352 463 132

**e.** [info@banquehavilland.com](mailto:info@banquehavilland.com)

## BANQUE HAVILLAND S.A. (UK BRANCH)

5 Savile Row • London W1S 3PB • United Kingdom

**t.** +44 (0) 20 7087 7999

**f.** +44 (0) 20 7087 7995

**e.** [info.uk@banquehavilland.com](mailto:info.uk@banquehavilland.com)

## BANQUE HAVILLAND (MONACO) S.A.M.

Le Monte Carlo Palace • 3-7, Boulevard des Moulins • MC-98000 Monaco

**t.** +377 999 995 00

**f.** +377 999 995 01

**e.** [info.monaco@banquehavilland.com](mailto:info.monaco@banquehavilland.com)

## BANQUE HAVILLAND (LIECHTENSTEIN) AG

Austrasse 61 • LI - 9490 Vaduz • Liechtenstein

**t.** +423 239 33 33

**f.** +423 239 33 00

**e.** [info.lie@banquehavilland.li](mailto:info.lie@banquehavilland.li)

## BANQUE HAVILLAND S.A. REPRESENTATIVE OFFICE

Aspin Commercial Tower • Office #4001 • Dubai • UAE

**t.** +971 430 62 888

**e.** [info.dubai@banquehavilland.com](mailto:info.dubai@banquehavilland.com)

## BANQUE HAVILLAND (SUISSE) S.A.

10, rue de Hollande • C.P.5760 • CH - 1211 Geneva 11

**t.** +41 22 818 82 22

**f.** +41 22 818 82 35

**Zurich branch:** Bellariastrasse 23 • CH - 8027 Zurich

**t.** +41 44 204 80 00

**f.** +41 44 204 80 80

**e.** [info.switzerland@banquehavilland.ch](mailto:info.switzerland@banquehavilland.ch)

**w.** [banquehavilland.com](http://banquehavilland.com)

---