

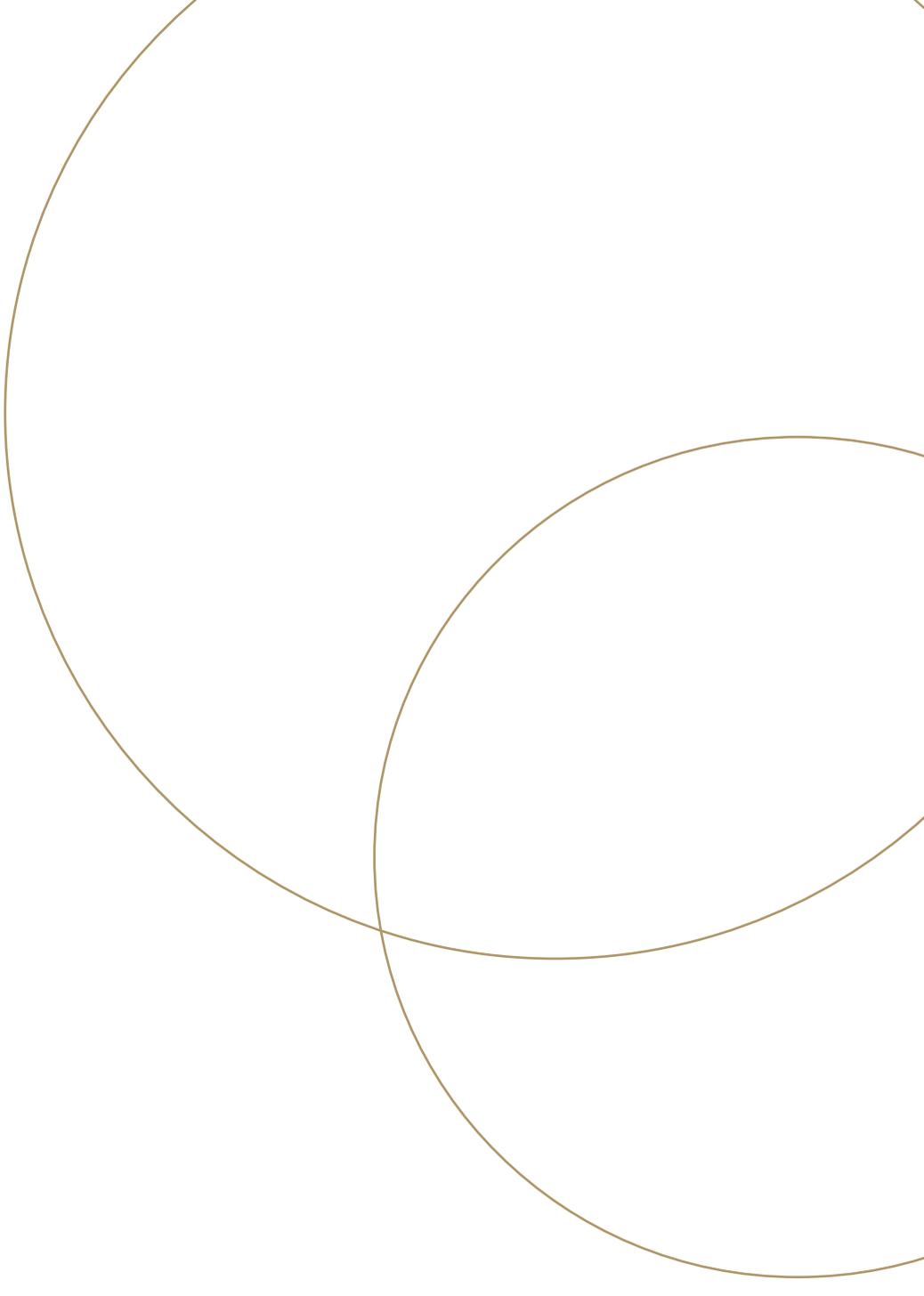


Q4 2020
OUTLOOK



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	10
OBLIGATIONS	14
MATIÈRES PREMIÈRES ET DEVICES	18



ENVIRONNEMENT DU MARCHÉ

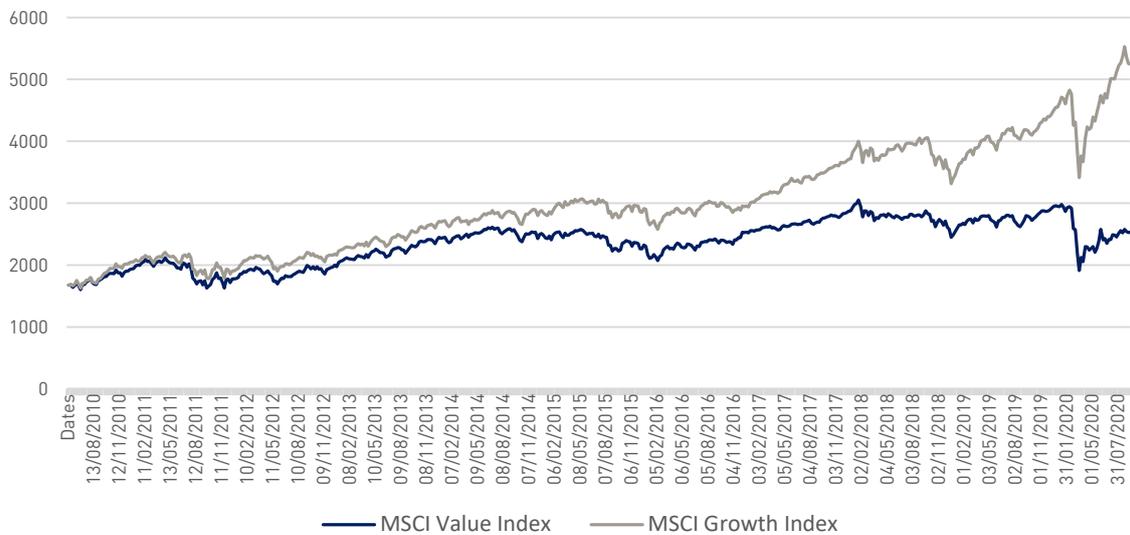
Alors que nous entrons dans les trois derniers mois d'une année tout à fait extraordinaire, les investisseurs sont confrontés à des défis à la fois à court et à long termes dont les implications pourraient perdurer.

Au niveau mondial, le rebond des actifs risqués depuis leur point le plus bas atteint le 23 mars en raison du Covid a été si fulgurant que nous avons atteint un point d'inflexion bien plus tôt que prévu. De nombreux actifs financiers se sont redressés en quelques mois et ont dépassé leurs pics d'avant le virus, soutenus par les mesures de relance sans précédent mises en place par les banques centrales et les gouvernements.

Le scénario d'une reprise timide des marchés actions qu'on aurait pu prévoir au quatrième trimestre ne s'est pas matérialisé. Au lieu de cela, nous nous retrouvons une fois de plus à nous inquiéter du niveau de valorisation du marché et de la création de bulles d'actifs. Le rebond n'est évidemment pas universel (sauf peut-être sur les marchés obligataires). Cette disparité est d'autant plus flagrante quand on constate à quel point la reprise du marché actions américain dépend des géants technologiques. En fait, si on exclut Facebook, Apple, Amazon, Google, Netflix et Microsoft, la capitalisation boursière du S&P 500 n'a pas pratiquement pas changé par rapport à ses niveaux de janvier 2018. Contrairement au Nasdaq qui a progressé de 30 % même après les plus bas du mois

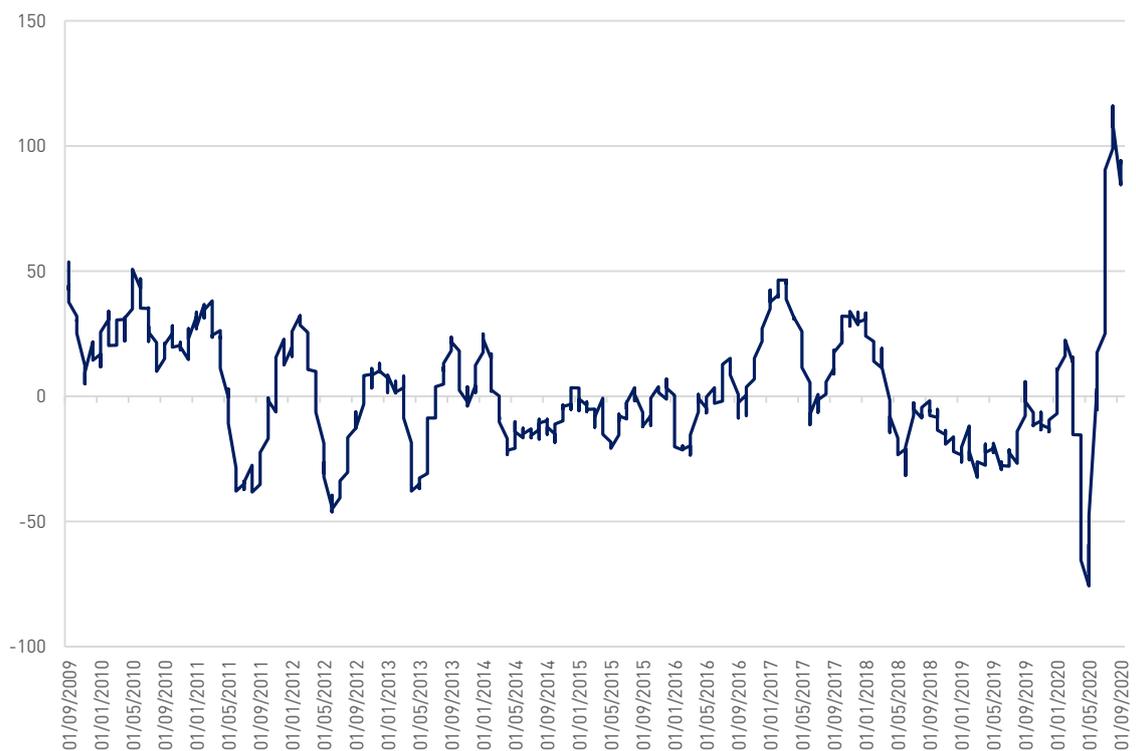
de mars, le Dow Jones reste en territoire négatif. Dans les « Perspectives » des derniers trimestres, nous avons jugé que cet écart de performance s'inscrivait dans une certaine logique, dans la mesure où de nombreuses entreprises avaient bénéficié du « confinement » et que l'épidémie de Covid avait fait émerger certaines tendances technologiques. Depuis lors, le Nasdaq a gagné 30 % supplémentaires avant de se replier récemment. L'écart de performance entre les actions de croissance d'une part, et d'autre part, les actions dites de « valeur », s'est également considérablement élargi, atteignant des records historiques. Les bénéficiaires par action de la catégorie de valeur ont cédé 50 % en glissement annuel au total contre une baisse de 15 % des actions de croissance. À l'inverse, de nombreux autres indices mondiaux sont toujours largement dans le rouge et on constate même des écarts importants entre les indices d'économies voisines (par exemple, une différence d'environ 15 % entre le CAC français et le DAX allemand). Sur les marchés des matières premières, l'or est en hausse d'environ 30 % en 2020 tandis que le pétrole brut s'est effondré de plus de 30 %. Du fait des divergences aussi importantes entre des classes d'actifs similaires, un retour à la moyenne, même modeste, pourrait se traduire par des opportunités pour les investisseurs, même si les valorisations globales paraissent peu attrayantes à ce stade.

Style de croissance vs style de valeur sur les 10 dernières années



La divergence entre les actions de croissance et de valeur se situe à un niveau record, à tel point que la corrélation s'est totalement décomposée. (source : Bloomberg)

Citi Economic Surprise Index - Monde

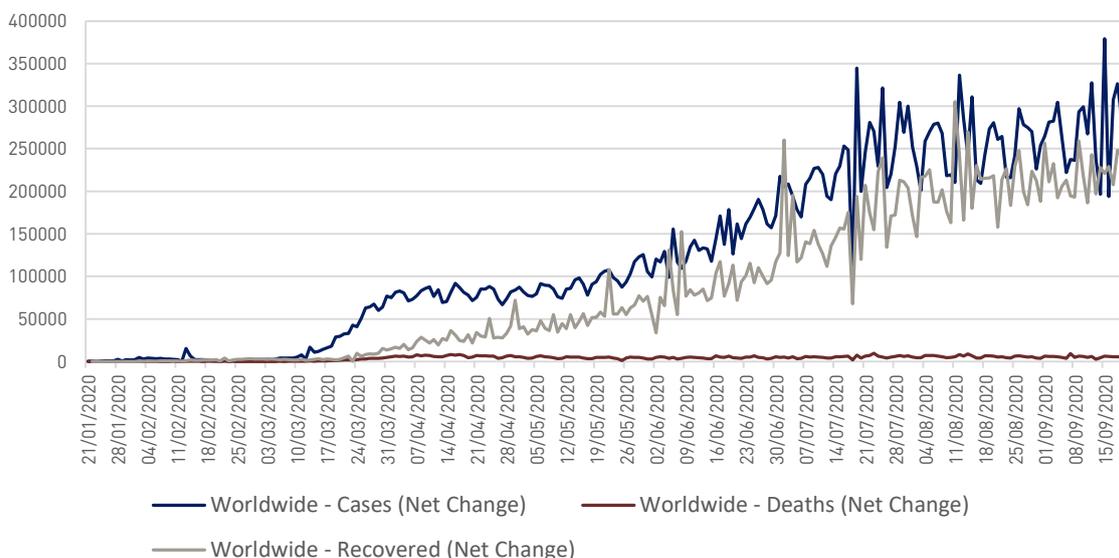


Les indices Citi Economic Surprise mesurent les surprises économiques par rapport aux prévisions du marché. Un indice positif signifie que les données ont été plus solides que prévu, tandis qu'un indice négatif signifie que les données ont été pires que prévu. Le sentiment est solide, mais pourrait avoir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

En dehors des géants technologiques américains et de l'Asie, les marchés actions font en réalité du sur place depuis quelques mois. En ce sens, on pourrait soutenir qu'ils reflètent davantage l'économie « réelle », l'optimisme sur le rebond économique étant tempéré par les craintes de nouvelles restrictions gouvernementales en réponse à une résurgence du virus. De ce fait, les marchés restent très sensibles aux changements de sentiment dans un sens ou dans l'autre. Parmi les éléments encourageants, on notera que la course au vaccin contre le Covid-19 est bel et bien lancée et le flux d'annonces positives qui en résulte explique en grande partie pourquoi l'évolution du prix des actions reste dynamique. Nous pensons néanmoins qu'une grande partie de cet espoir est déjà intégré dans les cours, et que le calendrier de distribution d'un vaccin efficace au grand public pourrait se révéler trop optimiste. Autrement dit, le moindre contretemps (comme l'apparition d'effets secondaires chez des patients lors d'essais du vaccin d'Oxford/AstraZeneca) risque d'orienter le marché à la baisse. Néanmoins, si un vaccin arrive cette année, l'activité économique

devrait se relancer, de même que le prix des actifs. De nombreux débats sur la forme que devrait prendre le regain d'activité économique ont eu lieu. Elle suit jusqu'à présent une forme de V, comme le montrent les données des États-Unis, de la Chine et de l'Europe. Les indicateurs avancés des directeurs d'achat (PMI), en particulier, ont rapidement rebondi en zone d'expansion, tandis que l'emploi et la production industrielle commencent à se redresser dans la plupart des régions, à mesure que les gouvernements assouplissent leurs politiques de confinement. Il convient néanmoins de souligner que cette tendance pourrait s'inverser si de nouvelles mesures draconiennes de lutte contre le virus étaient mises en place. À l'heure actuelle, il semble que la plupart des gouvernements soient réticents à rétablir des mesures de reconfinement national et préfèrent des approches localisées. Dans ce cas de figure, on pourrait assister à une reprise plus chaotique au lieu d'un retour linéaire aux niveaux d'activité économique antérieurs. À l'inverse, un nouveau confinement général pourrait se traduire par un nouveau creux important avant un rétablissement de la reprise.

Covid-19 : variations nettes des cas, des guérisons et des décès

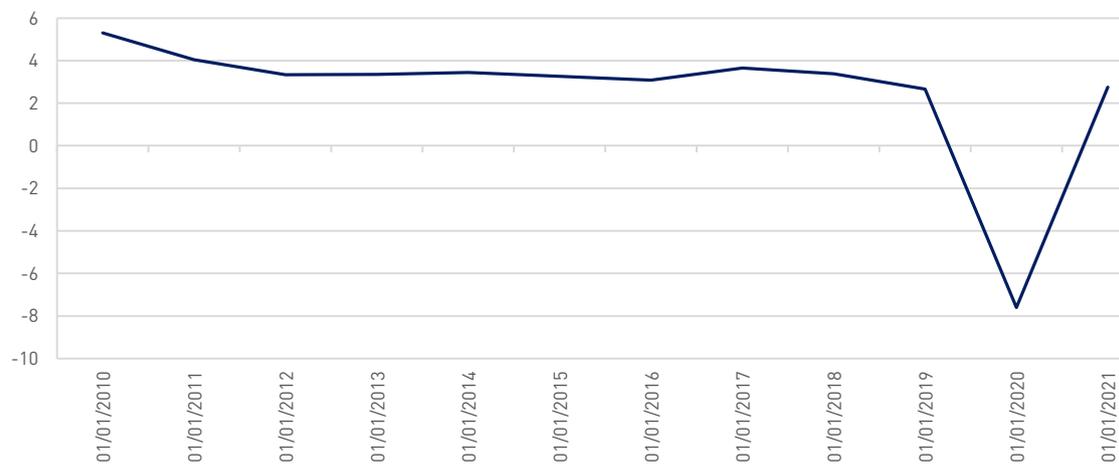


Le taux de mortalité du virus ne semble pas proportionnel au nombre de cas. (source : Bloomberg)

Le FMI estime que la croissance du PIB reviendra à ses niveaux d'avant le Covid en 2021. Toutefois, le point le plus rassurant est sans doute que le taux de mortalité du virus est désormais statistiquement très faible malgré l'augmentation des nouveaux cas confirmés (vraisemblablement en raison de la forte augmentation des tests et d'une population moins vulnérable). On peut espérer que cette tendance claire se poursuivra et découragera les responsables politiques de suivre des plans d'action néfastes sur le plan économique.

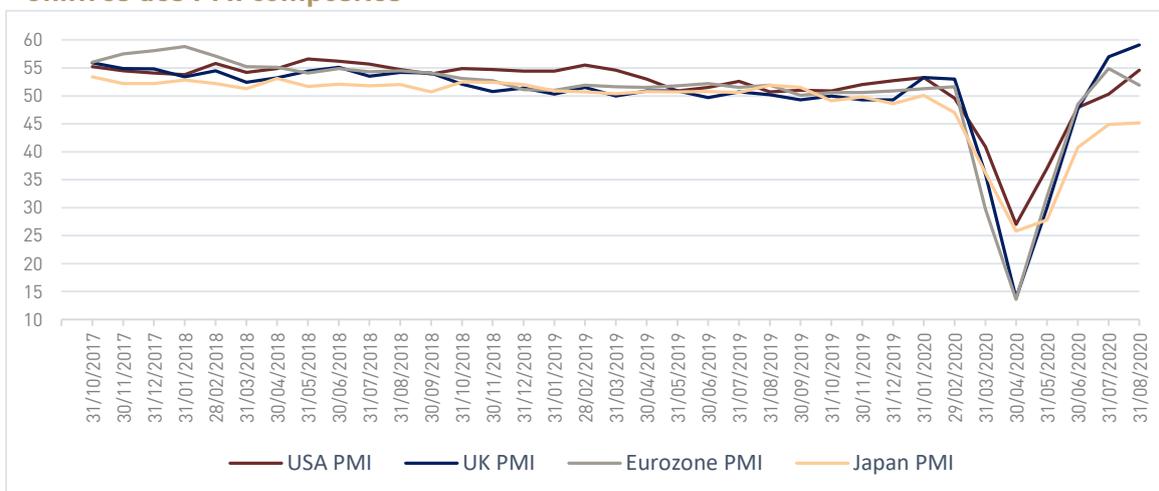
En dehors de l'économie et du Covid, alors que le conflit commercial qui oppose les États-Unis et la Chine s'est déplacé vers la sphère technologique, un certain nombre de risques géopolitiques devraient trouver un dénouement au dernier trimestre de l'année, notamment les élections américaines en novembre et la confirmation des modalités exactes de sortie de la Grande-Bretagne de l'Union européenne. Tous ces événements sont connus, ce qui devrait rassurer les investisseurs. En ce qui concerne les élections américaines, une victoire de

Perspectives de croissance du PIB mondial de l'OCDE



Après avoir atteint un creux au deuxième trimestre, les prévisions de croissance du PIB pour 2021 sont de retour aux niveaux de 2019. (source : Bloomberg)

Chiffres des PMI composites



Les indices PMI se sont redressés à leurs niveaux d'expansion d'avant le Covid, reflétant la demande contenue qui s'est accumulée au cours des mois d'été et la probabilité d'une reprise rapide. (source : Bloomberg)

Donald Trump serait en grande partie considérée comme un résultat favorable pour les marchés, dans la mesure où le président sortant est le candidat de la continuité qui maintiendra une fiscalité plus faible pour les entreprises américaines. À l'inverse, une victoire démocrate au Congrès et au Sénat constituerait le scénario le moins favorable, risquant d'entraîner une hausse des impôts, un creusement du déficit et le démantèlement éventuel des géants du secteur technologique. À l'heure actuelle, une victoire de Biden ne semble pas faire peur aux marchés, qui estiment que des mesures supplémentaires de relance compenseront les aspects les plus socialistes du programme du candidat démocrate, à moins qu'ils ne soient tout simplement persuadés que Donald Trump comblera son retard à l'approche des élections.

Les marchés pourraient enregistrer une volatilité accrue si les efforts de campagne du président empiétaient sur l'approche des États-Unis vis-à-vis de la Chine. Le locataire de la Maison-Blanche pourrait être tenté de rompre l'accord commercial, ou au moins d'en brandir la menace, alors que nous entamons la dernière ligne droite de la course présidentielle et qu'une nouvelle polarisation entre les méga-entreprises technologiques américaines et chinoises constitue une menace supplémentaire pour ce secteur fortement valorisé. Incidemment, la Chine pourrait être confortée dans sa volonté de rapatrier un plus grand nombre de ses chaînes d'approvisionnement sur son territoire national, une tendance qui ne se limite pas au secteur technologique ni exclusivement à la Chine puisque dans le sillage du Covid et des tensions commerciales actuelles, de nombreux gouvernements ont manifesté leur souhait de faire revenir les chaînes d'approvisionnement et de production à l'intérieur des frontières nationales afin

de gagner en vitesse et en sécurité. Du point de vue des investissements, lorsque nous choisissons d'investir à l'étranger, nous tentons depuis longtemps de nous exposer aux économies nationales des pays, au lieu d'investir simplement dans un indice de référence qui ne fera en réalité que reproduire les performances des marchés mondiaux. Ce thème devrait gagner en importance à l'avenir. Depuis plus de quatre ans que le Brexit occupe régulièrement les unes des journaux, nous tablons sur l'hypothèse d'un « no deal » ou d'un accord de base qui s'adresserait aussi bien aux entreprises affectées par le changement des pratiques commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE qu'aux acteurs du marché. L'incidence sur les prix pourrait donc rester modérée (quel que soit l'accord qui sera conclu), ce qui ne signifie pas non plus que les annonces ne seront pas accompagnées de pics de volatilité. Compte tenu des pressions exercées sur la livre sterling et de la sous-performance des actions britanniques par rapport aux actions internationales depuis quatre ans, le potentiel de baisse supplémentaire paraît limité dans tous les cas.

Nous recommandons également aux investisseurs européens de garder un œil sur la crise du crédit en Turquie, qui a fait plonger la lire turque et entraîné une réduction substantielle des réserves de change nationales.

L'économie turque est étroitement liée aux banques européennes, qui y ont investi des milliards d'euros, en particulier les banques espagnoles, qui détiennent plus de 62 milliards de dollars US de prêts turcs dans leurs bilans. Le secteur bancaire espagnol montre déjà des signes de tensions et le risque de contagion supplémentaire pourrait bien expliquer la réponse diplomatique modérée de l'UE face à l'agression de la Turquie contre les États membres de Grèce et de Chypre.

Les risques ci-dessus doivent être examinés en tenant compte de la politique monétaire, sachant que la Réserve Fédérale et de nombreuses autres banques centrales ont assuré qu'elles feraient tout ce qui est nécessaire pour soutenir la reprise économique. Nous pensons que les investisseurs peuvent rester confiants à condition de bien diversifier leurs portefeuilles et de détenir

avec modération les secteurs où les valorisations sont les plus élevées. Au sein de nos portefeuilles, cela se traduit par la sous-pondération des actions des méga-entreprises technologiques, car l'extrême dispersion des valorisations signifie qu'un risque plus tolérable est disponible ailleurs, et par une vision de plus en plus sceptique des obligations en tant que réserve efficace de richesse.

ACTIONS

Nous continuons de préférer les actions au marché obligataire, tout en restant conscients des valorisations extrêmes de certains secteurs (à savoir le secteur technologique américain). Nous pensons néanmoins que les actions mondiales devraient être proches ou légèrement supérieures aux niveaux actuels en fin d'année, soutenues par l'influence stabilisatrice des liquidités injectées par les banques centrales, sans pour autant oublier le risque d'une résurgence du Covid-19.

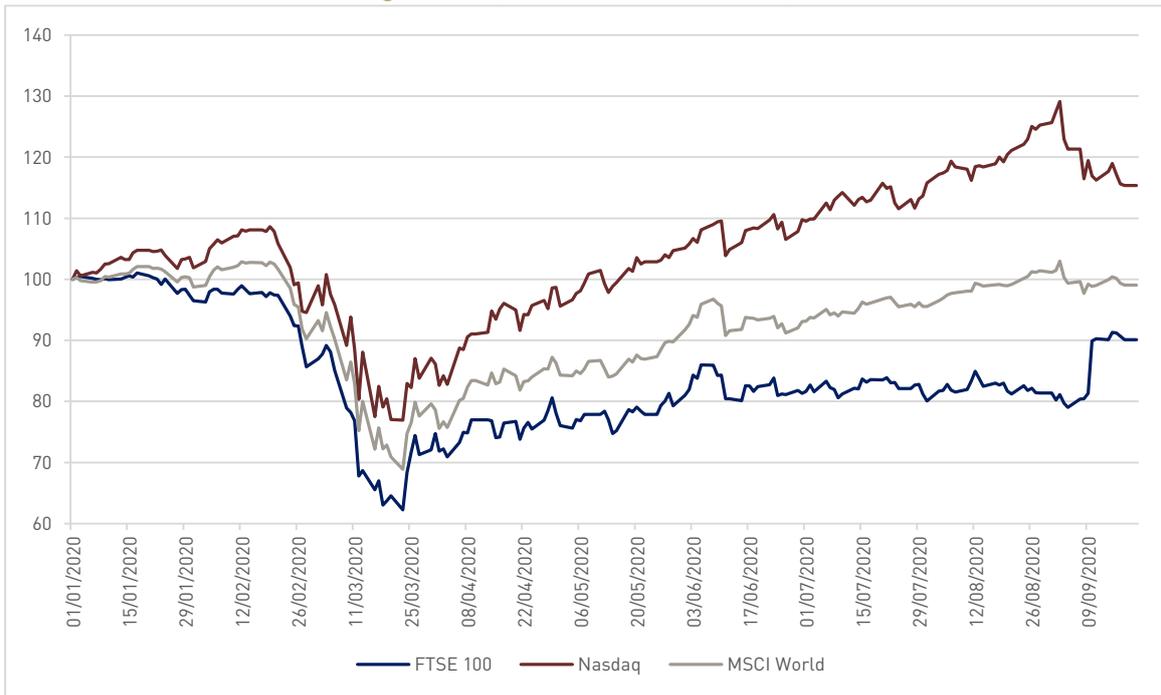
La récente correction de 10 % du secteur technologique n'a pas surpris grand monde – un retour à la réalité était amplement nécessaire – d'autant plus qu'un certain nombre d'entreprises semblaient avoir atteint des niveaux dignes d'une bulle sur un certain nombre d'indicateurs.

Plus de 6 % de l'ensemble des actions américaines se négocient actuellement à un ratio cours/chiffre d'affaires de plus de dix qui n'a été plus élevé qu'au plus pic de la bulle Internet en mars 2000, tandis que l'« indicateur Buffet » (capitalisation boursière/ PIB) est désormais d'environ 200 % par rapport au pic de 140 % de l'ère de la bulle Internet. En outre, on constate depuis quelque temps une hausse notable de l'activité de fusions-acquisitions et une résurgence inquiétante des Special Purpose Acquisition Companies, des sociétés fictives n'ayant pas d'opérations commerciales introduites en bourse dans l'optique d'un rachat ou d'une fusion future. Généralement, cette activité peut être un signe d'euphorie de fin de cycle.

La tendance du marché est cependant forte, tout comme l'attrait de ces valeurs technologiques qui sont appelées à devenir des acteurs majeurs à l'avenir. Nous ne souhaiterions donc pas parier contre elles (de nombreux vendeurs à découvert y ont perdu des plumes quand ils l'ont fait contre Tesla) en cherchant de meilleures opportunités de risque/rendement ailleurs.

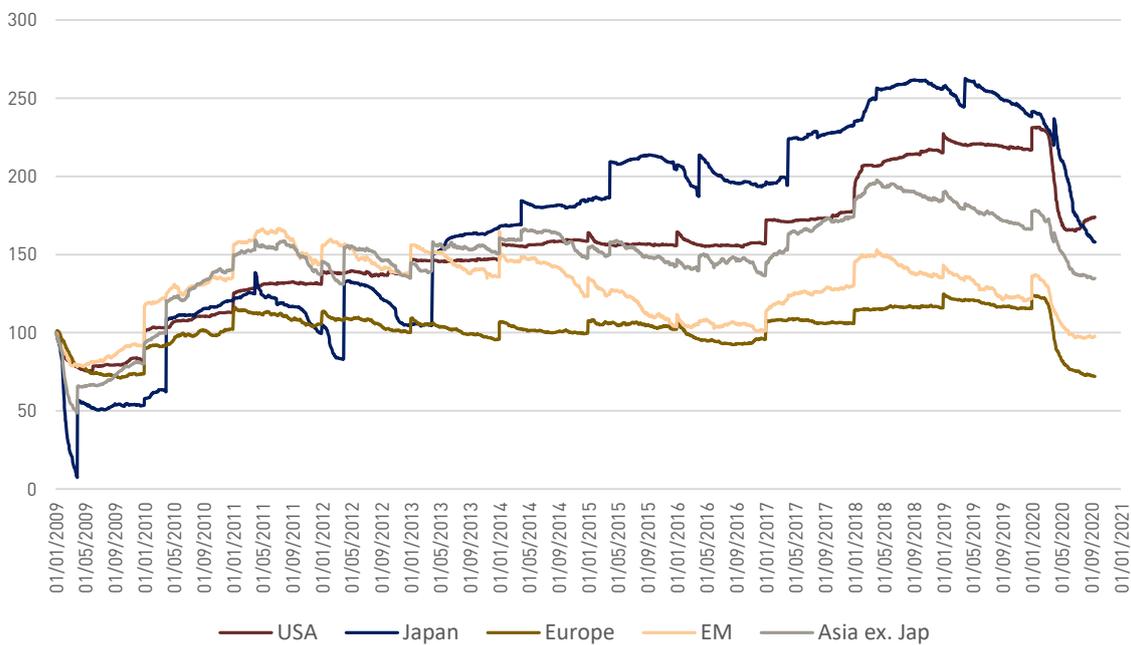
Aux États-Unis, nous apprécions les petites capitalisations pour leur accès à la croissance et nous suivons attentivement les valorisations des grandes capitalisations, à la recherche de valeurs présentant un potentiel de rendement élevé. En Europe, la création du Fonds de relance de l'UE et divers engagements nationaux en matière de dépenses « vertes » suggèrent une amélioration des perspectives économiques, même si certaines données ont commencé à se ralentir. L'économie allemande tournée vers les exportations profitera de la reprise mondiale et pourrait continuer de bénéficier de la vigueur de la reprise chinoise, même si l'activité domestique européenne reste atone. Le DAX a d'ailleurs enregistré une progression supérieure à celle des indices locaux depuis mars. Nous pensons que les valorisations du marché britannique (c'est-à-dire l'indice domestique hors énergie internationale et valeurs pharmaceutiques) sont tellement faibles actuellement (en raison des dégâts causés par le confinement à l'économie de consommation/des services et de l'incertitude entourant le Brexit), qu'elles justifient une recommandation à l'achat.

Ratio cours-bénéfices à long terme (rebasé au début 2021)



La dispersion des valorisations entre les marchés sous-performants tels que le FTSE 100 et l'indice technologique Nasdaq est frappante et de toute évidence intenable à long terme. (source : Bloomberg)

Estimations des bénéfices (rebasées à 100, 2009)



Les analystes ont modifié et fortement revu à la baisse leurs estimations dans le sillage du confinement mondial pour les ajuster à des niveaux plus réalistes. (source : Bloomberg)

		-	=	+	
ACTIONS					La reprise des marchés actions est faussée par les chiffres d'affaires d'une poignée d'entreprises pour qui le virus a été « bénéfique ». À mesure que la reprise se poursuit, les investisseurs doivent se concentrer davantage sur les régions et les secteurs qui sont restés en retrait.
États-Unis					Le S&P 500 a atteint de nouveaux sommets, largement porté par des valeurs technologiques bien connues, dont l'attrait a été renforcé par les mesures de confinement mises en place pour lutter contre le virus.
Royaume-Uni					Les actions britanniques se situent à leurs points de valorisation les plus basses par rapport aux actions mondiales depuis de nombreuses années. Les données économiques indiquent une reprise rapide, mais il existe des risques futurs liés au chômage et au Brexit.
Zone euro					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.
Suisse					La qualité du marché et sa nature défensive continuent de susciter de la demande. La pondération de la santé est attractive, à l'instar de l'exposition à la devise refuge du franc suisse à des fins de diversification.
Marchés émergents					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 des pays développés.
Japon					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.

Nous avons maintenu notre surpondération de l'Asie Émergente et de la Chine tout au long de la crise en début d'année, en partant du principe que la région, qui a été la première affectée par le virus, serait probablement la première à en émerger ; un avis qui a été conforté jusqu'à présent par les données économiques chinoises et la performance des actions de la région. La résilience des grandes valeurs technologiques chinoises comme Alibaba et Tencent pendant les récentes mesures punitives américaines (TikTok, WeChat, etc.) montre à quel point le potentiel de croissance locale est important et constitue un signe encourageant qui indique que la région réduit sa dépendance

à l'égard des exportations à destination de l'Occident, bien que les exportations elles-mêmes aient été aidées par la faiblesse du dollar US. Nous aurons sans aucun doute l'occasion de vérifier ces hypothèses dans les mois à venir, lorsque la campagne électorale américaine battra son plein et que la politique étrangère des États-Unis à l'égard de la Chine sera devenue un sujet de débats politiques. Les actions japonaises se sont relativement bien comportées par rapport à de nombreux indices, reflétant l'impact limité de l'épidémie de Covid dans l'Archipel et la baisse relativement « faible » de 7,9 % de la croissance du PIB au deuxième trimestre, contre 32 % aux États-Unis, 20 % au Royaume-Uni

et 12 % dans la zone euro. Le Japon continue de faire partie de notre allocation mondiale en raison de sa croissance et de ses valorisations. Yoshihide Suga, élu en remplacement de Shinzo Abe, semble être le candidat de la continuité, ce qui signifie que les achats d'actifs et les mesures de relance favorables au marché ne sont pas près de se ralentir dans un avenir proche et que la conjoncture reste favorable aux entreprises. La croissance des bénéfices par action du Japon a en fait dépassé la

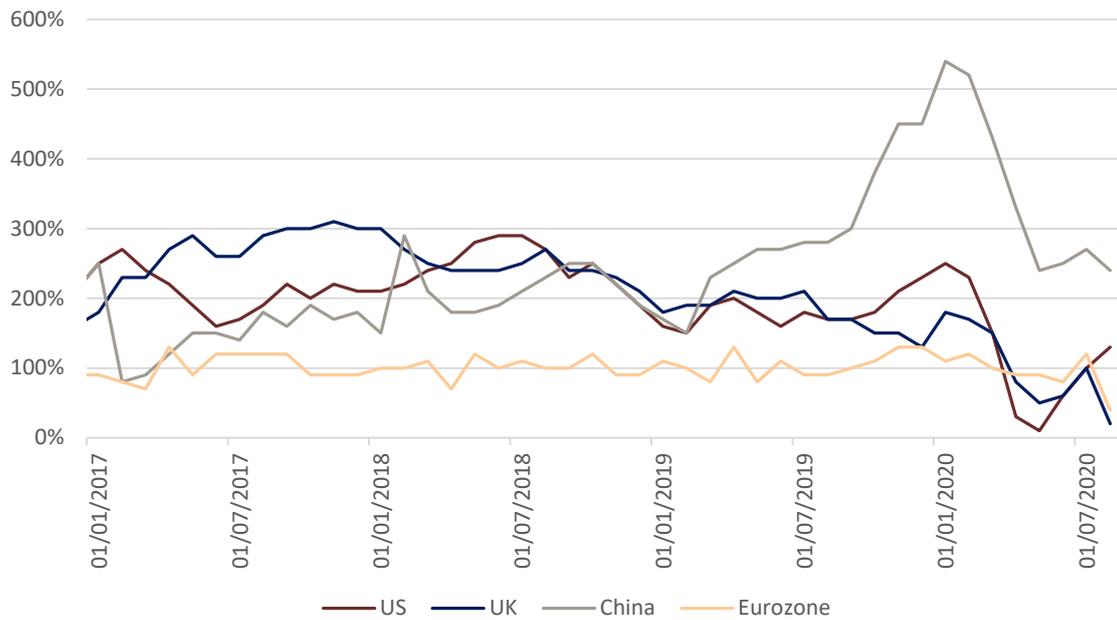
plupart des marchés mondiaux en dollars US depuis l'investiture d'Abe et les marges bénéficiaires n'ont pas chuté en dessous des 5 % au cours des 5 dernières années. Par ailleurs, en raison du renforcement de l'économie d'exportation en ligne avec la reprise mondiale, nous apprécions la croissance domestique du Japon et les propriétés défensives de sa devise.

OBLIGATIONS

En août, les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont atteint un nouveau record historique à la baisse, tandis que les actions américaines ont atteint de nouveaux sommets. Dans ce contexte, nous nous sommes une fois de plus interrogés sur l'utilité des obligations pour les investisseurs non bénéficiaires d'une pension. Comme nous l'avons mentionné dans l'introduction, tous les principaux indices obligataires se sont rétablis à leurs niveaux de février, ce qui indique que l'argent « facile » a déjà été « empoché » alors que le phénomène de rattrapage touche également les obligations des marchés émergents (qui, il y a quelques semaines, offraient encore de la valeur relative). À court terme, on peut s'attendre à ce que les marchés obligataires « core » (bons du Trésor et « investment grade » de haute qualité) restent aux niveaux actuels, tiraillés entre, les craintes d'une nouvelle vague de Covid-19 impactant la reprise économique d'une part, et d'autre part, les programmes d'achats d'actifs qui continuent d'être mis en œuvre dans le monde entier. De plus, les taux d'intérêt sont bas et devraient rester bas dans un avenir proche, les banques centrales désirant probablement des rendements réels négatifs pour éponger les montants de dette colossaux accumulés (et qui se sont récemment accrus) afin de lutter contre le virus. Face à ces puissantes forces pro-obligations se dresse néanmoins le spectre de l'inflation à long terme, spectre qui est réapparu nettement sur le radar des investisseurs lors du récent sommet de Jackson Hole.

En bref, la Fed a souligné son engagement au plein-emploi et a modifié son objectif d'inflation à une moyenne de 2 % « répartis dans le temps », mettant ainsi de côté l'orthodoxie traditionnelle de la courbe de Phillips (un emploi plus faible finira par faire augmenter l'inflation) et indiquant son ambivalence face à une hausse des prix. Le problème de cette politique, bien qu'elle soit rassurante pour les obligations à court/moyen terme, est que la Fed est extrêmement sensible à l'effet produit par des hausses de taux ou même le relèvement des perspectives de hausse des taux, comme l'a montré le « taper tantrum » de 2013 et la réaction similaire fin 2018. Historiquement (certes, il faut remonter à plus de 40 ans) lorsque l'inflation revient, elle le fait de manière violente et les responsables politiques des banques centrales doivent alors s'empresser de la contrôler. Or, étant donné le sentiment actuel du marché fondé sur les mesures de relance colossales et les niveaux record de la dette des entreprises, les banques centrales seront confrontées à un nouveau problème. Bien sûr, les perspectives immédiates du monde post-Covid sont incontestablement déflationnistes et elles devraient le devenir encore davantage lorsque le chômage commencera à augmenter après l'arrêt des programmes de soutien liés au Covid. Toutefois, dans la mesure où le marché obligataire est particulièrement sujet à l'inflation et compte tenu de la faiblesse des rendements offerts, nous adoptons un avis généralement défavorable sur cette classe d'actifs sur le long terme.

Taux d'inflation de l'IPC en glissement annuel



L'inflation a chuté à ses plus bas niveaux depuis plusieurs années, expliquant la faiblesse des rendements du marché obligataire. Toutefois, en cas d'apparition d'une reflation, les obligations seraient très vulnérables. (source : Bloomberg)

Rendements obligataires à 2 ans

PAYS	ÉCHÉANCE	RENDEMENT +/-
SUISSE	25/05/2022	-0,87
ALLEMAGNE	16/09/2022	-0,74
AUTRICHE	20/09/2022	-0,73
FINLANDE	15/09/2022	-0,69
BELGIQUE	28/09/2022	-0,69
PAYS-BAS	15/07/2022	-0,69
FRANCE	25/02/2022	-0,67
DANEMARK	15/11/2022	-0,67
PORTUGAL	17/10/2022	-0,62
IRLANDE	18/10/2022	-0,61
ESPAGNE	30/04/2022	-0,53
SUÈDE	01/06/2022	-0,40
ITALIE	15/07/2022	-0,21
JAPON	01/09/2022	-0,16
ROYAUME-UNI	07/09/2022	-0,13
NV.-ZÉLANDE	15/04/2023	-0,08
ISRAËL	31/01/2022	0,04
ÉTATS-UNIS	31/08/2022	0,13
GRÈCE	30/01/2023	0,15
HONG KONG	22/08/2022	0,15
AUSTRALIE	15/07/2022	0,16
SINGAPOUR	01/04/2022	0,18
CANADA	01/08/2022	0,25

(source : Bloomberg)

Une approche active des obligations peut générer des revenus. Des opportunités sélectives spécifiques peuvent être trouvées, même si elles sont de plus en plus difficiles à obtenir. Le rôle des obligations au sein d'un portefeuille multi-actifs n'est plus seulement de fournir une protection du capital assortie de revenus réguliers ; elles doivent également supprimer la volatilité et éventuellement offrir un certain rendement, ce qui ne peut être accompli que par la détention d'une gamme d'instruments obligataires plus large que ce qui était nécessaire auparavant. Une allocation des portefeuilles dans les bons du Trésor est toujours utile en termes de protection immédiate contre la baisse, comme observé en mars, où les obligations souveraines à court terme ont été la seule classe d'actifs à ne pas s'effondrer. Afin de profiter d'une

compression significative des spreads et de rendements réels, il est nécessaire de positionner le portefeuille obligataire sur le haut rendement et les marchés émergents de manière plus prononcée que nous ne le ferions en période d'incertitude économique. Toutefois, nous ne pourrions nous le permettre que si : a) nous sous-pondérons les actions et b) nous sommes hautement sélectifs. Bien que Moody's ait réduit ses prévisions du montant des défauts pour le premier trimestre 2021 d'environ 11 % à 9,3 %, il est frappant de constater que les prévisions de défauts sont très spécifiques à certains secteurs plutôt qu'à l'ensemble du marché. Nous notons que les conditions de prêt se resserrent rapidement. 70 % des banques américaines imposent ainsi des critères plus restrictifs, suivies par 25 % des banques européennes, ce

		-		=		+		
OBLIGATIONS								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.
Obligations souveraines								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.
Obligations d'entreprises investment grade								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.
Obligations à haut rendement								Le rebond a été rapide et l'« argent facile » a été empoché. Les rendements restent attractifs, mais les risques de défaut sont préoccupants, en particulier à terme, lorsque le soutien de l'État se sera tari.
Obligations des marchés émergents								Le marché a encore une marge de progression avant de retrouver ses points hauts d'avant le virus. De nombreux pays émergents peinent à contenir la propagation du virus. La faiblesse de l'USD favorise les devises locales.

qui compromet la capacité des entreprises à refinancer leur dette à l'avenir. En excluant des secteurs tels que l'énergie et les loisirs, il reste néanmoins des opportunités raisonnables présentant des rendements attractifs et dont le risque de défaut n'est pas pire que la moyenne. Bien que l'affaiblissement du dollar US offre potentiellement un flux de revenus intéressant pour la dette des marchés émergents en monnaie locale, nous hésitons à parier trop sur cette tendance, car certaines devises des marchés émergents sont sujettes à l'instabilité

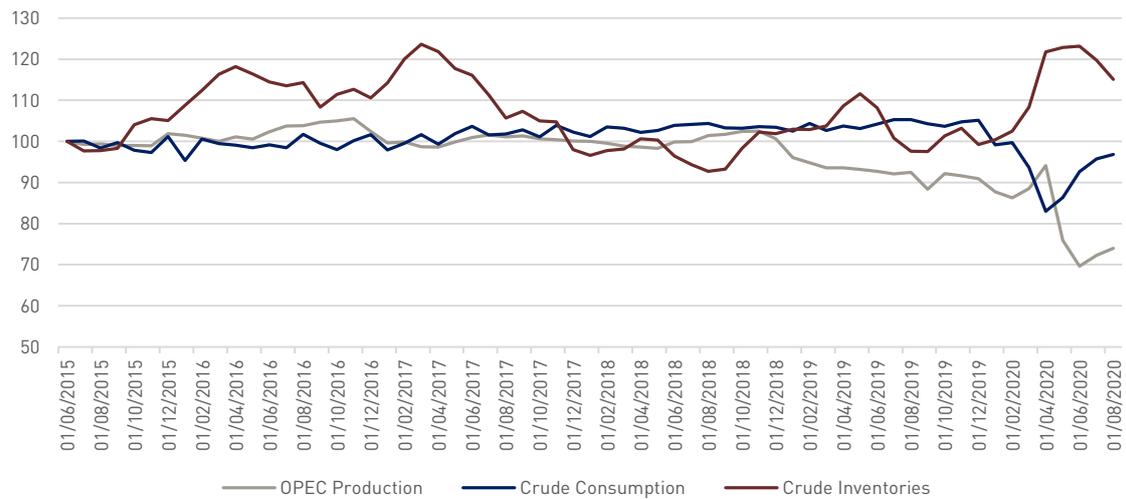
(BRL, SAR, MXN, etc.) et, comme nous l'avons mentionné précédemment, les marchés émergents ont largement retrouvé ses rendements d'avant le virus. Toutefois, une approche sélective en termes de régions et de qualité de crédit et mettant l'accent sur la durée courte, peut toujours offrir un rendement à l'échéance d'environ 6 %, ce qui, selon nous, constitue un rendement attractif qui, conjointement à une position de base sur le crédit investment grade, peut générer des revenus indispensables.

MATIÈRES PREMIÈRES ET DEVISES

Les cours des matières premières, portés par le pétrole brut, ont largement suivi la trajectoire des actions en rebondissant rapidement, mais semblent avoir stagné en septembre, les perspectives d'une hausse de la demande ayant atteint un point d'inflexion. Le baril de brut reste dans la fourchette des 40 dollars US, comme nous l'avions anticipé, et ne devrait enregistrer que des gains modestes d'ici la fin de l'année 2020, en supposant qu'il n'y ait pas de seconde vague du virus. L'accumulation des réserves de pétrole était tellement importante en début d'année que même si l'offre dépasse la demande alors que la reprise se poursuit, il est peu probable que les cours évoluent beaucoup. En raison de la diminution progressive de ces réserves l'année prochaine et de la réduction prévue de l'offre de l'OPEP, les perspectives paraissent un peu plus positives pour le pétrole à moyen terme. Les métaux industriels, notamment le cuivre, ont largement surperformé les rendements du pétrole en raison de l'appétit revigoré de la Chine en ligne avec son impressionnante reprise et l'accent mis sur les dépenses en infrastructures

fortement consommatrices de métaux et, bien qu'il existe un potentiel de hausse supplémentaire, l'essentiel du mouvement est déjà passé, ce qui devrait se traduire par des gains moins importants en 2021. La baisse des rendements réels américains, le rebond économique et la politique accommodante ont entraîné une dépréciation du dollar US (l'indice DXY Dollar est en baisse de 10 % depuis son pic de mars) ; une tendance qui pourrait bien s'accroître et qui pourrait dopper naturellement les cours des matières premières, comme cela a été le cas pour les métaux précieux qui ont inscrit un rebond spectaculaire durant l'été. Après avoir longtemps été partisans de l'or dans un portefeuille d'investissement, la violence du mouvement en juin et en juillet nous a pris de court et nous a incités à prendre des bénéfices en août – ce qui ne veut pas dire que les conditions de l'or et de l'argent ont changé, loin de là, puisque nous conservons une exposition raisonnable au métal jaune, en considérant la période actuelle comme une consolidation.

Pétrole : demande vs offre vs niveaux des stocks



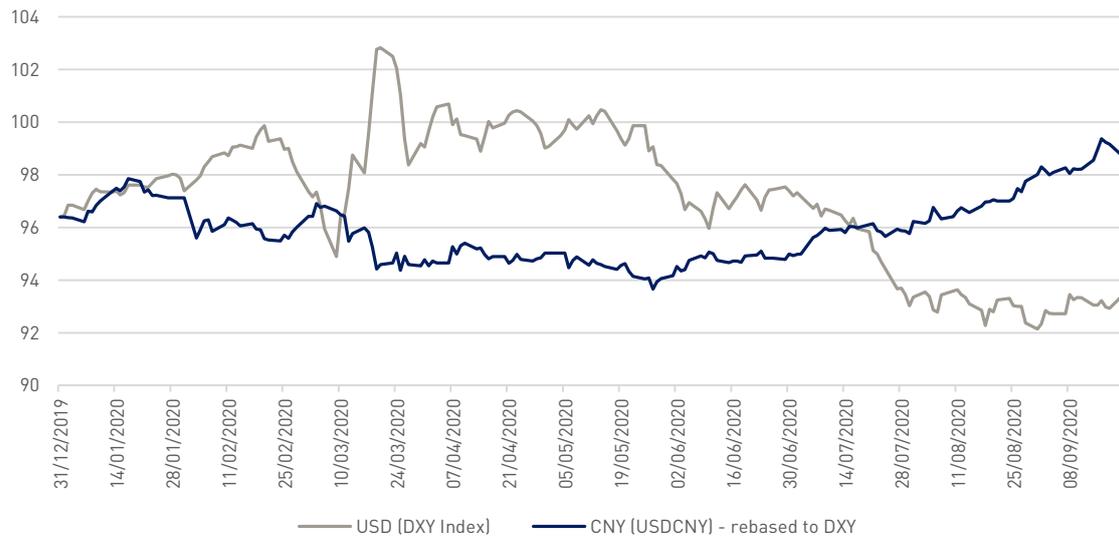
La consommation de pétrole brut et de carburants liquides s'est redressée ces derniers mois, mais en raison des stocks qui se sont accumulés en début d'année, il est peu probable que les cours progressent d'ici la fin de l'année 2020. (source : Bloomberg)

	-	=	+	
ACTIFS ALTERNATIFS				Les actifs non corrélés vont jouer un rôle de plus en plus important dans l'allocation d'actifs des portefeuilles.
Métaux précieux				L'or a atteint des sommets record, et pourrait prendre une pause. Toutefois l'environnement reste parfait pour une prolongation de la hausse, et l'argent devrait s'inscrire dans le même sillage.
Hedge funds				Les véritables fonds alternatifs, qui se comportent différemment des actifs traditionnels, sont une source essentielle de préservation du patrimoine et de diversification.
Pétrole / matières premières				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.

Toutes choses égales par ailleurs, nous constatons que le dollar US continue de se déprécier lentement, alors qu'il est peu probable qu'aucun des deux candidats à la Maison-Blanche n'adopte des politiques favorables à une monnaie plus forte et que la Réserve Fédérale a pratiquement confirmé que les taux ne seraient pas relevés avant au moins 2023. Les lignes de swap d'urgence établies par la Réserve Fédérale ont été efficaces pour prévenir toute pénurie de liquidités en dollar US, ce qui pourrait bien freiner toute fuite à court terme vers le dollar en cas de nouvelle crise économique liée au Covid. La pondération d'une devise est toujours un point de vue relatif, et notre seule conviction réelle exprimée dans les portefeuilles a été de détenir une certaine exposition au yen et au franc suisse pour leurs qualités de valeurs refuges. Le yen, en particulier, reste fort et reflète le calme relatif de l'économie japonaise, même si à mesure qu'il se rapproche du seuil des 105 yens pour 1 dollar US. Il est probable que la Banque du Japon envisagera de prendre des mesures pour empêcher un renforcement supplémentaire – consciente de l'impact négatif que cela aurait sur les entreprises fortement dépendantes des exportations. L'EURUSD

est la principale paire de devises et une grande partie de la vigueur de l'euro provient de la réduction de l'écart de taux avec le dollar US, encore consolidé par une harmonisation monétaire plus étroite au sein de l'UE. Cela dit, il est peu probable que l'union budgétaire aille plus loin à court terme, étant donné les tensions déjà croissantes en Italie concernant la marge d'autonomie dont dispose le pays dans la répartition des dépenses de sa part du fonds de relance, tandis que la menace d'une résurgence continentale du virus, ainsi que la publication de données inférieures aux attentes, laissent penser que la monnaie unique va marquer une pause. La livre sterling continuera d'être ballottée jusqu'à la fin de la période de transition du Brexit. Ceci étant, il est peu probable qu'elle teste son point bas d'après le référendum, et pourrait connaître une période de stabilité prolongée à partir de la fin de l'année. Les perspectives du dollar US sont généralement plus faibles, ce qui pour la plupart des actifs est un élément positif. Toutefois, comme c'est le cas pour les prévisions sur tous les marchés, la menace de nouvelles restrictions sociales et économiques en réponse à la pandémie de Covid-19 reste présente.

Le dollar US et le yuan chinois en 2020



Le dollar US s'affaiblit depuis mai, mais le yuan se renforce, en ligne avec la reprise de l'économie chinoise. (source : Bloomberg)

	-	=	+	
DEVISES				Le dollar US reste sous pression, en l'absence de choc comparable à celui que nous avons connu en début d'année. Le yen (JPY) et le franc suisse (CHF) sont des couvertures utiles compte tenu des nombreux risques.
Dollar US (DXY)				Le risque électoral, le faible écart de taux relatif, les inquiétudes concernant le déficit et les craintes liées au virus laissent entrevoir une baisse du dollar US.
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. Suite à la conclusion de l'accord sur le fonds de relance, un risque baissier majeur a été évité, mais les données récentes restent atones.
Yen japonais (JPY)				Une forte évolution en juillet, qui tient davantage en raison à la faiblesse du dollar US. Le JPY est utilisé afin de couvrir le risque de change des titres en JPY et reste un élément de diversification du portefeuille.
Franc suisse (CHF)				Les craintes liées au virus et la politique monétaire américaine ont soutenu la vigueur du franc suisse qui s'est néanmoins affaibli par rapport à l'euro. Bon élément de diversification.

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). 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)

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).

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).

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)

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

BANQUE HAVILLAND S.A.

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

t. +352 463 131

f. +352 463 132

e. 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

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

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

BANQUE HAVILLAND S.A. REPRESENTATIVE OFFICE

Aspin Commercial Tower • Office #4001 • Dubai • UAE

t. +971 430 62 888

e. 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

w. banquehavilland.com
