

Genève le 8 Janvier 2020.

Chers clients,

Nous profitons de cette lettre pour vous souhaiter nos meilleurs vœux pour cette nouvelle année 2020.

Nous venons de clôturer une décennie de politiques monétaires ultra accommodantes pilotées par les banques centrales des différentes régions du globe. Pendant ces 10 ans nous avons navigué sur un flot de liquidité qui n'a pas impacté à aucun moment l'économie réelle. Seuls les marchés ont bénéficié de cette masse de monnaie. Cet afflux massif leurs ont permis de passer en mode lévitation et ont également transformé pour beaucoup d'investisseurs la notion de "risque" et de taux de rémunération sans risque également (existe-t-il encore un taux sans risque ?).

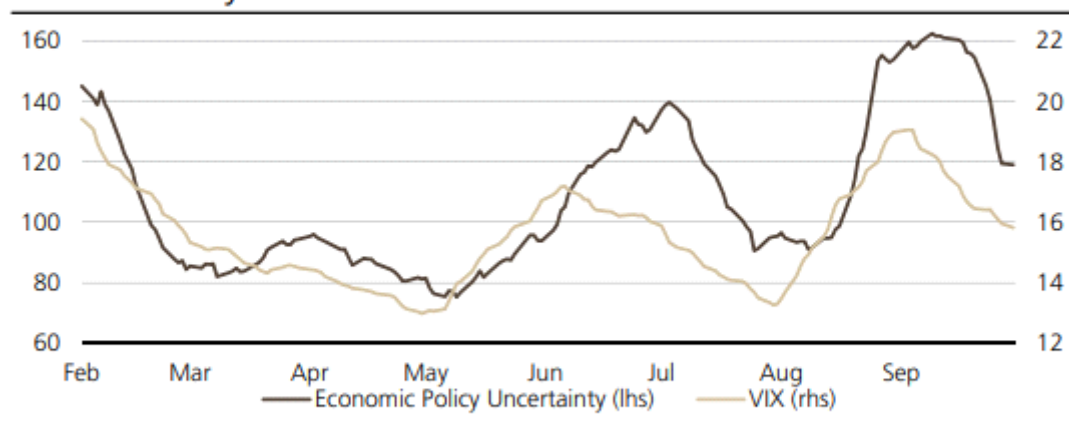
Après une année 2019 assez exceptionnelle, les marchés financiers commencent l'année 2020 avec une sérieuse dégradation des conditions géopolitiques au niveau mondiale. Comme vous le savez déjà, l'intervention américaine en Iran a ravivé le risque d'un nouveau conflit international qui pourrait s'avérer dangereux pour la stabilité du globe en cas d'escalade. Ce genre de facteur influence toujours à un haut niveau les marchés et risque bien de dégrader sensiblement l'appétence pour le risque des investisseurs.

D'ailleurs entre "Impeachment" présidentiel, Trade War, Iran, Brexit et les problèmes de gouvernances politiques au sein de certains pays de la zone Euro, il convient de se tourner vers des approches sélectives tant au niveau obligataire qu'au niveau action.

Il est fort à parier que le facteur politique d'une guerre en Iran pourrait mettre un terme rapidement à l'extension du cycle économique aux Etats-Unis mais également en Chine et en Europe.

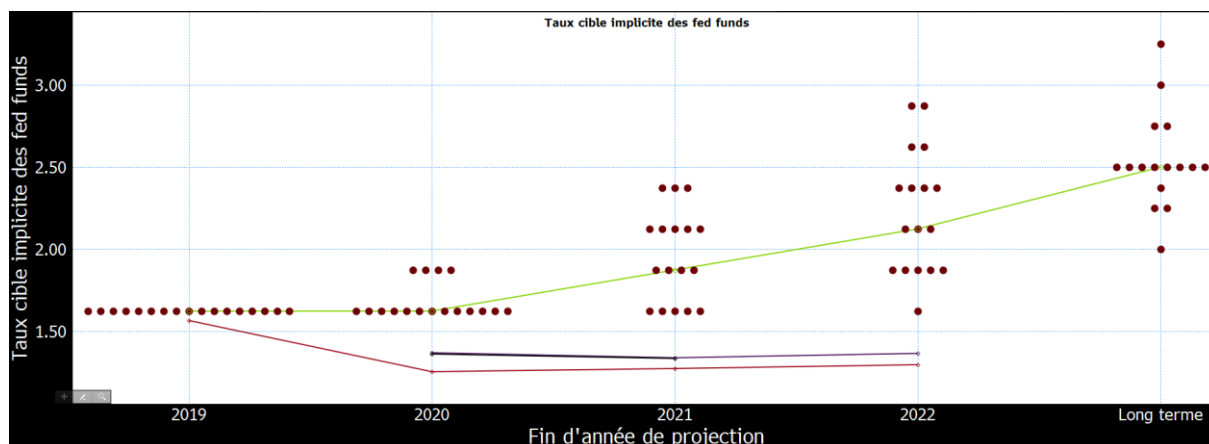
D'un point de vue politique monétaire, la Fed a déjà gaspillé ses cartouches en baissant ses taux 3 fois en 2019. Le fait qu'elle se soit prononcée pour un "Statu Quo" en 2020 augmente la probabilité d'incertitude ce qui devrait faire monter la volatilité implicite (VIX) comme le démontre le graphique ci-dessous.

Economic policy uncertainty and implied volatility measured by VIX



Source: UBS, as of October 2019

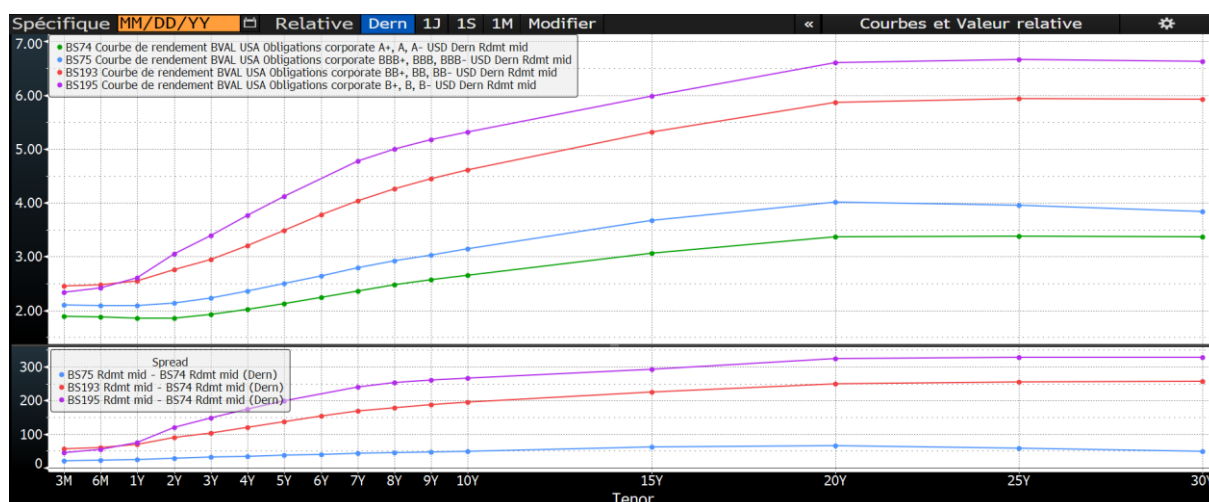
Après une tentative de normalisation des politiques monétaires en 2019 on se retrouve une nouvelle fois avec des perspectives de détentes monétaires du moins c'est ce que le marché anticipe.



Dans un autre registre nous pensons que la partie actions émergentes devraient continuer de bénéficier des politiques accommodantes de leurs banques centrales respectives. Elles soutiennent ainsi leurs marchés actions et leurs économies respectives. Selon les prévisions de JPMorgan avec 4.2% de croissance estimée pour les pays émergents contre 1.7% aux US et 2.5% de croissance mondiale, il semble judicieux de se tourner vers les pays les plus porteurs.

II – Fixed Income.

Sur le front obligataire nous considérons également pour les raisons évoquées ci-dessus que les Emerging Sovereign bonds sont une excellente alternative aux obligations gouvernementales européennes qui présentent des rendements négatifs. Aux USA la partie High Yield est toujours très comprimée jusqu'à 3y ou BB et B se confondent presque comme le montre le graphique ci-dessous

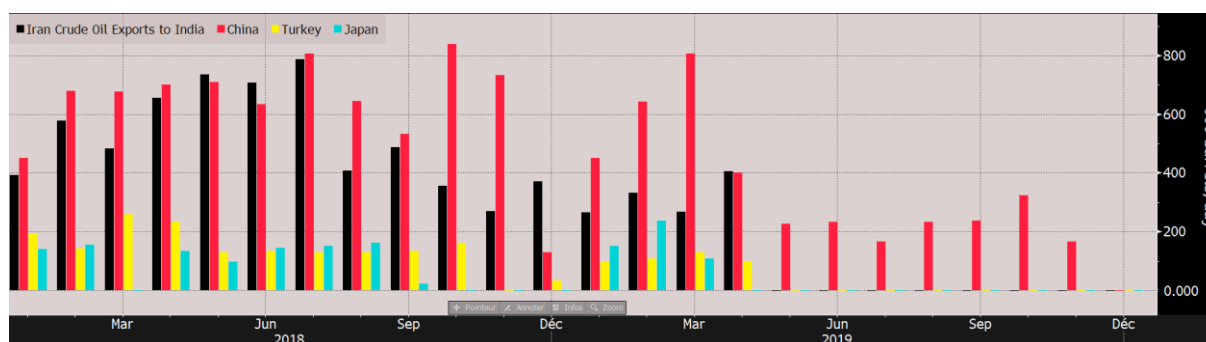


En Europe le problème de la rémunération du risque est beaucoup plus grave. Quand on voit que le secteur bancaire rémunère 0.50bps à partir des maturités de 9 ans. Idem pour les obligations moins bien notées, ou il faut attendre 6 ans pour avoir une rentabilité au-dessus des 1,5%. Pour une obligation avec un risque équivalent en 2010 un BBB se rémunérait à 3% sur 3 ans. La conséquence directe de cette surcompression des spreads et que la majeure partie des gérants sont obligés d'acheter des titres avec un rating très risqué ou sur des durations extra-longues pour avoir des performances légèrement positives.

Dans les métaux précieux il nous paraît important de suivre de très près l'Or et le Platine qui en cas de saut d'inflation ou de conflits géopolitiques accrus pourraient bénéficier de rotations de portefeuilles conséquents.

III – Secteur Énergie

Dans un contexte de faiblesse de l'économie aux Etats-Unis, en Europe, et en Chine couplée à une reprise des tensions commerciales, le Pétrole devrait rester assez volatile mais dans un range contenu. Nous estimons également que les niveaux de production de l'Opec et de la Russie pourraient rester intacts durant toute l'année 2020 en dépit des sanctions iraniennes et de la baisse continue de la production au Venezuela. Malgré cela il est fort à parier que la demande mondiale continuera d'être légèrement inférieure à la production mondiale. Ce différentiel devrait continuer à peser sur le cours du WTI et du Brent durant l'année.

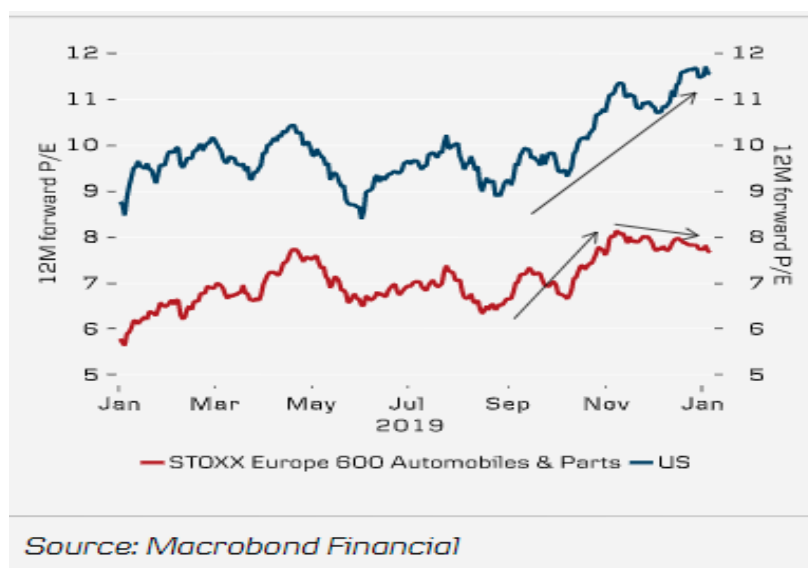
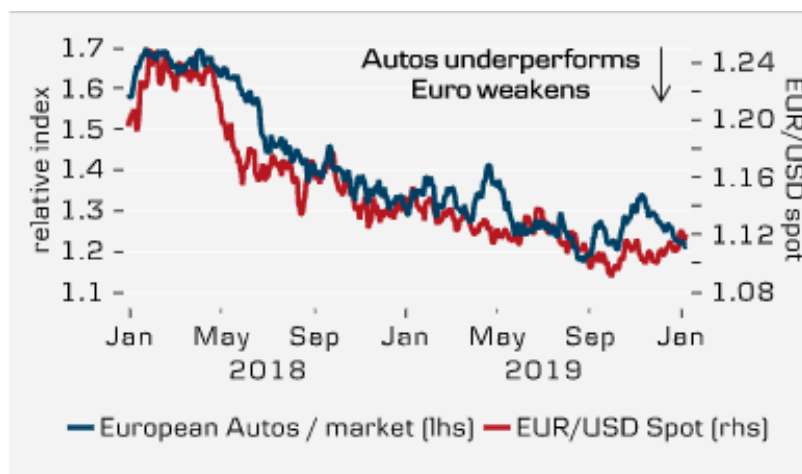


IV - Forex

Sur le cross EURUSD nous sommes plutôt neutre pour la première partie de l'année avec un maintien de la paire dans un range 1.10/1.13. Plusieurs facteurs expliquent nos anticipations, la première est la difficulté que rencontre le secteur automobile européen, les cycliques européennes et l'Allemagne.







Depuis la mi-2018 les bénéfices par action attendus ont chuté de plus de 20% pour le secteur Auto européen. Avec cela si l'on ajoute une compression des marges toujours plus importante et le combat continue pour imposer des véhicules électriques, on peut estimer que le secteur n'est pas près de montrer des signes encourageants de reprise face à un secteur US en pleine forme à l'image de Tesla.

D'autres parts, sur les deux derniers mois de l'année 2019, il y a eu des rebonds puissants dans différents secteurs à l'image des technologiques, des Commodities, et de l'Énergie formant ainsi une base solide pour des augmentations des flux en dollars.



Enfin pour finir, les différences de politique monétaire entre les US et l'Europe conduisent à favoriser les États-Unis au détriment du vieux continent. La seule crainte pourrait survenir du côté de la BCE si cette dernière maintenait un comportement « Hawkish » et que la Fed entamait une nouvelle série de baisse de taux. Même si ce scénario se réalisait, l'impact sur la baisse du dollar en resterait limité.

Notre allocation tactique pour la première partie de l'année 2020 :

Asset Class	Négatif	Neutre	Positif
Actions USA			
Actions Europe			
Actions Emergents			
Bonds, Obligations			
Or			
Pétrole			
Real Estate		