

COUNTER POINT 2020

VOIR
LE MONDE
DIFFÉREMMENT



QUINTET
PRIVATE BANK

NE VOUS CONTENTEZ PAS
DE COMPROMIS DÉMODÉS.
REFUSEZ D'ÊTRE
CONTRAIT PAR L'UNE OU
L'AUTRE PENSÉE.



Nous sommes fiers d'être partenaire du West-Eastern Divan Orchestra, un projet humanitaire et artistique exceptionnel qui rassemble des musiciens du Moyen-Orient favorisant le dialogue et la compréhension mutuelle. Le *Divan* est dirigée par le chef d'orchestre Daniel Barenboim.

Nous croyons qu'adopter différents points de vue et respecter diverses perspectives conduisent à prendre de meilleures décisions, surtout en période d'incertitude.

En tant que banque privée pour des gens qui voient le monde différemment, nous intégrons la diversité - au sens le plus large du terme - dans notre façon de gérer l'argent et dans tout ce que nous faisons.

Et tel un ensemble musical, nous aspirons à réunir différents points de vue et diverses perspectives pour produire une mélodie puissante et rassembleuse.



[Contrepoint : l'art d'unir les mélodies]
Photo : Monika Rittershaus.

NOUS N'HÉSITONS PAS À POSER DES QUESTIONS DIFFICILES LORSQUE NOUS GÉRONNS VOTRE ARGENT

Nous aimons vous mettre au défi avec honnêteté et
intégrité, et nous sommes tout autant ouverts à être mis
au défi en retour

Pourquoi ne pas vous joindre au débat ?

#COUNTERPOINT

CONTENU

POUR UNE VIE PLUS ENRICHISSANTE, QUELLE QUE SOIT LA DÉFINITION QUE VOUS LUI DONNEZ	6
2020 : METTRE AU DÉFI LE CONSENSUS	8
COMMENT NOUS VOYONS LE MONDE	10
CINQ QUESTIONS POUR ABORDER UNE ÉPOQUE SANS PRÉCÉDENT	12
LES OPPORTUNITÉS EN 2020	36
UNE APPROCHE ALTERNATIVE DE L'INVESTISSEMENT	64
LA FINALITÉ PLUS LARGE DE LA RICHESSE	70
DIVERSITÉ	76
CINQ RAISONS DE COLLABORER AVEC NOUS	80
NOUS PRENONS LE TEMPS D'ÉCOUTER	82



POUR UNE VIE PLUS
ENRICHISSANTE,
QUELLE QUE SOIT
LA DÉFINITION QUE
VOUS LUI DONNIEZ.

MERCI DE VOUS INTÉRESSER À NOTRE VISION DU MONDE EN 2020.

Permettez-nous, avant d'aborder plus en détail les 12 mois qui attendent les marchés financiers, de prendre un instant pour vous parler de notre banque et de la raison pour laquelle nous avons décidé de passer d'un très grand gestionnaire de fortune à un autre pour bâtir et diriger ce challenger du secteur.

Malgré une présence dans 50 villes européennes, avec des siècles d'héritage collectif et un rayonnement de plus en plus mondial, la taille de notre groupe de gestion privée reste relativement modeste. Même si nous continuons à effectuer d'importants investissements pour étendre notre présence, nous conservons la flexibilité qui va de pair avec notre petite taille - ce que nous considérons comme un atout.

Pourquoi ? Parce que cela nous permet de réduire la complexité, d'innover et de consacrer plus de temps à ce qui compte vraiment : vous et la quête de vos meilleurs intérêts. Notre flexibilité nous permet également de ne pas être freinés par une

infrastructure atonique ou par une incapacité à nous adapter rapidement aux nouveaux besoins et développements de nos marchés.

La prospérité financière - aujourd'hui et pour les générations futures - est toujours une finalité personnelle. En tant qu'organisation axée sur le conseil et qui s'attache à faire croître et protéger votre patrimoine comme si c'était le sien, nous sommes convaincus que notre valeur se mesure à l'impact que nous avons.

Nous bâtissons une banque privée contemporaine. Une banque qui met l'accent sur le relationnel, et non sur le transactionnel. Une banque partenaire capable d'offrir de nouvelles opportunités grâce à un réseau solide, de vous inviter à la réflexion avec honnêteté et intégrité, et qui est tout aussi disposée à ce que vous fassiez de même avec elle. Si nous respectons cela - tout en écoutant attentivement, en nous exprimant loyalement et en offrant un rapport qualité-prix transparent - nous pourrions gagner votre

confiance et rejoindrons le cercle privilégié des partenaires avec qui vous prenez les décisions les plus importantes de votre existence.

Vous proposer une alternative est notre leitmotiv : être la banque privée pour ceux qui voient le monde différemment. Et parce que nous nous investissons personnellement dans le succès à long terme du challenger que nous sommes, nous le faisons de manière entrepreneuriale, en collaborant avec vous dans un esprit de proximité et d'égalité.

En nous concentrant sur vos besoins, nous aspirons à être votre partenaire, présent pour vous aider à investir dans une vie plus enrichissante, quelle que soit la façon dont vous la définissez.

Nous vous souhaitons, ainsi qu'à votre famille, tout le meilleur pour 2020.

Jürg Zeltner
Group CEO

Jakob Stott
CEO, Wealth Management

2020

METTRE AU DÉFI LE CONSENSUS

Au moment où nous envisageons ensemble l'année 2020, peu de choses sont certaines, à l'exception de son caractère bissextile et de incertitude. Malgré la poursuite de la croissance de l'économie, les investisseurs devront faire face à la volatilité des marchés, à la géopolitique et aux niveaux de valorisation des actifs.

Counterpoint remet en question la sagesse conventionnelle et navigue dans l'environnement actuel, ce qui, à nos yeux, mérite votre attention. De l'avis général, les ondes de choc liées aux différentes échéances électorales, les différends commerciaux et la nervosité à l'égard de la fin prochaine du cycle économique devraient encourager une sorte de conservatisme chez les investisseurs. Grâce aux différents contrepoints, nous estimons que les grands pays développés ne tomberont pas en récession en 2020 et que le cycle d'expansion se poursuivra sans relâche, soutenu par une évolution technologique inexorable. Cette expansion monétaire et budgétaire se poursuivra tout au long de 2020, les taux d'intérêt demeurant bas

plus longtemps. Entre-temps, dans le contexte actuel des marchés financiers, les rendements des catégories d'actifs doivent être fortement corrélés. Nombreux sont ceux qui prétendent que les valorisations boursières semblent relativement coûteuses. La majorité des marchés obligataires souverains développés se négocient à des taux nominaux négatifs ou à des rendements négatifs, et les rendements des liquidités sont au mieux négligeables - ou au pire, négatifs.

EST-IL TEMPS D'ADOPTER UNE APPROCHE NOUVELLE ET ALTERNATIVE ?

Dans un monde où les rendements des catégories d'actifs traditionnelles sont moins élevés, il est important



d'envisager d'autres approches. Nous explorerons les solutions de rechange dans notre article de la page 64. L'introduction d'alternatives dans une stratégie d'investissement multi-actifs offre non seulement des sources supplémentaires de revenus potentiels et de croissance, mais peut également aider à protéger la performance lorsque les conditions deviennent particulièrement difficiles sur les marchés traditionnels. Bien gérée, cette classe d'actifs apportera de nouvelles sources de rendement non corrélées et fournir de meilleurs résultats ajustés du risque.

QUEL EST LE BUT DE VOTRE RICHESSE ?

Quel que soit votre environnement d'investissement, nous

pensons qu'il est important d'avoir une réflexion sur ce que « richesse » signifie pour vous. Quel est son objectif ?

L'investissement durable attire l'attention des investisseurs qui cherchent à la fois à obtenir des rendements financiers et à avoir un impact positif. Vous trouverez à la page 70 de plus amples informations sur certaines des opportunités plus larges que de nombreuses personnes envisagent pour organiser leur patrimoine, ainsi que sur notre approche en matière d'investissement durable.

Nous nous engageons à gérer votre portefeuille de placements avec intégrité. Notre processus d'investissement implique d'agir

avec un ensemble commun de valeurs et de croyances, créant une culture où le résultat pour le client est l'essence de notre pensée. Nous vous aiderons à comprendre et à définir votre tolérance au risque et votre horizon temporel afin de bâtir des portefeuilles diversifiés avec des rendements ajustés au risque convaincants. L'équipe d'investissement sera votre partenaire pour mettre au défi le consensus, poser les questions contradictoires et naviguer à travers ces temps incertains. J'espère que vous prendrez plaisir à lire nos perspectives d'investissement pour 2020 et que nous pourrons ensemble faire face avec confiance à la période qui nous attend.

Bill Street
Group Chief Investment Officer

The background is a solid teal color. Several thin, white, curved lines sweep across the frame from the top right towards the bottom left, creating a sense of motion and depth.

COMMENT
NOUS VOYONS
LE MONDE

LES OPPORTUNITÉS QUE NOUS VOYONS EN 2020

1 **ACTIONS**
Les actions montrent encore du potentiel

2 **TITRES OBLIGATAIRES**
Les titres obligataires restent problématiques

3 **ALTERNATIVES**
Chercher des investissements alternatifs pour diversifier votre portefeuille

4 **LIQUIDITÉS**
Les liquidités constituent un frein aux performances

5 **DEVISES**
Les devises présentent des opportunités, mais les risques sont parfois sous-estimés

ÉLECTIONS PRÉSIDENTIELLES AUX USA
Les primaires du Parti démocrate sont loin d'être terminées, et un candidat favorable aux marchés pourrait s'imposer

POLITIQUE MONÉTAIRE
La relance budgétaire constitue la dernière chance

LA GUERRE COMMERCIALE
Les droits de douane auront l'avantage d'accélérer les changements structurels intérieurs et l'innovation des entreprises, ce qui stimulera la croissance à long terme

EUROPE
Grâce à sa diversité, la plus grande zone de libre-échange au monde présente de multiples occasions d'investissement

ÉCONOMIE AMÉRICAINE
Après le plus long cycle de croissance de l'histoire, une récession est attendue aux États-Unis

The background is a solid teal color. Several thin, white, curved lines sweep across the page from the top right towards the bottom left, creating a sense of movement and depth. The text is centered and rendered in a clean, white, sans-serif font.

CINQ QUESTIONS

POUR ABORDER UNE ÉPOQUE
SANS PRÉCÉDENT

Différents signes de tensions économiques se manifestent à travers le monde et les guerres commerciales ne cessent de perturber les marchés financiers. Malgré cela, des occasions continuent de s'offrir aux investisseurs.

Nous posons ci-après les cinq questions que tous les investisseurs devraient, selon nous, se poser à l'approche de 2020. Nous présentons dans un premier temps le point de vue consensuel qui devrait, du moins en théorie, être pleinement intégré dans les cours des valeurs mais, nous bousculons ensuite les idées

reçues par la façon dont nous appréhendons le monde, ce que nous appelons le « contrepoint » car nous superposons les points de vue différents comme le contrepoint musical le fait avec les mélodies.

Nous souhaitons connaître votre avis.

Question 1 :

L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE CONTINUERA-T-ELLE À CROÎTRE ?

Question 2 :

L'EUROPE PEUT-ELLE PROSPÉRER ?

Question 3 :

QUELLE EST L'IMPORTANCE DE LA GUERRE COMMERCIALE MONDIALE ?

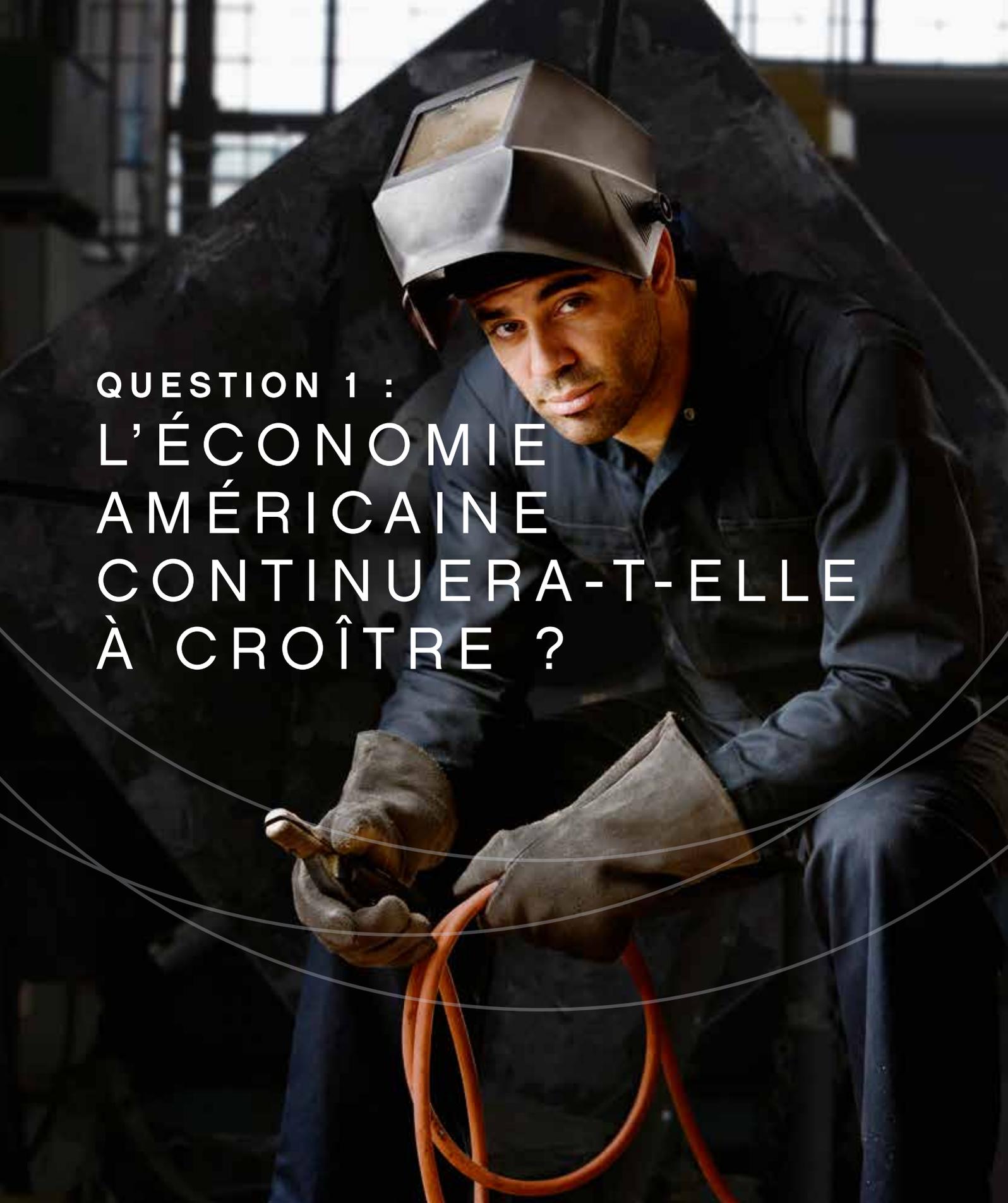
Question 4 :

LA POLITIQUE MONÉTAIRE PEUT-ELLE SOUTENIR LA CROISSANCE MONDIALE ?

Question 5 :

COMMENT LES MARCHÉS RÉAGIRONT-ILS AUX ÉLECTIONS PRÉSIDENTIELLES AMÉRICAINES ?

**Nous aimons nous interroger et nous remettre en question.
Nous vous invitons à vous joindre à nous
#counterpoint**



QUESTION 1 :
L'ÉCONOMIE
AMÉRICAINNE
CONTINUERA-T-ELLE
À CROÎTRE ?

POINT DE VUE CONVENTIONNEL APRÈS LE PLUS LONG CYCLE DE CROISSANCE DE L'HISTOIRE, UNE RÉCESSION EST ATTENDUE AUX ÉTATS-UNIS

Le 2 juillet 2019, l'économie américaine célèbre dix ans de croissance, battant le précédent record établi entre 1991 et 2001 (Fig. 1).

Ces derniers mois, les analyses économiques mondiales se sont avérées contrastées. Dans le même temps, les questions géopolitiques, notamment les tensions commerciales persistantes entre les États-Unis

et la Chine, préoccupent de nombreux économistes et investisseurs.

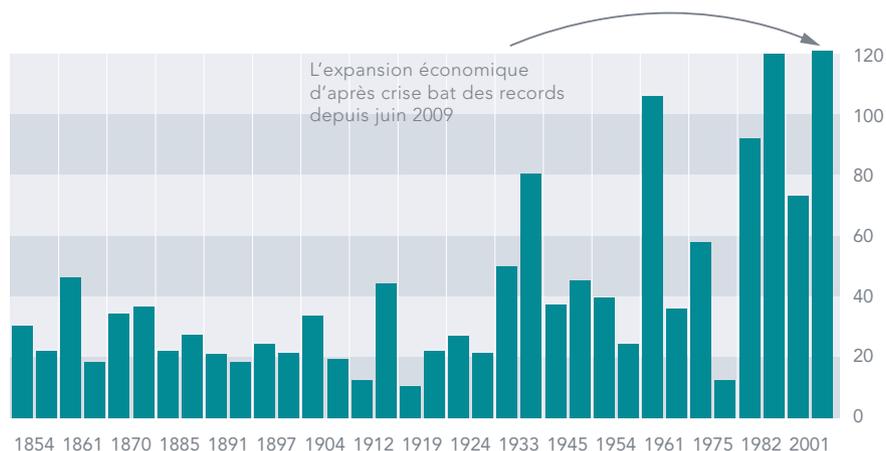
Le taux de croissance mondial a été faible ces dernières années. Selon le US National Bureau of Economic Research, l'économie américaine a affiché un taux de croissance moyen de 4,7 % par an au cours des dix cycles économiques enregistrés entre 1949 et 2007. Mais depuis 2009,

ce taux oscille en moyenne autour de 2,3 %.

Certains investisseurs sont quelque peu déroutés. Par exemple, le lien traditionnel entre emploi et hausse de l'inflation semble avoir disparu, permettant à la Réserve fédérale américaine (Fed) de rester accommodante. D'autres facteurs expliqueraient-ils la situation de l'économie américaine ?

Fig. 1 : L'EXPANSION ÉCONOMIQUE LA PLUS LONGUE DE L'HISTOIRE AMÉRICAINE

Mois cumulés de croissance économique depuis le creux de la récession



Source : NBER © FT

CONTREPOINT

SOUS L'IMPULSION DE L'INNOVATION, DE L'ENTREPRENEURIAT ET DES NOUVELLES TECHNOLOGIES, L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE POURSUIVRA SA CROISSANCE.

La dernière décennie d'expansion économique américaine a permis de panser certaines des blessures infligées par la crise financière mondiale de 2007-2008. En outre, la situation économique reste, à bien des égards, très favorable. Le revenu des ménages a fortement augmenté (Fig. 2) et les prix des actifs ont eux aussi flambé. Les investisseurs ont ainsi pu dégager de solides rendements tant sur les marchés actions que sur les marchés obligataires. Aujourd'hui, la

confiance des consommateurs américains se maintient, avec à la clé de nombreuses possibilités de création d'emploi (Fig. 3) et la perspective d'une approche plus accommodante en matière de politique budgétaire (dépenses publiques et/ou impôts) en cette année d'élection présidentielle.

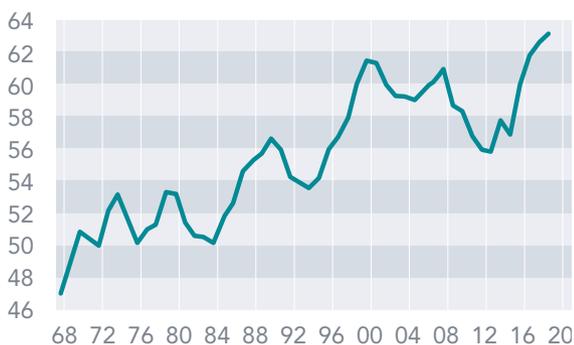
Ces dix dernières années, les investisseurs et les commentateurs économiques ont régulièrement prédit un revirement de fortune. Il en est de même à l'approche de 2020, de nombreuses

préoccupations s'exprimant quant à l'imminence d'une récession.

La principale raison pour laquelle une décennie de prospérité ininterrompue est à ce point rare, c'est qu'elle aurait normalement déjà dû susciter une hausse de l'inflation, contraignant la Fed à relever ses taux d'intérêt.

Le marché de l'emploi américain est tendu, présentant un taux de chômage à son plus bas niveau depuis 50 ans. Les pressions inflationnistes restent modérées,

Fig. 2 : LES REVENUS DES MÉNAGES ATTEignent DE NOUVEAUX SOMMETS
Revenu réel médian des ménages américains



Source : Macrobond, U.S Census Bureau

Fig. 3 : LES EMPLOIS SONT LÉGIION
Offres d'emploi aux États-Unis (moyenne mobile sur 3 mois)



Source : Macrobond

offrant ainsi à la Réserve fédérale une certaine marge de manœuvre et lui permettant d'abaisser encore les taux si nécessaire.

Dans notre premier encadré, nous examinons plus en détail le lien entre technologie et politique

monétaire qui, selon nous, est sous-estimé par la communauté des investisseurs dans son ensemble.

Nous pensons que les importants investissements dans les technologies de l'information aux États-Unis

comme ailleurs laissent entrevoir de vastes possibilités de réduction supplémentaire des coûts et de contraction du secteur tertiaire. Ceci jouera un rôle important dans le maintien de l'expansion américaine à long terme.

ENCADRÉ 1 : QUEL EST L'IMPACT DE L'ÉVOLUTION TECHNOLOGIQUE SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE ?

Le rythme des mutations technologiques s'accélère, en grande partie grâce aux progrès fulgurants des puces à semi-conducteurs spécialisées dans le domaine de l'intelligence artificielle (IA). La vitesse des puces a joué un rôle déterminant dans le phénomène d'investissement dans les technologies de l'information (TI), lui-même à l'origine de la bulle Internet des années 1996-2000. Le cycle des TI actuel dure depuis plus longtemps et ne semble pas près de s'achever.

Le phénomène montre de profondes répercussions sur la politique économique et les marchés financiers. Les dépenses

record consacrées aux TI sont allées de pair avec la faiblesse de l'inflation et la forte création d'emplois. Conséquence : nul besoin pour les banques centrales de craindre un léger fléchissement de la croissance ou à une hausse des pressions sur les prix ou les salaires.

Le déploiement de la technologie 5G constituera une thématique centrale en 2020. Outre les smartphones (la Chine et la Corée du Sud adoptant désormais pleinement cette technologie), elle alimentera des technologies de rupture comme les véhicules autonomes et l'Internet des objets. Les retombées potentielles sont considérables. L'industrie dite « phygital », qui réunit le physique et le numérique grâce à des technologies comme la reconnaissance vocale et le contrôle du mouvement, devrait représenter 700 milliards de dollars par an d'ici 2025.

L'accélération des débits de données sur Internet permettra également d'accélérer la recherche médicale et le développement de méthodes innovantes pour lutter contre le changement climatique. À l'échelle mondiale, le recours croissant aux énergies renouvelables fera également baisser les coûts énergétiques, contribuant ainsi à contenir l'inflation.

QUESTION 2 :
L'EUROPE PEUT-ELLE
PROSPÉRER ?



POINT DE VUE CONVENTIONNEL

TANT QUE SES PROFONDES DIFFICULTÉS STRUCTURELLES N'AURONT PAS ÉTÉ RÉSOLUES, L'EUROPE SUIVRA LA VOIE TRACÉE PAR LE JAPON

De nombreux investisseurs à travers le monde considèrent que l'Europe traverse sa phase de « japonisation ». Les économistes emploient ce terme pour décrire la lutte permanente que mène le Japon contre la déflation et la croissance anémique rencontrée par le pays depuis la fin des années 1980. Cette lutte se caractérise par des mesures de relance monétaire extraordinaires mais inefficaces, les rendements obligataires chutant à mesure que le fardeau de la dette augmente.

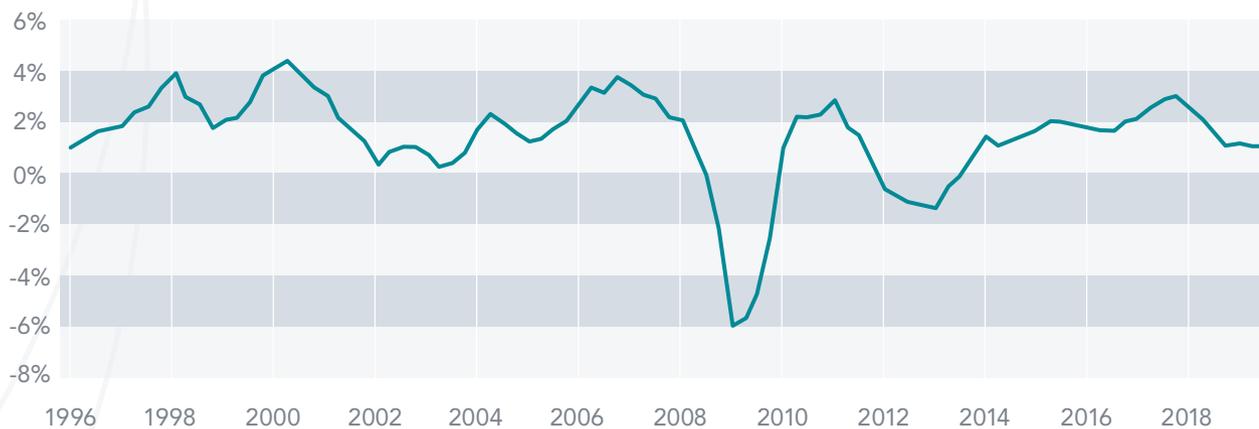
De nombreuses similitudes semblent exister entre le Japon et l'Europe, notamment les baisses récentes des rendements obligataires allemands, le repli des attentes en matière d'inflation à long terme dans la région, la stagnation de la croissance (Fig. 4) et les taux d'intérêt négatifs.

L'Europe éprouve de toute évidence un certain malaise économique. En Allemagne, le secteur manufacturier stagne, les nouveaux droits de douane ont

un impact sur les exportations et le Brexit pèse sur l'économie britannique (voir l'encadré 2). La Banque centrale européenne (BCE) dispose de peu de marge de manœuvre pour réduire davantage les taux. En effet, les autorités monétaires s'interrogent sur l'intérêt économique de telles baisses tandis que les principaux responsables politiques se montrent peu enclins à recourir plus encore aux dépenses publiques.

Fig. 4 : L'EUROPE TRAVERSE UNE PÉRIODE DE FAIBLE CROISSANCE

PIB réel européen, % de variation d'une année à l'autre



Source : Macrobond

CONTREPOINT

GRÂCE À SA DIVERSITÉ, LA PLUS GRANDE ZONE DE LIBRE-ÉCHANGE AU MONDE PRÉSENTE DE MULTIPLES OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT

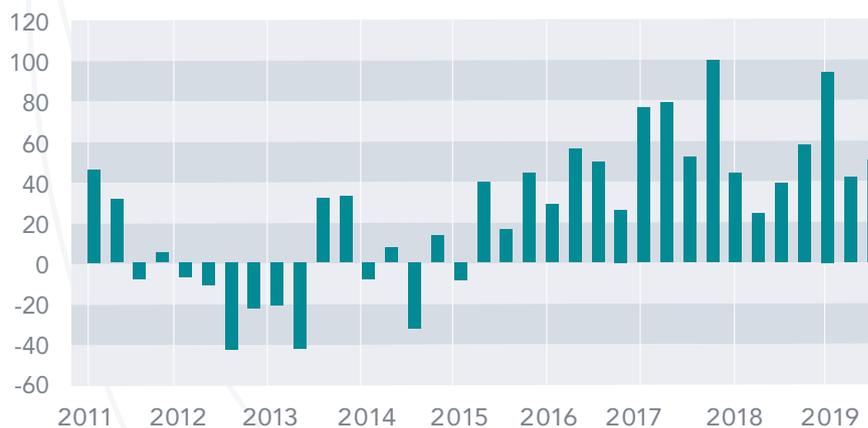
L'économie européenne connaît effectivement des problèmes structurels. Toutefois, ce ne sont pas les mêmes que ceux qui ont freiné la croissance japonaise dans les années 1990 et 2000. Le Japon est confronté à un plus grand défi en raison du vieillissement de sa population. L'immigration en Europe rend l'économie plus flexible. Pour stimuler la reprise, les entreprises japonaises ont dû surmonter certains problèmes peu courants de nos jours, comme la mauvaise gouvernance et les participations croisées. Le marché européen présente une plus faible intensité capitaliste (17 % contre 32 % pour le Japon) sur la base des ratios actifs/employés, revenu net/actifs et revenu net/dépenses d'investissement.

Au-delà des titres anxiogènes, l'Europe présente de bonnes nouvelles. La France enregistre une baisse du chômage (Fig. 5), en partie due aux réformes du marché de l'emploi et au soutien de l'État en faveur des jeunes entreprises. L'investissement dans les droits de propriété intellectuelle a atteint 6 % du PIB, un chiffre supérieur à celui enregistré aux États-Unis (5,1 %). Cette priorité accordée à l'investissement dans les hautes

technologies, si important pour combler l'écart avec les États-Unis et l'Asie, est également manifeste dans des pays comme le Portugal, les Pays-Bas et la Belgique.

L'Allemagne attire elle aussi d'importants fonds de capital-risque dans le domaine des technologies numériques et dispose d'un avantage considérable dans celui de la fintech. La détermination de

Fig. 5 : EN FRANCE, LES RÉFORMES ONT FAIT CHUTER LE CHÔMAGE
France, Variation mensuelle nette de l'emploi dans le secteur privé (en milliers)



Source : Macrobond

Volkswagen à concurrencer les États-Unis et la Chine dans le domaine des véhicules autonomes ne doit pas être sous-estimée. Le fait que Tesla

ait récemment choisi l'Allemagne pour installer sa nouvelle « giga-usine » n'est pas anodin.

Sans nier l'existence des

problèmes, il est peu probable que l'Europe connaisse à plus long terme les décennies de malaise qui ont marqué le Japon.

ENCADRÉ 2 : ROYAUME-UNI/ BREXIT

Ces derniers mois, les données économiques volatiles du Royaume-Uni indiquent un ralentissement indéniable de la croissance. Les incertitudes liées au Brexit ont incontestablement pesé sur les entreprises, comme en témoigne le recul des investissements sur quatre des cinq derniers trimestres.

En revanche, plus encourageant, les dépenses des ménages (composante la plus importante du PIB) sont restées solides, soutenues par un marché de l'emploi vigoureux. Elles ont ainsi soutenu l'économie en termes de revenus réels. Soulignons également que la croissance annuelle des salaires est à son plus haut niveau depuis plus de dix ans.

Le manque de clarté concernant les futures relations commerciales avec l'UE continuera à miner la confiance des entreprises à l'avenir. Le consommateur se retrouve donc comme seul véritable moteur de croissance. Néanmoins, le recul de la confiance des consommateurs et les signes hésitants d'un ralentissement de la croissance de l'emploi semblent ne pas permettre au seul consommateur de stimuler la croissance de façon marquée. Ainsi, en l'absence de mesures de relance décisives, l'économie ne devrait progresser que de 1 à 1,5 % au cours des prochaines années. Une issue favorable au Brexit pourrait, bien entendu, être un catalyseur de hausse des investissements.

La Banque d'Angleterre a signalé à plusieurs reprises sa préférence pour une hausse des taux. Cependant, les incertitudes liées au Brexit font qu'il est peu probable que la politique monétaire évolue de manière significative dans un sens ou dans l'autre.

L'accent sera placé sur la politique budgétaire en tant que vecteur de stimulation de la croissance. L'examen des dépenses publiques pour 2020/2021 annoncé par le Chancelier de l'Échiquier prévoit une hausse de 4,1 % de ces dépenses en valeur réelle, soit la plus forte augmentation depuis 15 ans. Il est probable que les dépenses augmenteront encore davantage au lendemain des élections législatives de décembre 2019. Ces mesures devraient stabiliser la situation à court terme, mais si elles vont trop loin, les marchés feront fléchir la valeur de la livre sterling et des obligations d'État, avec des perspectives beaucoup plus négatives pour les actions et l'économie du pays.

QUESTION 3 :
QUELLE EST
L'IMPORTANCE
DE LA GUERRE
COMMERCIALE
MONDIALE ?



POINT DE VUE CONVENTIONNEL

LA GUERRE COMMERCIALE ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET LA CHINE CONTINUERA DE PESER LOURDEMENT SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

Les tensions persistantes entre les États-Unis et la Chine continuent de dominer l'actualité. La guerre commerciale a été l'un des principaux moteurs de fluctuation des marchés à court terme, et de nombreux observateurs estiment qu'elle sera le facteur le plus

déterminant pour les marchés financiers en 2020.

Selon le Fonds monétaire international (FMI), les incertitudes persistantes suscitées par la guerre commerciale nuisent à l'économie mondiale (Fig. 6). Par rapport à un scénario sans guerre commerciale, le FMI indique que

les dommages infligés au PIB américain pourraient atteindre près de 1,6 % en 2020, et près de 2 % pour le PIB chinois. Pourtant, les marchés ne cessent de se raffermir. Se pourrait-il que les tensions commerciales provoquent beaucoup d'agitation, mais que leur importance soit négligeable à long terme ?

Fig. 6 : LA CONFIANCE EN BERNE DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER AU NIVEAU MONDIAL

J.P. Morgan Global Manufacturing Purchasing Managers Index (PMI)



Source : Bloomberg

CONTREPOINT

LES DROITS DE DOUANE AURONT L'AVANTAGE D'ACCÉLÉRER LES CHANGEMENTS STRUCTURELS INTÉRIEURS ET L'INNOVATION DES ENTREPRISES, CE QUI STIMULERA LA CROISSANCE À LONG TERME

Ne vous méprenez pas sur notre raisonnement : il est indéniable que la guerre commerciale menée par les Présidents Trump et Xi constitue un risque potentiel majeur pour l'économie mondiale. Les discussions ont eu un impact négatif sur la confiance des industriels à travers le monde. Il est toutefois primordial de noter que, malgré l'agitation et les tweets, les marchés d'actions ont atteint des sommets record en 2019. Dans le même temps, les actions chinoises n'ont jamais été aussi prisées par les investisseurs étrangers. (Fig. 7).

Ce phénomène peut être attribué en partie aux mesures de politique monétaire compensatoires, en particulier à l'assouplissement des politiques monétaires qui n'aurait pas vu le jour sans ces conflits commerciaux. Mais il reflète également un changement structurel important en faveur des services. En Chine, par exemple, les pertes d'emplois dans le secteur manufacturier ont été facilement absorbées par l'expansion de secteurs à forte croissance comme le commerce électronique, le divertissement numérique, la santé et l'éducation. Au Japon, autre pays perçu comme frappé de plein fouet par la guerre commerciale,

Fig. 7 : LES ACTIONS CHINOISES CONTINUENT D'ATTIRER LES INVESTISSEURS ÉTRANGERS

Actions chinoises détenues par des étrangers, RMB TN



Source : Macrobond

l'impact a été en partie compensé par l'essor du secteur des services d'information, notamment la programmation informatique et le traitement des données.

Il arrive que, les conflits commerciaux accélèrent la réaffectation des ressources au détriment des marchés de produits qui ont nui à la croissance économique ces dernières années. Ils reflètent ainsi des changements structurels de la demande du consommateur. Le meilleur exemple de ce phénomène est sans doute celui du marché automobile, dont la forte contraction des ventes a contribué au ralentissement de la croissance mondiale.

A plus long terme, les conflits commerciaux pourraient amener les fabricants à prendre conscience des avantages que présente une plus grande proximité des sites de production. Cela leur permettrait de réaliser d'importantes économies en adoptant de nouvelles technologies comme l'impression 3D.

Les perspectives économiques des pays extérieurs aux États-Unis et à l'Europe dépendent sans doute davantage de facteurs intérieurs que de la guerre commerciale. En Chine, les autorités sont en proie à une croissance excessive du crédit. L'activité bancaire parallèle a été durement touchée, ce qui a entraîné un net ralentissement

de la production industrielle et une chute des prix. Toutefois, la Chine jouit d'une certaine latitude en termes de relance monétaire et budgétaire. Dès lors nous pensons qu'elle continuera à avoir recours à ces mesures avec la modération dont elle est coutumière.

Les perspectives économiques des pays extérieurs aux États-Unis et à l'Europe dépendent sans doute davantage de facteurs intérieurs que de la guerre commerciale. En Chine, les autorités sont en proie à une croissance excessive du crédit (Fig. 8). L'activité bancaire parallèle a été durement touchée, ce qui a entraîné un net ralentissement de la production industrielle (Fig. 9)

et une chute des prix. Toutefois, la Chine jouit d'une certaine latitude en termes de relance monétaire et budgétaire. Nous pensons qu'elle continuera à avoir recours à ces mesures avec la modération dont elle est coutumière.

La contraction du commerce mondial a également eu des répercussions sur les dix États membres de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ANASE), dont Singapour et la Corée du Sud. Toutefois certains pays comme le Vietnam, tirent profit de la délocalisation des entreprises précédemment installées en Chine. Ailleurs, de l'Amérique latine à l'Europe centrale en passant par l'Afrique, les prix des

matières premières revêtent une importance croissante. De ce fait, la probabilité d'une baisse des prix du pétrole et des produits agricoles apparaît comme un motif d'optimisme.

Au final, nous pensons que les discours belliqueux concernant les échanges commerciaux se poursuivront, en particulier durant la campagne électorale américaine. Cependant, même s'ils risquent d'alimenter la une des médias, d'accroître la volatilité et d'affaiblir les indicateurs de confiance, leur impact sur les économies et la croissance doit être beaucoup plus nuancé.

Fig. 8 : LES PROBLÈMES DE LA CHINE SONT INTERNES I

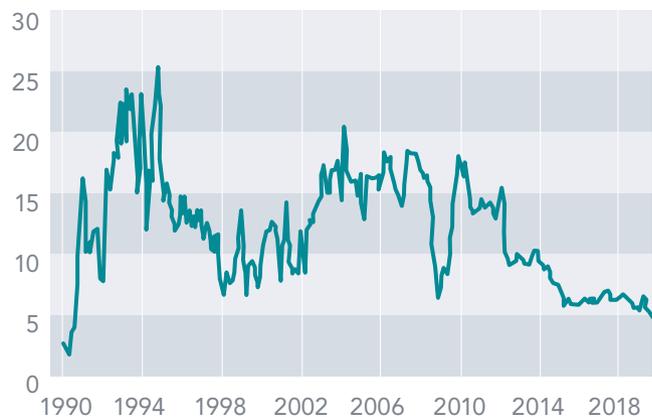
Chine, endettement des ménages en % du PIB



Source : BIS

Fig. 9 : LES PROBLÈMES DE LA CHINE SONT INTERNES II

Chine, évolution de la production industrielle, moyenne mobile sur 3 mois



Source : Macrobond

QUESTION 4 :
LA POLITIQUE
MONÉTAIRE
PEUT-ELLE
SOUTENIR LA
CROISSANCE
MONDIALE ?



POINT DE VUE CONVENTIONNEL

LES BANQUES CENTRALES SONT À COURT D'OPTIONS POUR SOUTENIR L'ÉCONOMIE MONDIALE

Lorsque les banques centrales prennent la parole, les marchés ont tendance à les écouter. Avec des taux d'intérêt aussi bas, les banques centrales sont à court d'options pour stimuler l'économie du pays auquel elles sont rattachées. En outre, leur indépendance est menacée par les politiciens populistes. Aux États-Unis, les tentatives du président Trump d'influencer la Fed se font davantage par le biais de Twitter que par celui d'arguments économiques traditionnels.

La monnaie unique européenne repose sur l'idée d'exporter le contrôle budgétaire et la crédibilité de la banque centrale allemande à travers l'Europe. Une nouvelle approche de la

politique monétaire se profile-t-elle du fait que la Fed et la BCE ne sont plus dirigées par des économistes?

L'ère de la domination des banques centrales à l'échelle mondiale qui a débuté sans doute le 15 août 1971 lorsque le président américain Nixon annonça la fin de la convertibilité du dollar en or, touche à sa fin. La question est particulièrement importante en Europe où les taux d'intérêt bas ou négatifs ne procurent aux banques centrales que très peu de munitions pour parer à un choc économique ou à une période de turbulences sur les marchés. En outre, les effets des mesures de relance monétaire actuelles s'atténuent, en particulier en ce qui concerne

leur capacité à stimuler le crédit aux entreprises.

L'ancien président de la BCE Mario Draghi s'était engagé à « mettre tout en œuvre » pour ce faire, lançant l'idée d'un « assouplissement quantitatif perpétuel » lors de sa dernière réunion (20 milliards d'euros d'achats d'obligations par mois). Christine Lagarde, qui lui succède, ne dispose sans doute pas d'une grande marge de manœuvre. En outre, toute velléité de réduction supplémentaire des taux d'intérêt se heurtera vraisemblablement à des résistances et à la colère grandissante de la population face à ce qu'elle considère comme une confiscation monétaire de l'épargne.

CONTREPOINT LA RELANCE BUDGÉTAIRE CONSTITUE LA DERNIÈRE CHANCE

Mme Lagarde pourrait décider de privilégier la politique budgétaire, incitant les États à investir dans les infrastructures et, en particulier, les technologies vertes.

À première vue, un assouplissement de la politique budgétaire européenne ne devrait pas prêter à controverse. L'inflation sous-jacente reste bien en deçà de l'objectif de 2 % fixé par la BCE et les finances publiques, notamment en

Allemagne où un excédent budgétaire de 60 milliards d'euros (1,8 % du PIB) a été enregistré en 2018 (Fig. 10) sont plutôt saines.

La politique budgétaire pourrait être un outil puissant. Toutefois, comme toujours en Europe, les pays affichent d'importantes divergences d'opinion qui traduisent des différences culturelles profondément enracinées sur les questions d'équité entre générations

et du rôle de l'État dans la société. Contrairement aux États-Unis où l'on est fermement convaincu que la relance par le déficit budgétaire permet de stimuler la croissance, les pays qui forment le noyau de la zone euro estiment que la hausse des dépenses publiques est compensée par une augmentation de l'épargne personnelle, les contribuables se préparant à faire face à l'inévitable hausse future des impôts.

Fig. 10 : LES FINANCES ALLEMANDES SONT EN BONNE SANTÉ
Déficit/excédent budgétaire public allemand, % PIB



Source : Macrobond

Dans la pratique, l'argent bon marché permet aux gouvernements de dépenser plus et d'emprunter moins cher (Fig.11), mais les gouvernements devront réfléchir à la façon de réduire le fardeau de leur dette. Tout compte fait, il existe trois options pour s'attaquer à un problème d'endettement : l'inflation, l'austérité ou la croissance. L'inflation est risquée car elle peut devenir difficile à contrôler. Les dix dernières années ont montré

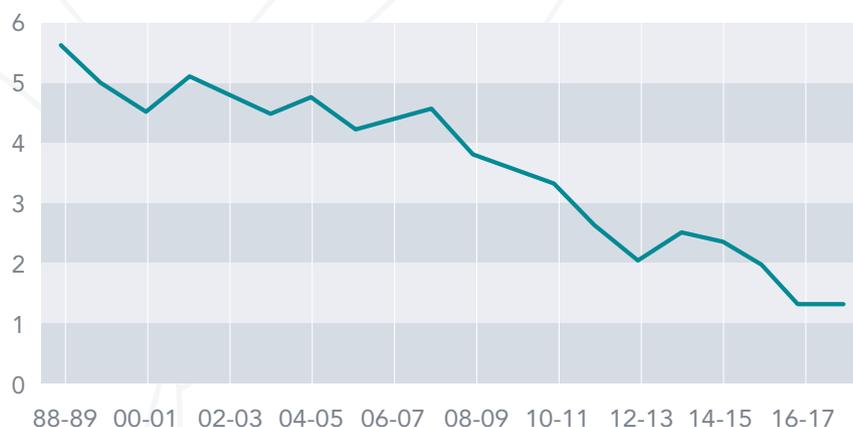
que l'austérité ne fonctionne pas et favorise la montée des gouvernements populistes. La croissance est la meilleure solution mais elle prend du temps, d'où l'importance de maintenir les taux bas plus longtemps.

Aujourd'hui, il existe un grand contraste entre la capacité et la volonté des gouvernements d'accroître leurs emprunts. Des pays, comme l'Allemagne, peuvent et devraient utiliser des

mesures de relance fiscale mais ne le veulent pas. À l'inverse, certains pays tels que les États-Unis veulent augmenter leurs dépenses mais ne le devraient probablement pas. Néanmoins, l'OCDE note que les pays développés n'ont consacré que 1,7 % de leur PIB combiné à la dette en 2019, ce qui est le plus bas niveau depuis 1975 et en baisse par rapport au sommet de 3,9 % atteint au milieu des années 1990. Ceci n'échappera pas aux politiciens !

Fig. 11 : FAIBLE COÛT D'EMPRUNT

Rendement moyen de l'émission de titres d'emprunt du gouvernement du Royaume-Uni



Source : Debt Management Office

QUESTION 5 :
COMMENT LES
MARCHÉS
RÉAGIRONT-ILS
AUX ÉLECTIONS
PRÉSIDENTIELLES
AMÉRICAINES ?





POINT DE VUE CONVENTIONNEL
L'ÉMERGENCE DE CANDIDATS POPULISTES, NOTAMMENT À GAUCHE, MENACE LA STABILITÉ DES MARCHÉS

Depuis le référendum sur le Brexit au Royaume-Uni et la victoire de Donald Trump aux élections présidentielles américaines de 2016, de nombreux commentateurs politiques peinent à comprendre l'évolution du paradigme politique. Face à la montée des partis anti-système à

travers l'Europe, l'effondrement progressif de la politique centriste semble inévitable. Les partis politiques traditionnels ont soit négligé le problème dans l'espoir qu'il disparaisse, soit tenté d'imiter les extrêmes. Ces stratégies n'ont pas réussi à endiguer la vague de populisme. Les marchés financiers ont

jusqu'à présent réussi à éluder ces bouleversements politiques. Pourront-ils continuer à le faire en 2020, surtout si la très à gauche candidate très à gauche Elizabeth Warren remporte les élections présidentielles américaines l'an prochain ?

CONTREPOINT

LES PRIMAIRES DU PARTI DÉMOCRATE SONT LOIN D'ÊTRE TERMINÉES, ET UN CANDIDAT FAVORABLE AUX MARCHÉS POURRAIT S'IMPOSER

En ces temps agités, il n'est pas avisé de se fier aux sondages d'opinion pour établir des pronostics politiques. Le résultat des élections américaines s'annonce très serré. Les Démocrates pourraient remporter le vote populaire face à Donald Trump, le très probable candidat Républicain. Le fait que les Démocrates remportent ou non la Maison-Blanche dépendra de leur choix de candidat(e). Pour réussir, celui ou celle-ci devra l'emporter dans des « swing states » comme le Michigan, le Wisconsin, la

Pennsylvanie et la Floride en attirant les Démocrates modérés tout en mobilisant son électorat traditionnel.

Contrairement à une réélection de Trump ou à la victoire d'un Démocrate modéré, la présidence d'un Démocrate anti-business comme Elizabeth Warren ou Bernie Sanders nuirait aux marchés boursiers. Ces candidats ayant par exemple placé les secteurs de la santé, des technologies, de l'énergie et de la banque au cœur de

leurs priorités. À l'heure où nous rédigeons ces lignes, Elizabeth Warren et Joe Biden sont en tête des sondages.

Toutefois, la course à l'investiture démocrate est extrêmement agitée, notamment avec l'entrée en lice tardive de Deval Patrick, ancien gouverneur du Massachusetts, et du milliardaire Michael Bloomberg. Historiquement, les Démocrates ont eu de meilleures chances de remporter la présidence lorsqu'un outsider, plutôt qu'un

favori, atteignait la phase finale. À cet égard, Pete Buttigieg pourrait constituer une alternative modérée plus attrayante aux candidats d'extrême gauche et une alternative plus dynamique à Joe Biden. Pete Buttigieg se montre très critique à l'égard de la politique étrangère du président Trump et se dit favorable à des politiques environnementales plus agressives. Il propose ainsi de doubler la production d'électricité propre d'ici 2025 et de mettre en œuvre une nouvelle politique fiscale pour

contraindre les entreprises à adopter des technologies vertes. Son programme est plus favorable aux entreprises et rappelle qu'il a travaillé en étroite collaboration avec le secteur privé pendant ses deux mandats de maire de South Bend, dans l'Indiana. Sa candidature à la présidence, si elle continue à prendre de l'ampleur, serait beaucoup plus favorable aux marchés.

On nous demande souvent ce qui changerait si le président Trump perdait les élections.

De toute évidence, sa nature imprévisible disparaîtrait. Les États-Unis pourraient également opérer un revirement souhaitable en ce qui concerne le changement climatique. En revanche, l'approche adoptée par M. Trump à l'égard de la Chine devrait persister dans la mesure où la fermeté dans ce domaine continue de faire l'unanimité au sein des deux partis. Néanmoins, un style moins combatif serait de nature à renforcer la confiance des entreprises.

OPPORTUNITÉS EN 2020

34

Counterpoint 2020

ALLOCATIONS

D'ACTIFS

TABLEAU DE BORD

2020

 Positif

 Négatif

 Neutre

 Neutre avec
biais positif

 Neutre avec
biais prudent

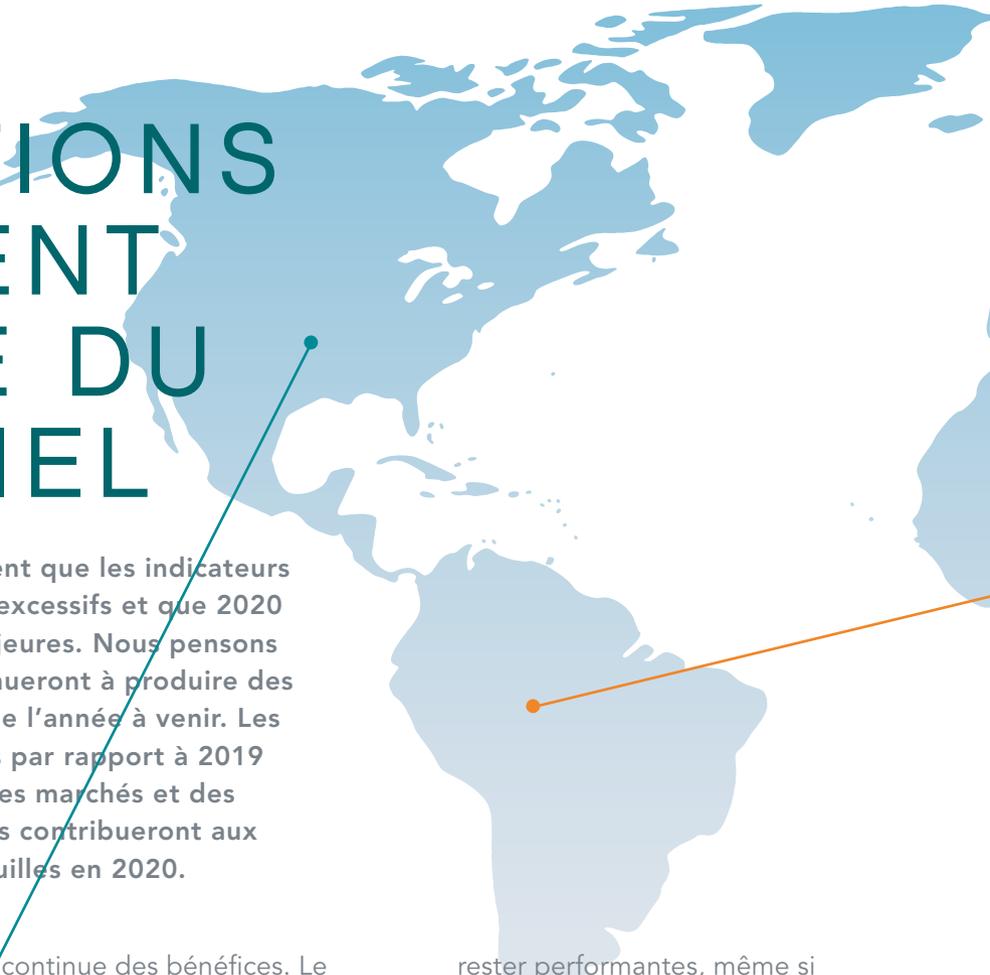
INVESTMENT VIEWS	COURT TERME	LONG TERME
ACTIONS		
Régions	N ⁺	N
USA	+	+
Europe	N	-
Japon	N	N
Marchés émergents	N	+
Secteurs		
TI	+	+
Santé	+	N
Pétrole et gaz	-	N ⁻
OBLIGATIONS		
DETTES SOUVRAINES	-	N ⁻
USA	-	N
Europe	N	+
UK	-	-
UK	N ⁻	N ⁻
DETTES EMERGENTES LOCALES	+	+
DETTES D'ENTREPRISE		
Qualité Investment Grade	N	N
Haut rendement	+	N ⁺
DEVISES		
EUR/USD	N ⁻	N
GBP/USD	+	N
USD/JPY	-	N
ALTERNATIVES		
Or	+	+
Market Neutral	+	+
Global Macro	+	+
LIQUIDITÉS		
	-	-



**OPPORTUNITÉS
EN 2020
ACTIONS**



LES ACTIONS MONTRENT ENCORE DU POTENTIEL



De nombreux observateurs estiment que les indicateurs de valorisation traditionnels sont excessifs et que 2020 sera une année de corrections majeures. Nous pensons au contraire que les actions continueront à produire des performances positives au cours de l'année à venir. Les gains seront probablement limités par rapport à 2019 en raison du regain de volatilité des marchés et des incertitudes géopolitiques, mais ils contribueront aux performances totales des portefeuilles en 2020.

RÉGIONS

Les États-Unis offrent de belles perspectives : POSITIF

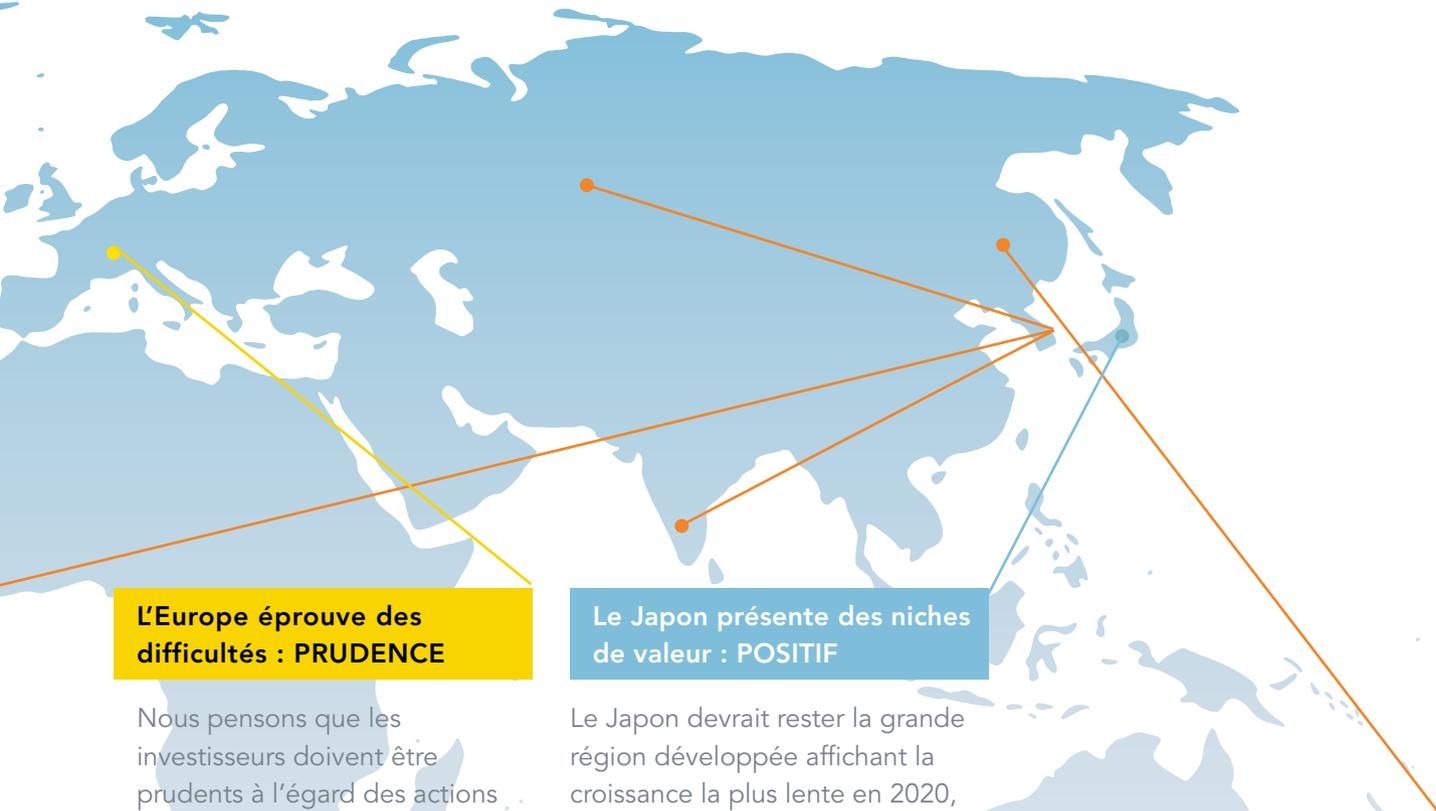
Malgré de solides performances en 2019, les flux des marchés actions ont été historiquement faibles par rapport à ceux du marché obligataire, de nombreux investisseurs ayant positionné leurs portefeuilles de manière défensive.

En 2020, nous estimons que le marché actions américain sera l'une des destinations les plus prisées des investisseurs. Nous prévoyons des gains d'environ 8 %, soutenus par une croissance

continue des bénéfices. Le pays, dont l'économie est l'une des plus dynamiques et des plus souples au monde, devrait bénéficier du soutien de la Fed et d'un allègement potentiel de la pression fiscale sur la classe moyenne. Les entreprises qui poursuivent leurs vastes opérations de rachat d'actions pourraient faire grimper les cours, bénéficiant de l'aide supplémentaire des géants de la technologie qui dominent le marché.

Dans la mesure où nous anticipons le maintien des taux d'intérêt à un niveau bas, les actions américaines devraient

rester performantes, même si la croissance des bénéfices est inférieure à nos prévisions. À l'heure actuelle, l'écart entre le rendement des bénéfices des entreprises du S&P 500 et celui des bons du Trésor à 10 ans correspond à la moyenne quinquennale de près de 4 %, mais il est supérieur à la moyenne d'environ 3 % affichée ces 20 dernières années. Les investisseurs seront dès lors attirés par l'écart de rendement, entraînant un retour vers la différence à long terme. Cela représentera une augmentation significative des cours des actions.



L'Europe éprouve des difficultés : PRUDENCE

Nous pensons que les investisseurs doivent être prudents à l'égard des actions européennes par rapport à d'autres régions. L'économie européenne souffre d'un taux de croissance anémique et fait face à de nombreux défis structurels et politiques non résolus, du Brexit à l'incertitude persistante en Italie. Parallèlement, la BCE dispose d'une marge de manœuvre limitée pour recourir à la politique monétaire afin de stimuler l'activité économique. Quant aux appels en faveur de la prise de mesures budgétaires, ils restent controversés. Bien que nous restions prudents vis-à-vis de la région dans son ensemble, nous pensons que des opportunités sélectives s'y présenteront parmi les titres de valeur, notamment dans les secteurs financier et technologique.

Le Japon présente des niches de valeur : POSITIF

Le Japon devrait rester la grande région développée affichant la croissance la plus lente en 2020, essentiellement en raison de la baisse de la population en âge de travailler et des risques persistants que les conflits commerciaux font planer sur les exportations. Des motifs d'optimisme existent néanmoins. Les dépenses de consommation devraient se redresser après la hausse de la TVA introduite l'an passé. De son côté, la Banque du Japon s'est engagée à soutenir l'économie et à améliorer les normes de gouvernance des entreprises. Les actions japonaises ont perdu les faveurs des investisseurs internationaux et les cours sont inférieurs à leurs moyennes à long terme sur divers indicateurs de valeur. Pourtant, leurs marges bénéficiaires ont le plus augmenté en valeur relative par rapport à d'autres régions.

Les marchés émergents offrent des opportunités sélectives : POSITIF

Les marchés émergents sont exposés aux risques d'un ralentissement de la croissance mondiale, de tensions dans les négociations commerciales et d'incertitude politique. Toutefois, la Chine continue d'ouvrir ses marchés aux investisseurs étrangers, créant ainsi des opportunités d'investissement dans certaines des entreprises les plus dynamiques de la planète en termes de croissance. Le marché indien semble relativement solide et l'Europe de l'Est paraît stable. Les valorisations globales sont attrayantes et les prévisions de croissance des bénéfices de 14 % en 2020 raisonnables.

THÉMATIQUES



TI – « L'INFORMATIQUE DE CONSOMMATION COURANTE » : POSITIF

Le secteur des TI semble avoir une dimension « éternelle » et les investisseurs le considèrent comme le nouveau secteur des « biens de consommation courante ». Ce secteur, que nous appelons secteur de « l'informatique de consommation courante », affiche des performances solides. Il se montre moins sensible aux fluctuations de l'économie et

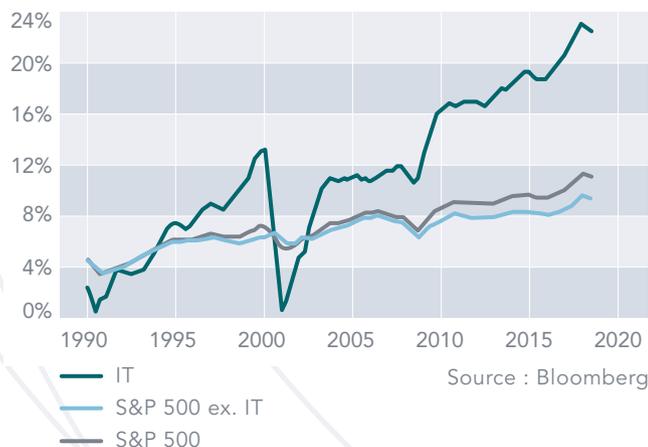
offre une belle résistance aux ralentissements économiques. Dans l'ensemble, il s'agit actuellement d'un des secteurs les moins volatils en raison de la stabilité de la demande sous-jacente et de la nécessité de mettre à niveau les équipements.

Ce secteur offre une résistance extraordinaire et une croissance à deux chiffres assortie de

marges impressionnantes. Même si le Congrès américain prévoit d'affaiblir le « pouvoir » de géants comme Facebook et Alphabet (maison-mère de Google), ces entreprises sont généralement très bien gérées et attirent facilement les talents. Nous estimons que les investisseurs devraient structurellement surpondérer ce secteur.

Fig. 12 : LES MARGES DE L'IT SONT 2 X CELLES DE S&P

Les marges des bénéfices nets ajustés S&P 500 au quatre trimestres roulants





SANTÉ : POSITIF

Le secteur de la santé bénéficie de moteurs de croissance structurels (Fig. 14) allant du vieillissement de la population (Fig. 13) au traitement accru des pathologies au sein d'une classe moyenne en plein essor, notamment en Asie. Les grandes sociétés pharmaceutiques ont gagné en productivité grâce à des viviers de projets internes novateurs. Elles prennent davantage de risques dans la recherche et le développement de nouveaux médicaments révolutionnaires plutôt que dans l'amélioration progressive des traitements.

Elles disposent en outre des ressources financières nécessaires



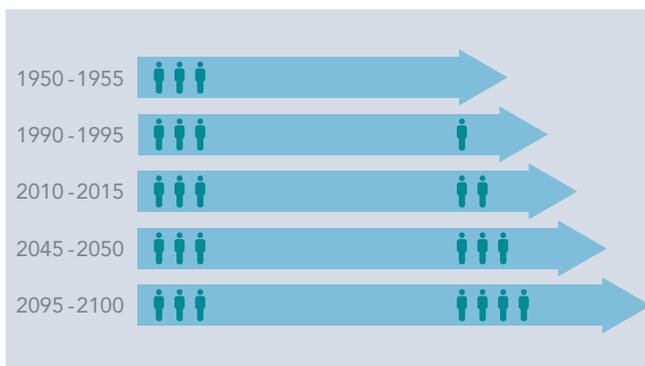
pour acquérir toute technologie de rupture significative une fois ses preuves faites. Celle-ci peut ensuite être monétisée via leurs plateformes de distribution et venir renforcer leurs perspectives de croissance future.

La performance du secteur a été freinée par le scrutin présidentiel américain de 2020, la santé restant un sujet de conflit majeur. La proposition de réforme des Démocrates baptisée « Medicare for

All » (l'assurance-maladie pour tous) semble constituer une menace. Cependant, nous pensons qu'elle sera très difficile à mettre en œuvre dans la mesure où il faudrait que les dépenses de santé fédérales augmentent de plus de 800 % par an pour que le programme voie le jour. Dans l'ensemble, nous estimons que les valorisations dans le secteur de la santé sont attrayantes du fait de la croissance innovante et défensive qu'offre ce secteur.

Fig. 13 : L'ESPÉRANCE DE VIE PROGRESSE À TRAVERS LE MONDE

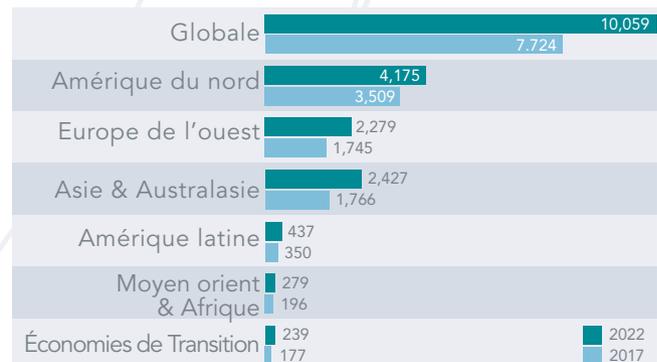
Espérance de vie estimée à la naissance



Source : United Nations Department of Economic and Social Affairs

Fig. 14 : LES DÉPENSES DE SANTÉ DEVRAIENT AUGMENTER

Dépenses de santé en 2017 et dépenses prévues en 2022



Source : Deloitte




ACTIONS PRODUCTRICES DE DIVIDENDES EN EUROPE : POSITIF

Les actions européennes productrices de dividendes élevés constituent un segment attrayant du marché dans un monde marqué par de faibles taux d'intérêt à long terme (Fig. 15) et par une stabilisation de la croissance économique. Nous privilégions les entreprises dont les bilans sont solides et les dividendes durables.

L'écart de valorisation entre les

obligations et les actions se maintient et ne semble pas s'être resserré. Compte tenu du contexte de taux d'intérêt faibles à négatifs qui devrait prévaloir en 2020, mais aussi du fait que les rendements des dividendes ont, même aux États-Unis, dépassé ceux des bons du Trésor à 10 ans, nous anticipons des sorties de capitaux depuis les obligations vers les actions productrices de dividendes élevés. Les investisseurs poursuivront

ainsi leur quête de rendement. À l'échelle mondiale, environ 1 100 actions offrent des rendements de dividende supérieurs de plus de 300 % à ceux des obligations d'État internationales. Ceci a incité les fonds de pension et les fondations à modifier leurs stratégies de placement. Les titres d'entreprises dont les bilans sont de grande qualité avec les dividendes élevés et durables en profiteront le plus.

Fig. 15 : LES ACTIONS OFFRENT DE MEILLEURS RENDEMENTS QUE LES OBLIGATIONS

Rendement de dividende européen (MSCI) vs. rendement du Bund allemand





VALEUR : POSITIF

La valeur est un terme employé pour décrire des placements dans lesquels les actifs de la société sous-jacente semblent sous-évalués par le marché. Autrement dit, ils sont bon marché. Cette approche offre à votre allocation en actions une autre source de performance basée sur l'erreur de valorisation du marché par rapport à la valeur réelle des actions de l'entreprise.

Au regard de la plupart des indicateurs, les titres de valeur se négocient actuellement à leurs cours les plus bas par rapport au marché en général depuis une génération. Dans la mesure où la croissance mondiale continue de progresser, les placements axés sur la valeur devraient procurer des occasions significatives aux investisseurs (Fig. 16).

Fig. 16 : LARGE DISPERSION DE VALEUR ENTRE LES ACTIONS LES PLUS CHÈRES ET LES MOINS CHÈRES

Dispersion des titres des marchés développés selon le ration cours/valeur comptable



Source : Sanford C. Bernstein & Co., Pzena analysis

PÉTROLE ET GAZ : NÉGATIF

L'avantage concurrentiel du pétrole reposait jusqu'ici sur son coût, sa facilité de transport et son importance pour le moteur à explosion. Le pétrole a déjà perdu du terrain au profit de combustibles moins chers, comme le gaz naturel, tant pour le chauffage que la production d'électricité, et sa domination dans le secteur des transports est malmenée.

Le transport représente environ 50 % de la demande mondiale de pétrole. Toutefois, face au développement continu et à la montée en puissance de la technologie des batteries électriques, cette demande va diminuer (Fig. 17). Les véhicules électriques apportent des solutions moins coûteuses, plus propres et plus durables aux besoins mondiaux de transport à long terme. Le coût marginal de production d'un baril de pétrole est d'environ 25 à 35 dollars. Si l'on tient compte des

coûts d'investissement liés aux véhicules électriques, le prix du baril devrait être inférieur à 20 dollars pour être compétitif.

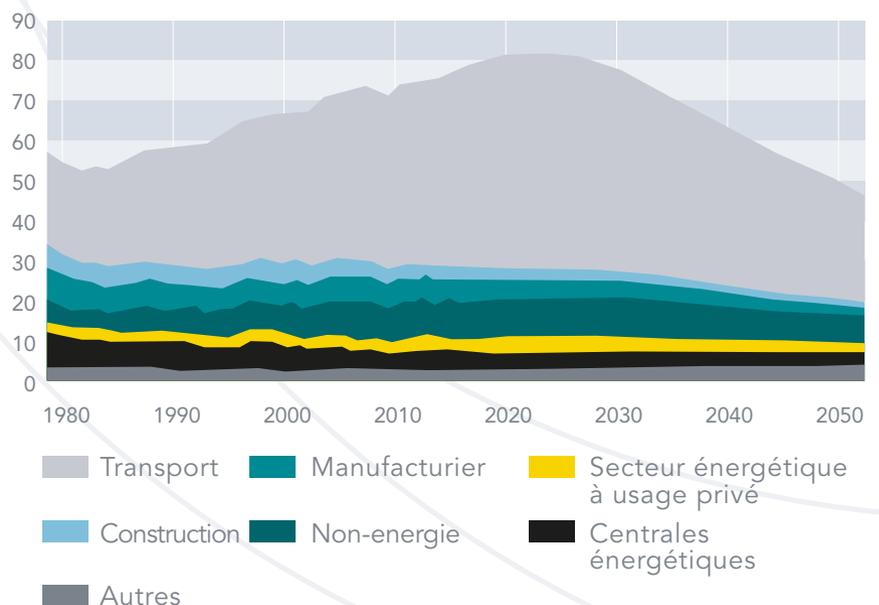
Les analystes semblent relativement complaisants, estimant que le prix du pétrole ne sera pas perturbé au cours de cette décennie. Compte tenu de l'avantage économique que présente le changement de combustible pour les gros utilisateurs, la demande de pétrole devrait fléchir plus tôt

que prévu. Alors que le fonds souverain norvégien vend tous ses actifs pétroliers et que l'Arabie Saoudite envisage l'introduction en Bourse d'AramCo, les initiés semblent afficher leur point de vue sur les perspectives du pétrole.

Une certaine volatilité est à prévoir, mais la fin du voyage semble aussi inévitable que nécessaire, tant pour la croissance économique que pour la pérennité de la planète.

Fig. 17 : DEMANDE DE PÉTROLE ATTENDUE À LA BAISSÉ

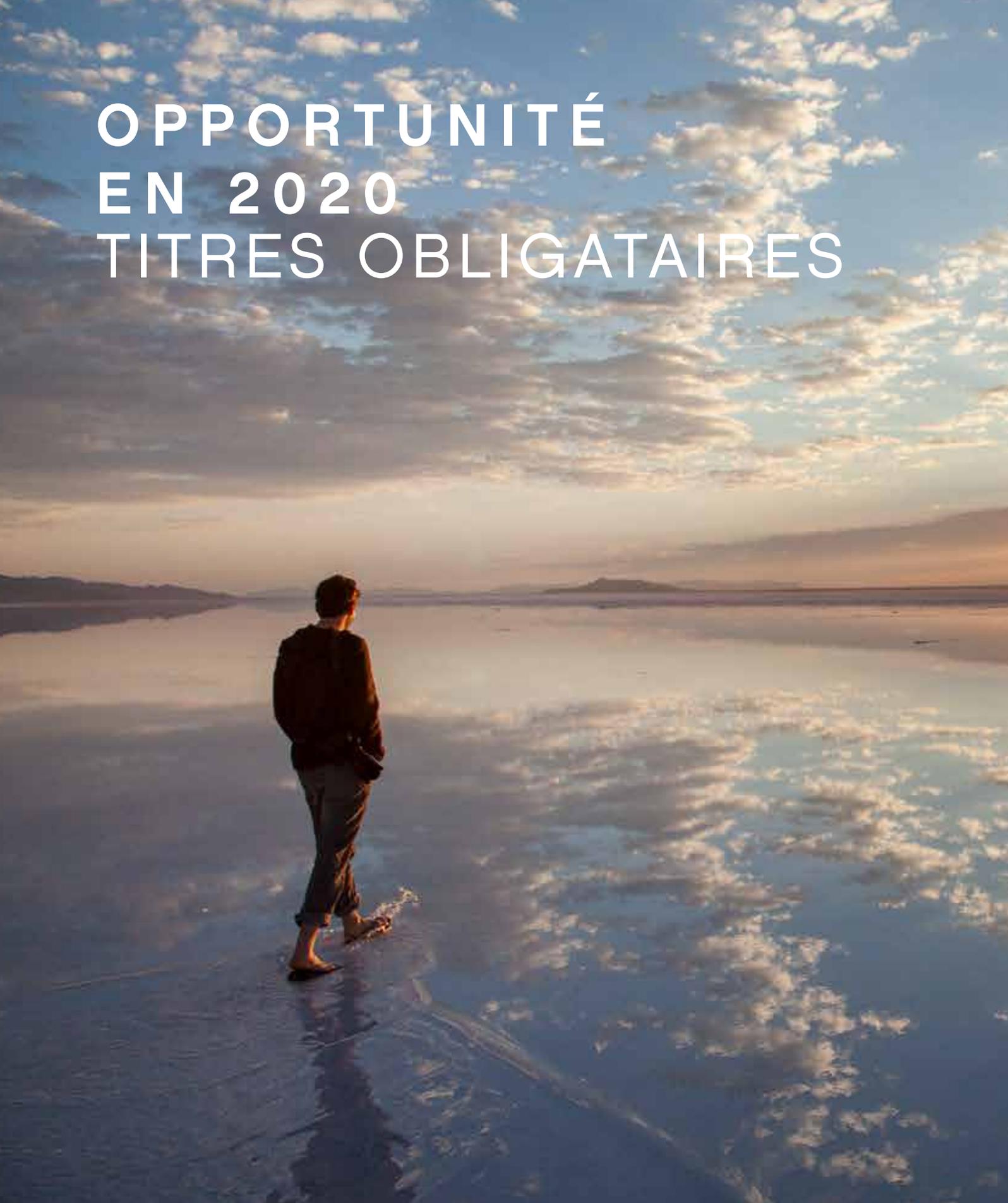
Demande mondiale de pétrole par secteur, en millions de barils par jour

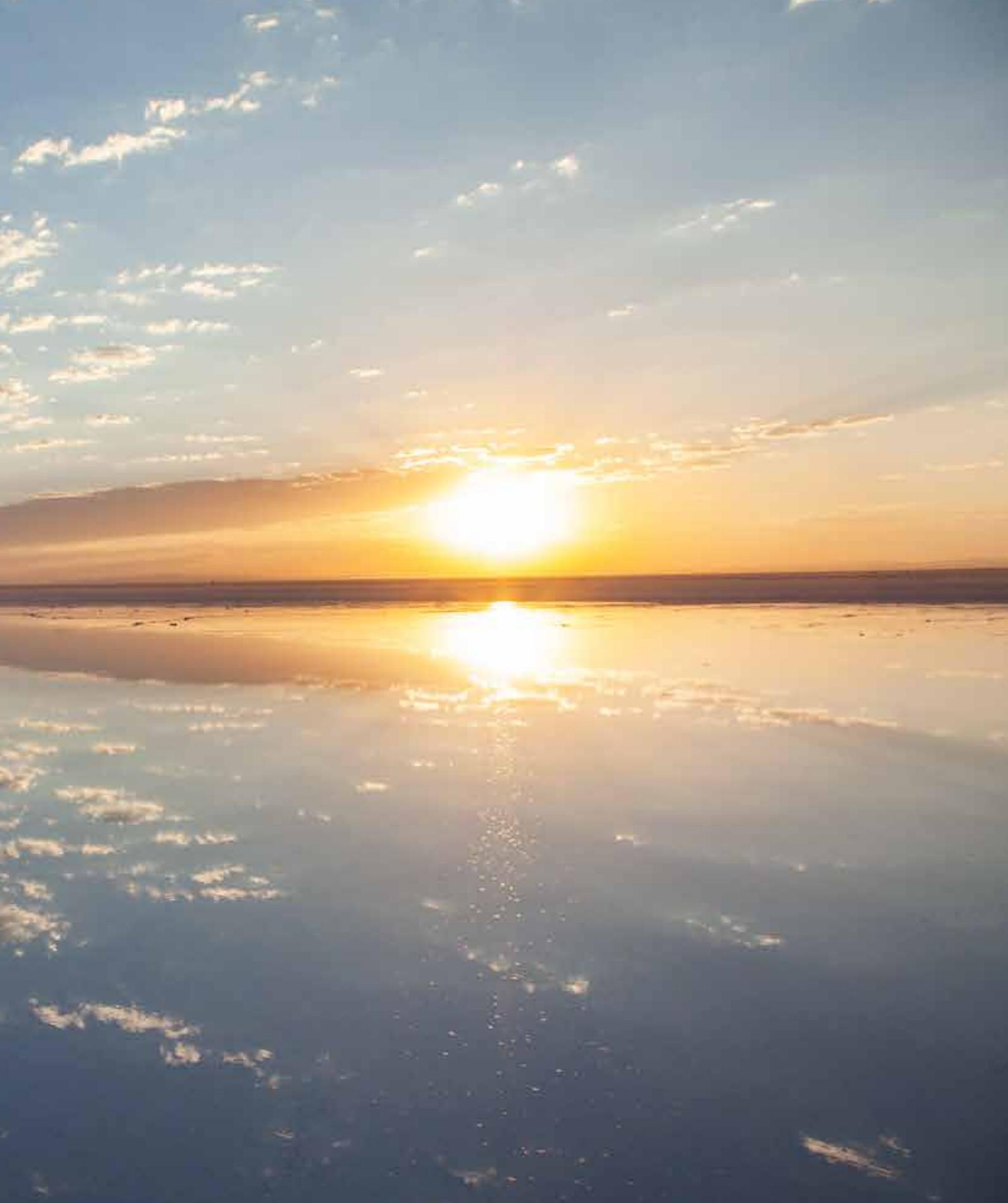


Source : EIA WEB 2019



OPPORTUNITÉ EN 2020 TITRES OBLIGATAIRES





LES TITRES OBLIGATAIRES RESTENT EXIGEANTS



Actuellement, environ 25 % de la dette émise produit un rendement négatif, la majeure partie en Europe et au Japon.

Tandis que la Grèce, au bord de la faillite il y a tout juste sept ans, a récemment émis des obligations à trois mois à un taux négatif, il n'est peut-être pas étonnant que les « anges gardiens des obligations » aient exprimé leurs craintes. Certes, lorsque les obligations d'État garantissent des

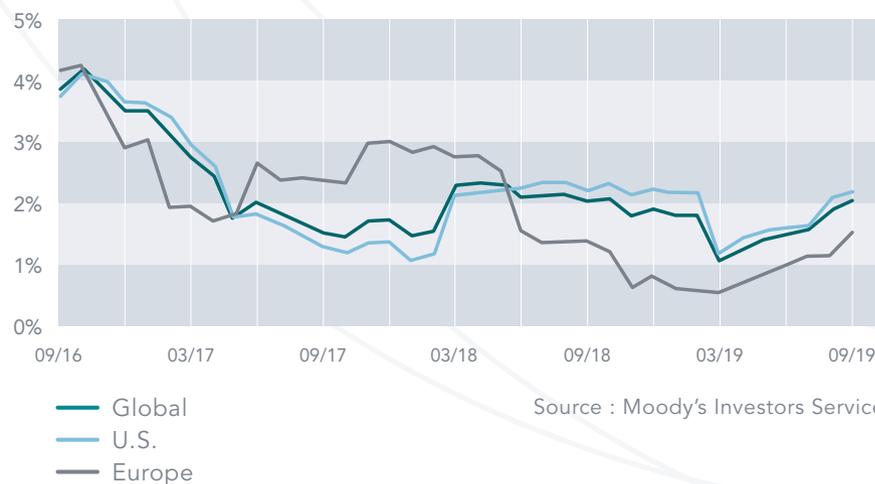
rendements négatifs, l'investisseur doit examiner attentivement son allocation obligataire.

Il est indéniable que la navigation dans les eaux troubles des marchés obligataires restera délicate. Pour de nombreux investisseurs, il n'existe pas d'autres solutions que de détenir des obligations d'État. Pourtant, la dette des entreprises et des marchés émergents offre de meilleures performances.

OBLIGATIONS EUROPÉENNES À HAUT RENDEMENT : NEUTRE À POSITIF

Bien qu'en augmentation, les taux de défaut restent faibles (Fig. 18), à environ la moitié des niveaux observés en 2016 sur les marchés développés.

Fig. 18 : LES TAUX DE DÉFAILLANCE RESTENT RELATIVEMENT BAS
Taux de défaillance pondéré en dollar des obligations spéculatives



ENCADRÉ 3 :

TITRES DE CRÉANCE DES MARCHÉS ÉMERGENTS : POSITIF



La demande en faveur des obligations d'entreprises européennes a été forte, en grande partie suite aux très faibles rendements des obligations d'État. Les nouvelles émissions ont ainsi atteint des niveaux records. Les obligations européennes à haut rendement de premier ordre devraient continuer à surperformer une grande partie du segment des titres d'entreprises.

La dette des entreprises américaines génère toujours les rendements les plus élevés et jouit d'une forte demande de la part des investisseurs internationaux. Les faibles taux de défaut actuels, la vigueur relative de l'économie et les perspectives de baisse des taux d'intérêt continuent de rendre les titres américains attractifs. Toutefois, la qualité moyenne de la dette est bien inférieure à celle de l'Europe et toute hausse des taux, bien qu'improbable, rendrait le paiement des intérêts sur leurs encours de dette très difficile pour de nombreuses entreprises.

Les rendements des titres émergents sont proches de leurs plus bas niveaux historiques. Ils restent toutefois plus attractifs que ceux de la plupart des marchés développés. Les afflux de capitaux sur ces marchés ont été vigoureux en 2019, en particulier pour la dette émergente libellée en devises fortes. Le maintien de cette dynamique est essentiel à la réalisation de gains supplémentaires.

Les données historiques indiquent que les deux principaux moteurs de ces flux de capitaux sont les différentiels de croissance entre les marchés émergents et les marchés développés ainsi que la vigueur relative du dollar US. Les différentiels de croissance plus importants accroissent les flux entrants tandis que l'appréciation du dollar les réduit. En 2020, dans la mesure où les différentiels de croissance devraient rester globalement stables, une rupture de la corrélation historique avec le dollar s'avère nécessaire pour que la surperformance des marchés émergents se poursuive.

À cet égard, il existe de bonnes raisons de penser que les marchés émergents entrent dans un nouveau paradigme. Ces marchés ont gagné en maturité et en liquidité ces dernières années. Parallèlement, les paramètres de crédit de la plupart des pays émergents se sont raffermis et rivalisent avantageusement avec ceux du monde développé. Ils sont moins sensibles aux chocs liés au dollar et ont un meilleur accès à d'autres sources de financement par le biais de systèmes bancaires plus sains. Enfin, l'importance croissante de la Chine et son influence significative sur l'économie mondiale sont à prendre en compte. À mesure que ces changements s'établissent, nous privilégions les émissions obligataires les mieux notées et libellées en monnaie locale.



**OPPORTUNITÉ
EN 2020
ALTERNATIVES**



LES PLACEMENTS ALTERNATIFS CONSTITUENT UN MOYEN DE DIVERSIFIER VOTRE PORTEFEUILLE

52

Counterpoint 2020

Le climat d'investissement actuel est difficile. Vous pouvez toutefois accroître la diversification et les performances de votre portefeuille en optant pour une allocation dans des classes d'actifs dites alternatives. Une sélection efficace des meilleures alternatives exige une approche d'investissement disciplinée et des travaux d'analyse rigoureux. Nous vous l'expliquons dans l'article intitulé « Une approche alternative de l'investissement ».

Hedge Funds

Diversifier les portefeuilles de nos clients est le principal objectif de notre allocation en placements alternatifs. En ce sens, la diversification prend de l'importance dans la dernière phase d'un cycle économique, lorsque les primes de risque se sont resserrées et que les investisseurs commencent à s'interroger sur la longévité du cycle. Raison pour laquelle nous privilégions la diversification au détriment des stratégies

Long-Only et en faveur des approches Global Macro et Market Neutral. C'est d'autant plus vrai dans la mesure où de nombreux investisseurs ont été poussés vers le haut de la courbe de risque par les banques centrales.



STRATÉGIES GLOBAL MACRO ET MARKET NEUTRAL : POSITIF

Le terme Global Macro s'inscrit dans le paysage macroéconomique et décrit une approche qui vise à tirer profit des évolutions ou des tendances en matière de politique monétaire. Cette approche se traduit généralement par une faible corrélation avec les marchés actions et obligataires.

Le terme Market Neutral fait référence aux hedge funds qui emploient des stratégies conçues pour présenter une faible corrélation avec les marchés dans leur ensemble en générant des rendements à partir de différentes sources de risque.

Comme le montrent les graphiques ci-contre (Fig. 19 et Fig. 20), les stratégies tant Global Macro que Market Neutral ont tendance à conférer une exposition à la hausse lorsque les marchés sont haussiers et à offrir une protection contre les risques de baisse lorsque les marchés se replient.

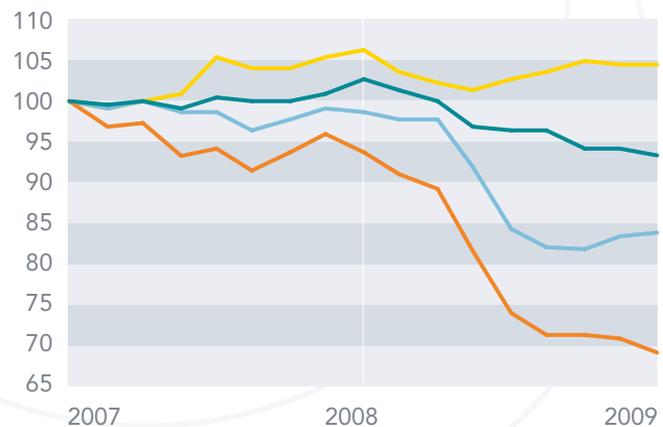
Fig. 19 : LA SITUATION MACRO MONDIALE OFFRE UN POTENTIEL DE HAUSSE...

Indices HFRI (mar. 2000 - mar. 2003)



Fig. 20 : ... ET UNE PROTECTION CONTRE LA BAISSE

Indices HFRI (mar. 2007 - mar. 2009)



— HFRI EH Equity Market Neutral Index
— HFRI Equity Relative Value Total Index
— HFRI Equity Relative Macro Total Index
— HFRI Equity Hedge Total Index

Source : Bloomberg



EVENT DRIVEN : POSITIF

Les investisseurs dans les stratégies Event Driven profitent des distorsions de prix découlant d'événements spécifiques concernant la vie d'une entreprise (faillite, fusions, acquisitions...) afin de générer des retours sur investissement. Après avoir ralenti en 2019, l'activité des entreprises devrait reprendre en 2020. Cela devrait permettre d'accroître les opportunités offertes aux gestionnaires Event Driven. La pression en faveur de la hausse des chiffres d'affaires, l'ampleur des volumes de liquidité au sein des bilans et les options de financement bon marché seront les moteurs d'un programme actif de fusions/acquisitions. Les gestionnaires expérimentés en matière d'arbitrage de fusions gèreront le risque de concentration des positions et fourniront une source de performances stables et non corrélées.



CRÉDIT : NEUTRE

Les spreads et les taux de défaut s'établissent dans des fourchettes historiquement basses. Les stratégies distressed seront plus attrayantes lorsque le cycle du crédit aura basculé et que les taux de défaut commenceront à rebondir.



OR – LE MYTHE DE MIDAS : POSITIF

Selon une étude du World Gold Council (WGC), la corrélation négative de l'or avec les valeurs boursières et les autres actifs risqués augmente en période de crise. Son cours a fortement augmenté en 2018. Nous estimons néanmoins que l'or aura encore un rôle stratégique important à jouer dans les portefeuilles en 2020 et au-delà. Face aux taux négatifs du marché monétaire, les investisseurs ont érigé l'or au rang de « nouvel avoir liquide », injectant plus de 20 milliards de dollars dans des ETF adossés à l'or au cours des dix premiers mois de 2019.

L'argument selon lequel les investisseurs devraient revoir l'allocation de leurs portefeuilles au détriment des titres offrant un rendement négatif et au profit de l'or nous semble justifié. Nous vivons une période de politique monétaire extrêmement accommodante. Le nombre de banques centrales à travers le monde qui ont abaissé leurs taux en 2019 est plus élevé qu'à toute autre période depuis la crise financière mondiale. Conséquence : les performances attendues des obligations ont chuté. Le volume croissant de titres de créance à rendement négatif rend l'or relativement

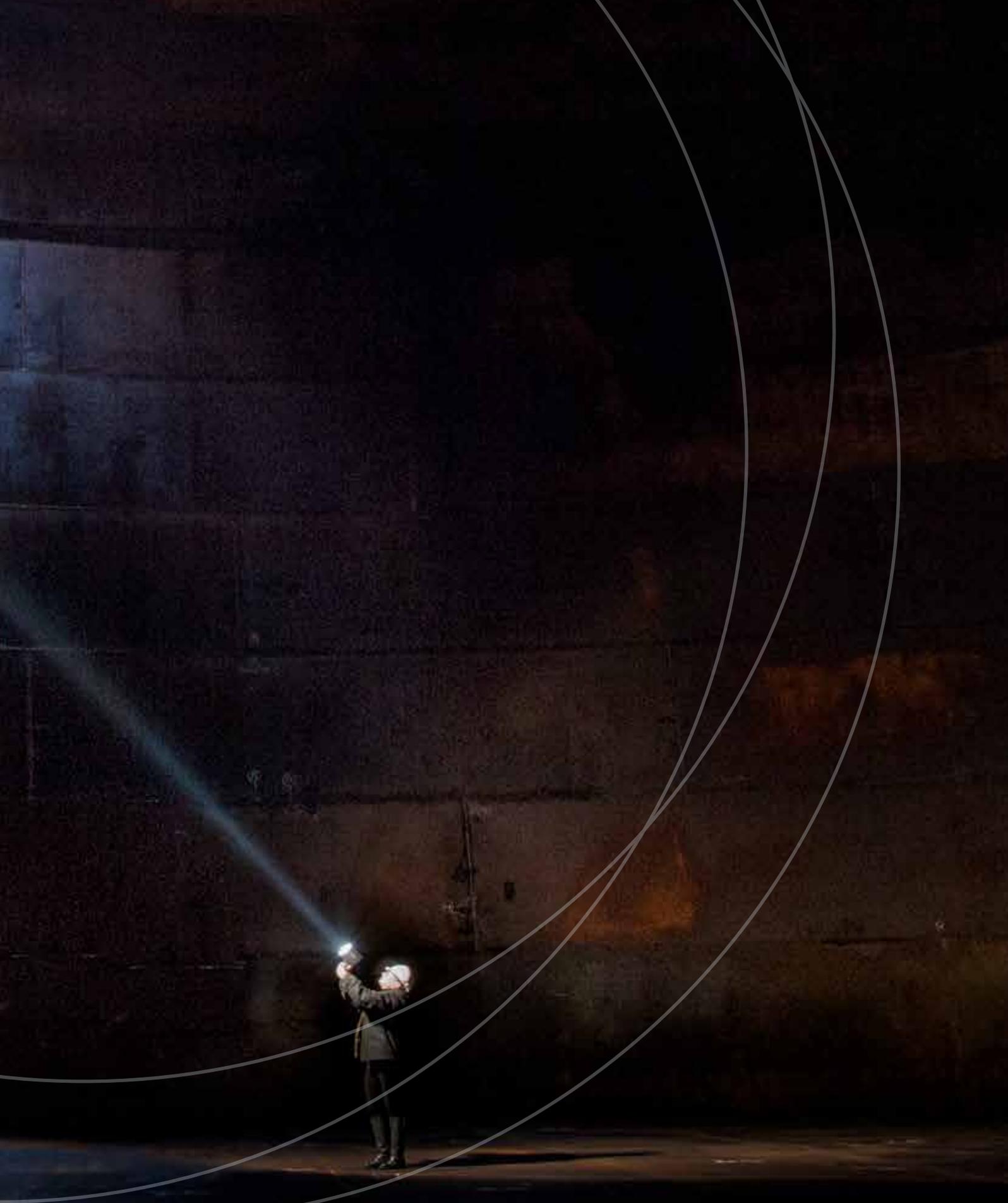
plus attrayant et plus efficace que les obligations en termes de diversification. Cela justifie une hausse de l'allocation au sein des portefeuilles.

Le cours de l'or devrait être soutenu par l'activité des banques centrales. Celles-ci ont acheté pour 23,8 milliards de dollars d'or au cours des neuf premiers mois de 2019, un montant sans précédent. Le WGC prévoit que les banques centrales continueront à constituer leurs réserves pour se prémunir des incertitudes géopolitiques et autres tensions commerciales.

**LES BANQUES CENTRALES
CRÉENT-ELLES UNE SITUATION
DE « GOLD PUT » POUR LES
INVESTISSEURS EN AUGMENTANT
LEURS ALLOCATIONS EN OR ?**

The background is a dark, textured surface, possibly a wall or a large piece of metal, with a grid pattern of thin lines. A large, white, semi-transparent circle is centered on the left side of the image. Inside this circle, the text "OPPORTUNITÉ EN 2020 LIQUIDITÉS" is written in a bold, white, sans-serif font. The text is arranged in three lines: "OPPORTUNITÉ" on the top line, "EN 2020" on the middle line, and "LIQUIDITÉS" on the bottom line.

**OPPORTUNITÉ
EN 2020
LIQUIDITÉS**



LES LIQUIDITÉS CONSTITUENT UN FREIN AUX PERFORMANCES

58

Counterpoint 2020

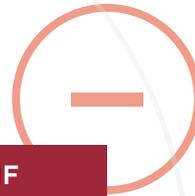
Les taux réels et nominaux du marché monétaire, notamment en Europe, resteront négatifs dans un avenir prévisible. Cette situation pose un dilemme pour les clients et les portefeuilles multi-actifs en quête de placements refuges. Une forte allocation en liquidités à des fins de préservation du capital en période d'incertitude ne peut que générer des rendements négatifs et nuire à la performance du portefeuille.

LIQUIDITÉS : NÉGATIF

Nous préconisons la réaffectation d'une partie des avoirs liquides en obligations d'entreprises de grande qualité à courte duration. Cela devrait permettre d'atténuer les rendements monétaires négatifs tout en maintenant les liquidités et en limitant le risque de hausse des taux d'intérêt.

Une allocation plus élevée en or peut également se substituer

aux liquidités. Dans un contexte de taux d'intérêt négatifs, les placements en or n'ont plus de « coût de portage » et offrent une certaine sécurité en période de forte volatilité, comme nous l'avons décrit au chapitre consacré à l'or (cf. Le toucher de Midas à la page 55).



CONTREPOINT : PRÊT

Les études montrent que de nombreux investisseurs sont peu enclins à s'endetter, même lorsque le coût de financement est le plus faible depuis une génération. Nous pensons qu'une stratégie de gestion de patrimoine bien planifiée doit intégrer à la fois des

actifs et des passifs, en particulier dans un contexte de taux d'intérêt aussi bas.

Il peut ainsi s'avérer intéressant d'emprunter, non seulement pour exploiter pleinement votre portefeuille, mais aussi pour

répondre à vos besoins de liquidités. Simultanément, vous vous engagez dans des positions à plus longue échéance sur des titres moins liquides. Ceux-ci offrent des avantages à long terme en matière de diversification.

ENCADRÉ 4 : LES TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIFS NE SONT PAS TOUJOURS SYNONYMES DE MAUVAISES NOUVELLES.

Les taux d'intérêt négatifs ne sont pas toujours synonymes de mauvaises nouvelles. Une banque danoise a récemment lancé le premier prêt immobilier à taux d'intérêt négatif au monde, octroyant des prêts aux ménages à un taux de -0,5 % par an. L'emprunteur effectue un remboursement mensuel classique, mais le montant restant dû est minoré chaque mois d'un montant supérieur à celui payé. De fait, le recours à l'emprunt n'a jamais été aussi bon marché et offre un excellent effet de levier aux investisseurs avisés.

OPPORTUNITÉ EN 2020 DEVISES





LES DEVISES PRÉSENTENT DES OPPORTUNITÉS, MAIS LES RISQUES SONT PARFOIS SOUS-ESTIMÉS

62

Counterpoint 2020

Le marché des changes joue éventuellement un rôle important pour stimuler la performance, mais l'exposition aux devises peut engendrer des niveaux élevés de volatilité. Les recommandations concernant les devises fondées uniquement sur des indicateurs de valorisation à long terme peuvent prendre des années avant de porter leurs fruits. Les points de vue que nous exposons ci-dessous tiennent compte à la fois de considérations à long terme et de facteurs à court terme qui influent sur les marchés des changes.

DOLLAR AMÉRICAIN : NEUTRE À POSITIF

Dans la mesure où les politiques monétaires continuent de diverger et où les rendements réels varient considérablement d'un pays du G10 à l'autre, les distorsions structurelles en termes de valorisation risquent de perdurer. Le dollar américain, bien que surévalué, pourrait ainsi continuer à enregistrer des flux positifs à court terme. L'opinion consensuelle du marché est que sous l'effet combiné de la croissance économique, des écarts de taux d'intérêt et de son statut de monnaie de réserve mondiale, le dollar est susceptible de surperformer plus longtemps, sur une base pondérée en fonction des échanges. Néanmoins, il convient de souligner que toute stabilisation ou amélioration des perspectives de croissance à l'échelle mondiale

pourrait entraîner une réduction des écarts de croissance et de taux entre les États-Unis et le reste du monde. Dans l'ensemble, nous maintenons notre positionnement neutre à positif vis-à-vis du dollar.

EURO : NEUTRE

L'euro est sous-évalué à long terme par rapport au dollar américain. Si la zone euro ne parvient pas à corriger certains de ses déséquilibres structurels, la réduction des écarts de croissance et de taux d'intérêt sera son seul moteur de performance à court terme.



YEN JAPONAIS : POSITIF

Le yen japonais est la devise majeure la plus sous-évaluée au monde. Avec son large excédent courant, le Japon reste l'un des plus gros créanciers à l'échelle mondiale, à l'instar de la Suisse. En période de tension, les investisseurs japonais ont tendance à rapatrier leurs expositions aux actifs étrangers, entraînant une appréciation du yen. Le yen reste également la monnaie refuge par excellence puisqu'il bénéficie généralement du dénouement des positions de carry-trade lorsque le climat d'incertitude se renforce.



LIVRE STERLING : POSITIF

La livre sterling reste sous-évaluée à long terme, notamment par rapport au dollar américain. Nous anticipons, pour l'an prochain, une hausse potentielle de la paire GBP/USD à 1,40 et de la paire GBP/EUR à 1,25. Bien que le chemin s'annonce cahoteux compte tenu de l'incertitude qui entoure le Brexit - et en particulier les futures relations commerciales avec l'UE - nous considérons que la majeure partie des scénarii sont positifs pour la livre sterling.

YUAN CHINOIS : NEUTRE

La valeur du yuan est gérée par la Chine. Un affaiblissement de la monnaie permettrait d'amortir le processus de désendettement interne, la dégradation de la situation budgétaire et le passage d'une croissance quantitative à une croissance qualitative. Toutefois, l'ouverture des marchés de capitaux chinois au monde, qui n'en est qu'à ses débuts, entraînera une forte demande en faveur du yuan à long terme et une monnaie stable est plus fiable pour les partenaires de la Chine. Nous conservons une position globalement neutre.



COURONNE NORVÉGIENNE : POSITIF

Portée par un excédent budgétaire important, une balance courante excédentaire, un marché de l'emploi dynamique et un taux d'inflation légèrement supérieur, la croissance économique norvégienne continue de dépasser celle de la zone euro. La couronne conserve son attractivité, avec des fondamentaux sous-jacents solides et un portage positif.





64

Counterpoint 2020

UNE APPROCHE ALTERNATIVE DE L'INVESTISSEMENT

ADMINISTRATEURS DE VOTRE PATRIMOINE, IL EST DE NOTRE RESPONSABILITÉ DE NAVIGUER DANS LES MÉANDRES DE L'ENVIRONNEMENT D'INVESTISSEMENT POUR DÉNICHER LES OPPORTUNITÉS QUI SE PRÉSENTENT SUR LE MARCHÉ. POUR TENIR NOS ENGAGEMENTS, NOUS ALLONS AU-DELÀ DES SOLUTIONS DE BASE.

L'ENVIRONNEMENT ACTUEL EXIGE UNE NOUVELLE APPROCHE

L'environnement actuel est compliqué. Les taux d'intérêt sur les avoirs liquides sont extrêmement faibles voire négatifs dans de nombreux pays. Les rendements des obligations d'État ont atteint des niveaux planchers records, avec un niveau historique de rendements négatifs. Les marchés actions peuvent être agités et enregistrer des pics de volatilité. Vers quelles solutions les investisseurs peuvent-ils se tourner ?

Selon nous, l'intégration de sources de risque dites alternatives permettrait d'améliorer les rendements pondérés du risque des portefeuilles. Pour ce faire, il est possible d'adopter une approche différente dans l'élaboration des thèses de placement ou d'utiliser

des actifs autres que des liquidités, des actions et des obligations.

Les placements alternatifs couvrent un large éventail de classes d'actifs, dont les hedge funds (fonds de couverture), le private equity (capital-investissement), la dette privée et les métaux précieux. Les actifs immobiliers entrent également dans cette catégorie, qu'il s'agisse de biens immobiliers ou d'actifs « passionnels », comme les œuvres d'art, le vin et les voitures de luxe. En fait, le terme « alternatif » est utilisé pour décrire toute classe d'actifs qui n'est pas « traditionnelle » (c'est-à-dire tout ce qui ne relève pas des liquidités ou des dettes et actions négociées en Bourse).

ENCADRÉ 5 : MODE OU RÉELLE TENDANCE ?

Les sommes investies dans les placements alternatifs ont quasiment triplé ces dix dernières années et devraient atteindre 14 000 milliards d'euros à l'horizon 2023. Bien que ces chiffres soient relativement modestes par rapport aux classes d'actifs traditionnelles, leur évolution montre la popularité croissante des placements alternatifs.

Le nombre d'entreprises américaines financées par le private equity a doublé, passant de 4 000 en 2006 à 8 000 en 2017. Au cours de la même période, le nombre d'entreprises américaines cotées en Bourse a diminué de 16 %, passant de 5 100 à 4 300, et de 46 % depuis 1996.

Source : McKinsey Global Private Markets Review 2019.

EN QUÊTE DE DIVERSIFICATION

Les placements alternatifs peuvent se montrer pertinents pour votre portefeuille en tant que sources de diversification. Avant la crise financière mondiale, il était plus facile de diversifier les portefeuilles composés de classes d'actifs traditionnelles en investissant dans différentes zones géographiques ou sous-classes d'actifs, comme les obligations à haut rendement. Les marchés financiers mondiaux étant de plus en plus corrélés, il est désormais plus difficile pour les gestionnaires de portefeuille de trouver de véritables sources de diversification. Dans la mesure où la performance des placements alternatifs dérivent des différents types de risques, ils offrent généralement de plus gros avantages en termes de diversification.

ENCADRÉ 6 : TOUT CE QUI BRILLE...

Lorsque les marchés sont agités, il peut être tentant d'acheter de l'or, en lingots ou en pièces. Le métal jaune reste souvent considéré comme une valeur refuge en raison de sa faible corrélation avec les obligations et les actions. On se demandera même si l'or ne s'est pas tout simplement substitué aux liquidités : il est libellé en dollars, la monnaie qui produit le plus haut rendement, et son

coût de portage est positif.

Pour éviter les difficultés liées à la détention d'or physique ou au risque propre à l'achat d'actions minières aurifères, il est préférable d'investir dans l'or en achetant des actions dans des ETF adossés à l'or. Cela permet de bénéficier de cours intra-journaliers, d'une bonne liquidité et d'un accès facile à cet actif alternatif.

Ce tableau montre la corrélation des actions et des obligations avec différents indices de hedge funds.

Fig. 21 : LES HEDGE FUNDS PEUVENT OFFRIR UNE CERTAINE DIVERSIFICATION PAR RAPPORT AUX OBLIGATIONS ET AUX ACTIONS

Corrélation des performances par indice

	MSCI World	Barcap Global Agg	Barcap Global HY	HFRX Equity Hedge	HFRX Event Driven	HFRX Macro CTA	HFRX RV
MSCI World	1.00						
Barcap Global Agg	0.30	1.00					
Barcap Global HY	0.82	0.52	1.00				
HFRX Equity Hedge	0.86	0.18	0.65	1.00			
HFRX Event Driven	0.73	0.19	0.66	0.72	1.00		
HFRX Macro CTA	0.18	0.23	0.01	0.22	0.13	1.00	
HFRX RV	0.69	0.17	0.76	0.68	0.69	0.01	1.00

Source : Bloomberg

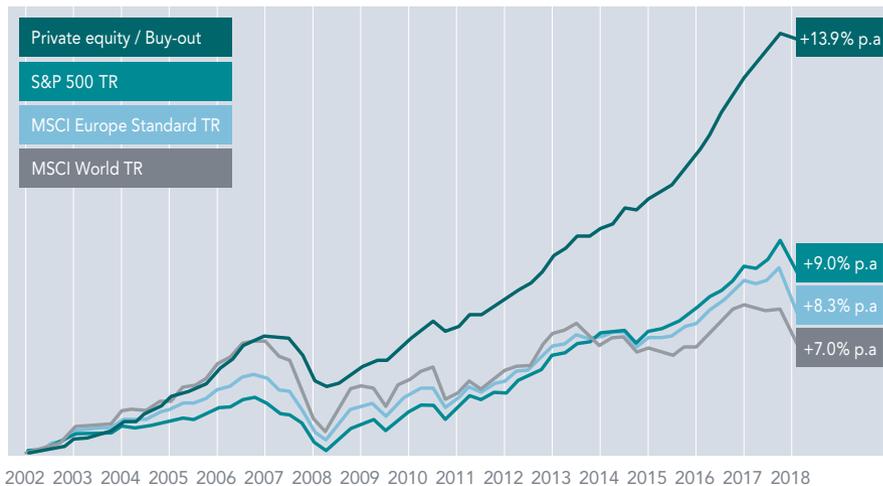
QUESTION DE LIQUIDITÉ

Les placements liquides, comme les actions cotées en Bourse, sont faciles à vendre. En revanche, de nombreux placements alternatifs ont tendance à être illiquides. Autrement dit, ils peuvent être difficiles à vendre rapidement si vous le souhaitez. Pour choisir les placements les plus adéquats, il est essentiel de tenir compte d'un large éventail de facteurs, dont vos objectifs, votre horizon de placement et votre goût du risque.

RISQUE ET RENDEMENT

Les investisseurs en mesure d'assumer le risque de liquidité peuvent en récolter les fruits. Les performances attendues des actifs traditionnels sont limitées en raison de la faiblesse des rendements obligataires, du ralentissement de l'économie et du niveau de valorisation relativement élevé des actions. Selon Goldman Sachs (Investment Strategy Group : Outlook, janvier 2018), un portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations pourrait rapporter un peu plus de 2,5 % par an au cours des cinq prochaines années. Les placements alternatifs sont susceptibles d'améliorer la performance du portefeuille. Par exemple, depuis 2002, le private

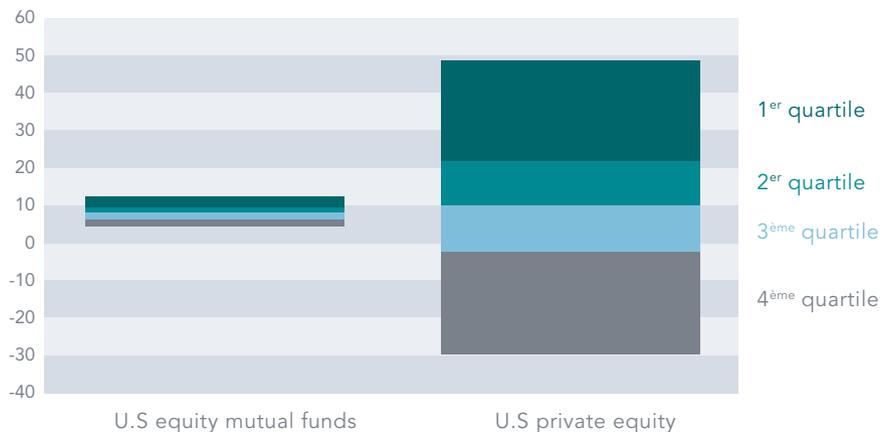
Fig. 22 : LE PRIVATE EQUITY A NETTEMENT SURPERFORMÉ LES TITRES COTÉS
Performances trimestrielles cumulées



Source : Bloomberg

equity a généré un rendement excédentaire d'environ 5 à 7 % par an par rapport aux indices d'actions cotées (Fig. 22).

Fig. 23 : LE PRIVATE EQUITY PEUT SURPERFORMER OU SOUS-PERFORMER SELON LE FONDS
Performance sur cinq ans par quintile (2013 - 2018)



Source : Morningstar, Burgiss

marge de manœuvre est limitée pour surperformer le marché au sens large. Toutefois, certains placements alternatifs comme les hedge funds et le private equity affichent une très forte dispersion des performances (Fig. 23), de sorte qu'il est essentiel de disposer des connaissances et de l'expérience nécessaires pour sélectionner les meilleurs gestionnaires.

Nos vastes ressources et notre expérience nous permettent de sélectionner les meilleures offres de placements alternatifs sur le marché et de savoir quand et comment les intégrer à votre portefeuille.

Sur certains marchés, il est difficile de justifier le recours

à des gestionnaires d'actifs spécialisés dans la mesure où leur

EST-CE UNE FIN DU CYCLE POUR LE PRIVATE EQUITY ?

Dans un contexte de volatilité des marchés et d'incertitude géopolitique, la diversification a progressivement gagné en importance. Grâce à la diversification qu'ils offrent, les actifs alternatifs, comme le private equity, peuvent jouer un rôle clé dans l'obtention de meilleures performances pondérées du risque.

Le modèle économique du private equity repose sur la prise de contrôle d'une entreprise pour influencer sa croissance dans une perspective à long terme. Dans l'idéal, les investisseurs gèrent l'entreprise de manière à en accroître la valeur de marché par la mise en œuvre de diverses stratégies de valorisation. Ils la cèdent ultérieurement en réalisant une plus-value.

Deux tendances doivent être prises en compte avant d'investir. D'une part, bien que la collecte de fonds sur les marchés privés ait chuté de 11 % en 2018 (McKinsey Global Private Markets Review 2019), le

total des capitaux prêts à être déployés par les gestionnaires a atteint un niveau record de 2 100 milliards de dollars au premier semestre 2018. Cela représente une croissance annualisée de 14 % depuis 2012. D'autre part, les niveaux de valorisation des sociétés privées sont comparables à ceux d'avant la crise financière mondiale : à l'échelle mondiale, les multiples médians de private equity s'établissent à 11,1 fois le ratio valorisation/EBITDA, contre 11,3 en 2007.

La croissance du secteur devrait se poursuivre. Récemment, des fonds extrêmement importants capables de réaliser des transactions de très grande envergure ont refait surface, comme le Vision Fund de SoftBank. L'objectif de levée de fonds de ce dernier est

de 100 milliards de dollars. Ces fonds viennent s'ajouter aux volumes déjà élevés de capitaux à la recherche des meilleures opportunités. Pressés d'investir, les gestionnaires sont susceptibles de prendre de mauvaises décisions.

Il est essentiel d'être extrêmement sélectif et rigoureux lors du choix des investissements. Nous pensons que des îlots d'opportunités existent. Nous apprécions notamment les fonds de rachat de petites et moyennes capitalisations sur les marchés développés dans la mesure où ils présentent le meilleur rapport rendement/risque parmi les fonds de style private equity.



LA FINALITÉ PLUS LARGE DE LA RICHESSSE

L'ARGENT N'EST PAS SEULEMENT UNE SOURCE DE SÉCURITÉ ET DE RENDEMENT POUR VOTRE FAMILLE ET VOUS-MÊME, IL PEUT AUSSI VOUS CONFÉRER UNE VOIX, UNE POSSIBILITÉ DE GÉNÉRER LE CHANGEMENT.

Aujourd'hui plus que jamais, les investisseurs s'interrogent : « Que signifie la richesse pour moi ? Est-ce que je me soucie de la façon dont mon argent est investi et de son impact sur le monde ? »

Il y a peu, rares étaient les investisseurs qui pensaient à la possibilité d'avoir un impact positif avec leur argent. L'investissement durable ou responsable était l'exception et ceux souhaitant se différencier se tournaient généralement vers la philanthropie pour atteindre leurs objectifs.

Ces dernières années, la situation a changé. Selon un rapport de

la Global Sustainable Investment Alliance de 2019, l'investissement socialement responsable à l'échelle mondiale a progressé de 34 % entre 2016 et 2018 pour atteindre 30 700 milliards de dollars. Les Principes pour l'investissement responsable de l'ONU ont été adoptés par plus de 2 000 gestionnaires d'actifs et propriétaires représentant plus de 85 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion. En tant que signataire de ces principes, nous nous trouvons au cœur d'une communauté qui s'efforce de créer un système financier plus durable.

ENCADRÉ FOCUS 7 :

QUELLE EST LA DIFFÉRENCE ENTRE L'IN- VESTISSEMENT RESPONSABLE ET L'INVESTIS- SEMENT DU- RABLE ?

Il n'existe pas de définition officielle, et ces termes sont souvent utilisés de manière interchangeable. Nous opérons la distinction suivante :

- **L'investissement responsable** vise avant tout à appliquer des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) aux décisions d'investissement. Il incite à réfléchir au rôle joué par les investisseurs en tant que propriétaires et créanciers. Il vise à

associer une meilleure gestion des risques à des rendements de portefeuille supérieurs, et vient compléter l'analyse financière et les techniques traditionnelles de construction de portefeuilles.

- **L'investissement durable** (ou investissement éthique) est également guidé par les valeurs de l'investisseur, ce qui peut entraîner un plus grand nombre d'exclusions ou réduire l'importance accordée au rendement des investissements.

QU'EST-CE QUE CELA SIGNIFIE ?

Il n'existe ni norme sectorielle ni définition légale de ce que l'on entend par un investissement responsable ou durable. Il tient à vous d'en définir les valeurs. Selon notre expérience, analyser les entreprises selon des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) pour évaluer les investissements potentiels peut être utile. Bref : que fait l'entreprise pour l'environnement et pour la société ? Est-elle bien dirigée ou gérée ? Se comporte-t-elle comme vous le souhaitez ?

En termes d'investissement responsable, le filtrage négatif – par exemple l'exclusion des « sin-stocks » des fabricants d'armes, des secteurs du tabac, de l'alcool et des jeux de hasard

ou encore des compagnies pétrolières – est moins important, pour déterminer l'attrait d'un investissement, que de tenir compte de l'impact positif ou négatif des entreprises et de

leurs produits et activités. Un impact négatif pourrait entraîner un risque supérieur, tandis qu'un impact positif pourrait réduire les risques ou même générer des opportunités.

Exemples de questions socialement responsables



Environnement

- changement climatique
- épuisement des ressources
- gaspillage
- pollution
- déforestation



Social

- droits de l'Homme
- esclavage moderne
- travail des enfants
- conditions de travail
- relation entre employés



Gouvernance

- pots-de-vin et corruption
- salaire des cadres
- diversité et structure des conseils d'administration
- lobbying politique et donations
- stratégie fiscale

ENCADRÉ FOCUS 8 : NOTRE APPROCHE

Nous sommes un gestionnaire d'investissement durable fier de son passé. En 2003, nous avons lancé l'un des premiers fonds indiciels durables d'Europe. En tant que signataires des Principes pour l'investissement responsable de l'ONU, nous nous sommes engagés en faveur de l'investissement responsable.

Aujourd'hui, nous gérons des portefeuilles responsables et durables dans chacun des pays où nous sommes actifs. Aux Pays-Bas par exemple, plus de 50 % des nouveaux

engagements de clients en 2019 concernaient nos portefeuilles durables. En Allemagne, nos offres durables sont reconnues par l'Eurosif, le forum de l'investissement responsable. Nous proposons un large choix d'investissements durables en Belgique et au Royaume-Uni, ainsi que des fonds verts dédiés au Luxembourg. Nous avons noué des collaborations internationales étroites afin d'intégrer les critères ESG à nos investissements, et nous faisons notamment appel à Sustainalytics, l'un des principaux fournisseurs d'analyses ESG.

Notre approche inclut :

- des normes fondamentales ;
- un engagement en faveur de l'actionariat actif, parce que nous pensons avoir une plus grande influence en tant que propriétaires plutôt qu'en ayant une longue liste d'exclusions ;
- un engagement à nous désinvestir lorsque le dialogue ne donne pas de résultats ;
- l'intégration active des facteurs ESG dans nos processus d'investissement, afin d'identifier aussi bien les risques non traditionnels pesant sur les investissements que les opportunités d'accroître les rendements ; un engagement en faveur de la transparence dans toutes nos actions et dans notre façon d'agir.

Y A-T-IL UN COMPROMIS ENTRE L'IMPACT ET LE RENDEMENT ?

L'investissement responsable ne consiste pas à mettre les principes avant les bénéfices. Vous ne devez donc pas choisir entre votre argent et vos valeurs. L'investissement responsable s'efforce de prendre en compte des facteurs non traditionnels, non financiers susceptibles d'avoir un impact positif ou négatif important sur les rendements. De nombreuses

études démontrent que les entreprises qui obtiennent de bonnes notes sur ces facteurs sont de meilleurs investissements à long terme.

En réaction à la prise de conscience accrue des investisseurs, de plus en plus d'entreprises accordent une attention croissante aux facteurs ESG. À court terme, cette approche diminue certains risques, notamment le risque pour la réputation (par

exemple en cas de catastrophe écologique ou de scandale de corruption), qui pourraient faire s'effondrer le cours de l'action. Sur le long terme, on s'attend à ce qu'une entreprise qui réfléchit aux questions ESG soit mieux préparée à relever les défis stratégiques futurs et à profiter de nouvelles opportunités commerciales. Nous pensons que ces entreprises ont plus de chances de surperformer leurs concurrentes et de générer plus de valeur pour leurs actionnaires.

ENCADRÉ FOCUS 9 : FAIRE LA DIFFÉRENCE TOUT EN FAISANT DES BÉNÉFICES : LA PÉNURIE D'EAU

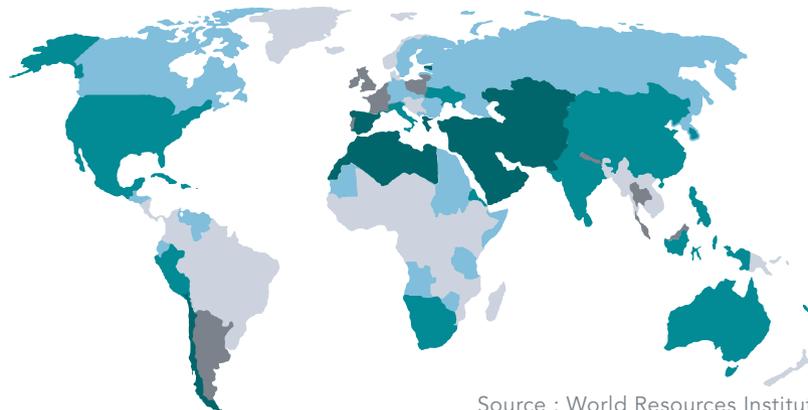
Le manque d'eau menace de grandes parties du monde. Elle pourrait toucher jusqu'à quatre milliards de personnes d'ici 2040. La priorité accordée à l'eau propre et sa tarification offriront d'importantes opportunités d'investissement,

mais représentent aussi une menace pour bon nombre de modèles commerciaux. Dans nos portefeuilles durables, nous avons sélectionné des fonds qui investissent dans l'amélioration des ressources et infrastructures liées à l'eau.

Fig. 24 : LES PÉNURIES D'EAU POURRAIENT MENACER UNE GRANDE PARTIE DU MONDE

Stress hydrique en %, rapport prélèvements/offre, 2040

■ Below 10 ■ 10-20 ■ 20-40 ■ 40-80 ■ Over 80



Source : World Resources Institute

CONTREPOINT : IL NE S'AGIT PAS D'ACCEPTER PASSIVEMENT LES DÉCISIONS

On observe une absence étonnante de consensus quant aux entreprises et aux pratiques durables. Entre les deux plus grandes agences de notation, les écarts de notation peuvent atteindre 40 %. Dans votre réflexion sur l'investissement responsable, pensez à vos propres points de vue sur différents thèmes importants. Vous trouverez ci-dessous trois exemples de choix qu'un investisseur durable peut être amené à envisager.

- 1) L'énergie nucléaire est considérée comme dangereuse par beaucoup. Elle est exclue de certains portefeuilles durables. Toutefois, contrairement au charbon, elle ne contribue pas au réchauffement climatique. Le fait de fermer les centrales nucléaires et de brûler plus de charbon, comme l'a fait l'Allemagne, est-il le bon choix ? De nombreux climatologues considèrent qu'il est impossible d'atteindre les objectifs climatiques à court terme sans énergie nucléaire.
- 2) Devez-vous vendre ? De nombreux portefeuilles durables excluent un large éventail d'investissements, par exemple les compagnies pétrolières et gazières. Nous pensons qu'un propriétaire actif peut avoir plus d'influence qu'un vendeur catégorique. Nous avons voté en faveur de résolutions ambitieuses pour le climat lors d'assemblées des actionnaires de certaines entreprises énergétiques. Il peut arriver que des investissements soient incompatibles avec vos convictions profondes. Vendre est alors la seule option, mais l'actionariat actif est un élément important de notre foi dans la force de l'investissement durable.
- 3) Il est bien plus simple d'évaluer les résultats à court terme que de penser à ce que sera le monde à l'avenir. Êtes-vous prêt(e) à vous concentrer sur le long terme ? Une taxe élevée sur l'énergie présenterait des risques d'investissement élevés, mais aussi de magnifiques opportunités. Une enquête informelle menée récemment auprès d'investisseurs institutionnels a révélé que près de 100 % d'entre eux s'attendaient à une augmentation de 400 % du prix du carbone sur les cinq années à venir. Néanmoins, aucun n'en avait tenu compte dans ses portefeuilles.

QU'EST-CE QUI COMPTE POUR VOUS ?

Si vous ne l'avez pas déjà fait, c'est le bon moment de vous demander si vous souhaitez que certains thèmes ou causes déterminent la façon dont vous voulez investir votre patrimoine. Celui-ci peut continuer à assurer votre stabilité financière et celle de votre famille, il peut également en faire plus, notamment en contribuant à faire le bien dans le monde, pour vous-même et pour les générations futures.

- Demandez-vous ce qui compte.
- Définissez ce que vous souhaitez réaliser, et comment vous en évaluez le succès.
- Faites-vous conseiller par ceux qui s'intéressent autant que vous à ces questions.



On le sait, les meilleures décisions reflètent des points de vue diversifiés. L'adoption d'opinions variées et le respect des différences contribuent non seulement à une culture d'entreprise saine, mais aussi à

de meilleurs résultats financiers. En tant que banque privée s'adressant à des personnes qui voient le monde différemment, nous intégrons la diversité - au sens le plus large du terme - dans notre façon de

gérer l'argent, mais aussi dans chacune de nos activités. Dans les lignes qui suivent, quelques membres de nos équipes expliquent en quoi la diversité est indispensable au succès.

DIVERSITÉ

COMMENT LA DIVERSITÉ INFLUENCERA-T-ELLE LES DÉCISIONS D'INVESTISSEMENT À L'AVENIR ?
QUE FAITES-VOUS POUR PROMOUVOIR LA DIVERSITÉ DES POINTS DE VUE ?



Dagmar Kamber Borens – Chief Executive Officer, Suisse

Tout le monde n'a pas la même approche quand il s'agit d'investissement. Prenez par exemple la manière dont les femmes ont tendance à investir : elles gagnent moins en moyenne, font souvent des pauses dans leur carrière, et investissent généralement moins. Or, ces trois éléments nuisent à leur prospérité financière. C'est pourquoi, il est essentiel de concevoir des solutions et des formules d'éducation qui permettront aux femmes d'investir plus tôt dans leur vie et de construire leur avenir. À mon sens, c'est une priorité pour toutes nos clientes et tous nos clients. Nous faisons équipe avec chacun d'entre eux pour déterminer quand, pourquoi et comment nous pouvons l'aider à élaborer des portefeuilles qui correspondent à ses besoins actuels et futurs.



Rebecca Williams – Chartered Financial Planner, Royaume-Uni

Un des moyens les plus efficaces pour apporter de la diversité dans les relations avec les clients est d'écouter les femmes qui ont déjà rejoint le débat. Nombre de femmes que je rencontre hésitent à participer à des discussions qui parlent de finances et d'investissement parce qu'elles craignent de ne pas avoir le profil ou l'expérience adéquate. Les décisions en matière d'investissement devraient être guidées par des objectifs personnels. Je mets l'accent sur la participation active de toutes les parties prenantes à chaque discussion, en leur demandant ce qu'elles veulent mettre en place pour elles-mêmes et leur famille, en les encourageant à poser des questions (auxquelles je réponds sans jargon technique) et en allant chercher leur point de vue pour veiller à valoriser leur participation dans les discussions portant sur la richesse.



Donna Burns – Group Head of Human Resources, Luxembourg

La diversité des idées et des opinions est essentielle à la prise de meilleures décisions en affaires. Cela ne peut être réalisé qu'avec un large éventail de personnes, quel que soit leur sexe, leur leur nationalité, leur orientation sexuelle, leurs capacités physiques ou autres. « Diversité » et « inclusion » ne sont plus seulement des mots à la mode ; des études prouvent qu'ils peuvent avoir un impact profond sur le rendement des placements. Mon rôle est de formuler une stratégie de diversité qui nous aidera à attirer, à développer et à retenir des candidats diversifiés, en créant un environnement inclusif où chacun peut donner le meilleur de lui-même - peu importe qui il est.



Maria Leistner – Group head of Legal & Compliance, Luxembourg

Il n'y a pas de solution unique. Pour refléter la diversité de nos clients et de nos parties prenantes, nous avons besoin d'équipes diversifiées et d'une pensée plurielle, c'est la clé de notre succès professionnel. C'est aussi la raison pour laquelle je me concentre sur la diversité et l'inclusion dans mes interactions quotidiennes et dans mes décisions de gestion. Je suis également un mentor actif et membre d'un éventail de réseaux féminins et LGBT. En tant que mère qui veut contribuer à un monde meilleur et plus juste pour la prochaine génération, la diversité est pour moi une affaire qui me tient personnellement à coeur.



Olga Miler – Group Head of Marketing, Zurich

Il est prouvé que la diversité des points de vue mène à de meilleures décisions, à une innovation accrue et à des résultats plus positifs. En ce qui concerne l'argent, il nous reste encore beaucoup de chemin à parcourir pour que les outils et les connaissances pertinents soient inclusifs. Pour moi, il y a quatre choses qui feront toute la différence et sur lesquelles je travaille tous les jours : me débarrasser du jargon, offrir une expérience client exceptionnelle, aider les gens à prendre des décisions financières sages, sûres et rendre tout cela amusant. Si nous relient l'argent à la vie - plutôt qu'à un simple nombre sur un compte bancaire - nous pouvons changer le monde.



Kristel Cools - Group Head of Asset Management, Luxembourg

La règle clé en matière d'investissement, c'est de diversifier vos actifs et de prendre des décisions équilibrées afin d'atteindre vos objectifs, quels qu'ils soient. Raison pour laquelle envisager les investissements sous différents angles - en travaillant avec des spécialistes d'horizons diversifiés - vous aidera à optimiser votre approche et vos résultats. Nous prenons tous des décisions au quotidien, nous gérons les risques et nous faisons preuve de pragmatisme pour atteindre nos objectifs. La diversité ajoute toujours de la valeur à tout ce que nous faisons.



Ludvine Pilate – Chief Executive Officer, Belgique

Les femmes voient leur rôle s'accroître dans la prise de décisions financières personnelles et professionnelles. Dans une société de plus en plus diversifiée, les entreprises (y compris les banques) doivent intégrer cette tendance si elles veulent rester durables et répondre aux besoins de leurs clients. L'empathie et l'ouverture d'esprit conduisent non seulement à de nouvelles opportunités d'investissement, mais favorisent également des perspectives plus diversifiées et plus fécondes, que ce soit au niveau de la richesse ou du monde en général.



Marjolijn Breeuwer – Head of Investment Management, Pays-Bas

Adopter la diversité et l'inclusion est crucial parce que c'est ce que nos parties prenantes attendent de nous. C'est d'autant plus vrai que cela contribue à optimiser la performance. Une prise de décision optimale présuppose de recueillir plusieurs points de vue émanant de personnes hautement compétentes et complémentaires, surtout en matière de gestion de patrimoine. À cet égard, nous devons être sensibles aux préjugés, même inconscients. Nous nous engageons à élargir et à partager nos connaissances et notre sensibilité afin de pouvoir faire les meilleurs choix pour chacun de nos clients.

NOTRE IDENTITÉ D'INVESTISSEURS

En tant qu'entreprise, notre objectif s'énonce comme suit :

« Être la fiduciaire de patrimoine familial la plus digne de confiance. Nous cultivons et protégeons les actifs de nos clients comme nous le ferions pour les nôtres. Nous ajoutons de l'acuité et minimisons la complexité. Nous ajoutons la liberté et minimisons les soucis. »

Au cœur de notre démarche : notre approche des portefeuilles de placement de nos clients, notre identité d'investisseurs, définie par notre finalité, notre philosophie, nos processus et notre personnel.

78

Counterpoint 2020

OBJECTIF

Aider nos clients à faire une différence dans le monde grâce à l'impact que leurs investissements peuvent avoir, au-delà de leur rendement financier, sera au cœur de notre processus d'investissement.

1. PHILOSOPHIE

Nous serons toujours transparents dans nos convictions et nos valeurs. Nous nous voulons axés sur des résultats positifs pour nos clients. Nous serons clairs et cohérents dans ce que nous pensons important pour la construction de portefeuilles diversifiés.

2. PERSONNEL

Nos équipes sont habilitées à agir et à fournir à nos clients des prestations de première classe.

3. PROCESSUS

Nous disposons d'un processus de placement discipliné, reproductible et transparent qui garantit que tous nos clients bénéficieront de notre meilleure réflexion, peu importe où ils se trouvent ou choisissent leur banque.

4. PERFORMANCE

Nous sommes responsables des résultats que nous obtenons. Nous agissons consciemment, soigneusement et résolument, et nous expliquons toujours l'impact de nos actions.



1. PHILOSOPHIE



4. PERFORMANCE



OBJECTIF



2. PERSONNEL

3. PROCESSUS



CINQ RAISONS DE COLLABORER AVEC NOUS

Nous sommes convaincus que l'avenir appartient à celles et ceux qui ont l'esprit d'entreprise, peu importe ce qu'ils font et d'où ils viennent. Nous comprenons que la finalité de la prospérité financière - aujourd'hui et pour les générations futures - est toujours éminemment personnelle.

Nous sommes animés par une ambition claire : gagner votre confiance par un engagement inébranlable à opérer les meilleurs choix, à faire fructifier votre patrimoine et à le protéger comme si c'était le nôtre.

1

ASSEZ PETITS POUR VOUS OFFRIR UN SERVICE PERSONNALISÉ, ASSEZ GRANDS POUR VOUS DONNER ACCÈS AU MONDE

Nous combinons une présence locale dans 50 villes européennes avec une vision véritablement globale. Nous offrons des conseils objectifs fondés sur votre situation personnelle et vos objectifs de vie, qu'il s'agisse d'avoir un accès efficace à des liquidités, de sécuriser votre patrimoine ou d'adopter de nouvelles idées pour le faire croître.

2

NOUS METTONS L'ACCENT SUR LE RELATIONNEL, PAS SUR LE TRANSACTIONNEL

Nous pensons que le succès commence par l'empathie. C'est pourquoi nous nous concentrons systématiquement sur vos convictions et vos priorités. Nous les traduisons de la manière qui sert le mieux vos intérêts. C'est pourquoi nos conseillers créent des ponts entre votre entreprise, votre famille et vos besoins en matière de patrimoine, en fournissant une expertise qui touche à la fois aux placements et à la planification financière à long terme.



3

NOUS GRANDISSONS AVEC VOUS

Notre taille est un atout. Nous sommes un partenaire flexible et direct. Nous prenons des décisions pragmatiques.

Nous sommes une banque sûre, avec un actionnaire fort, une base de capital solide, et qui est réglementée par la Banque centrale européenne. Avec une équipe de direction qui s'investit personnellement dans notre entreprise, nous sommes là pour longtemps - et pour grandir avec vous.

4

LES QUESTIONNEMENTS NE NOUS FONT PAS PEUR

Parce que nous savons que la confiance se mérite, nous cherchons toujours à faire ce qui est juste plutôt que ce qui est facile. En tant que conseillers indépendants, nous vous offrons les choix qui vous correspondent le mieux. Nous mesurons notre valeur par l'impact que nous produisons. Nous vous invitons à nous questionner à chaque étape.

5

NOUS OFFRONS UN RAPPORT QUALITÉ- PRIX TRANSPARENT.

Nous offrons une structure de prix et de services simple et compétitive, sans frais occultes. Nous rendons compte de notre performance de manière transparente et régulière.

NOUS PRENONS LE TEMPS D'ÉCOUTER

COMMENT POUVONS-NOUS VOUS
AIDER À INVESTIR DANS UNE VIE
PLUS ENRICHISSANTE ?

82

Counterpoint 2020





PULAETCO
A QUINTET PRIVATE BANK

Herrmann Debrouxlaan 46
1160 Brussels
Belgium
www.pulaetco.be



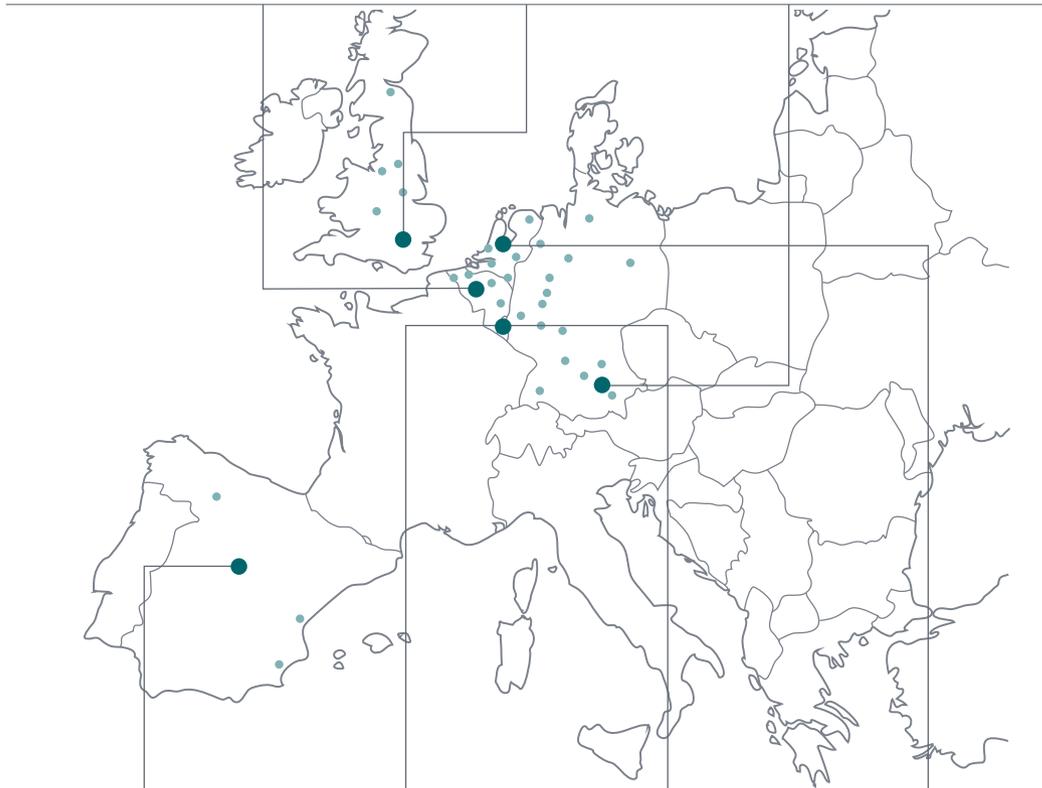
BROWN SHIPLEY
A QUINTET PRIVATE BANK

Founders Court, Lothbury
London EC2R 7HE
United Kingdom
www.brownshipley.com



MERCK FINCK
A QUINTET PRIVATE BANK

Pacellstrasse 16
D-80333 Munich
Germany
www.merckfinck.de




QUINTET ESPAÑA
PRIVATE BANK

57, Calle Serrano
E-28006 Madrid
Spain
www.quintet.com/es



QUINTET LUXEMBOURG
PRIVATE BANK

43, boulevard Royal
L-2955 Luxembourg
Luxembourg
www.quintet.com/lu



PULAETCO LUXEMBOURG
A QUINTET PRIVATE BANK

163, rue du Kiem
L-8030 Strassen
Luxembourg
www.pulaetco.lu

**insinger
gilissen**
A QUINTET PRIVATE BANK

Herengracht 537
1017 BV Amsterdam
The Netherlands
www.insingergilissen.nl

