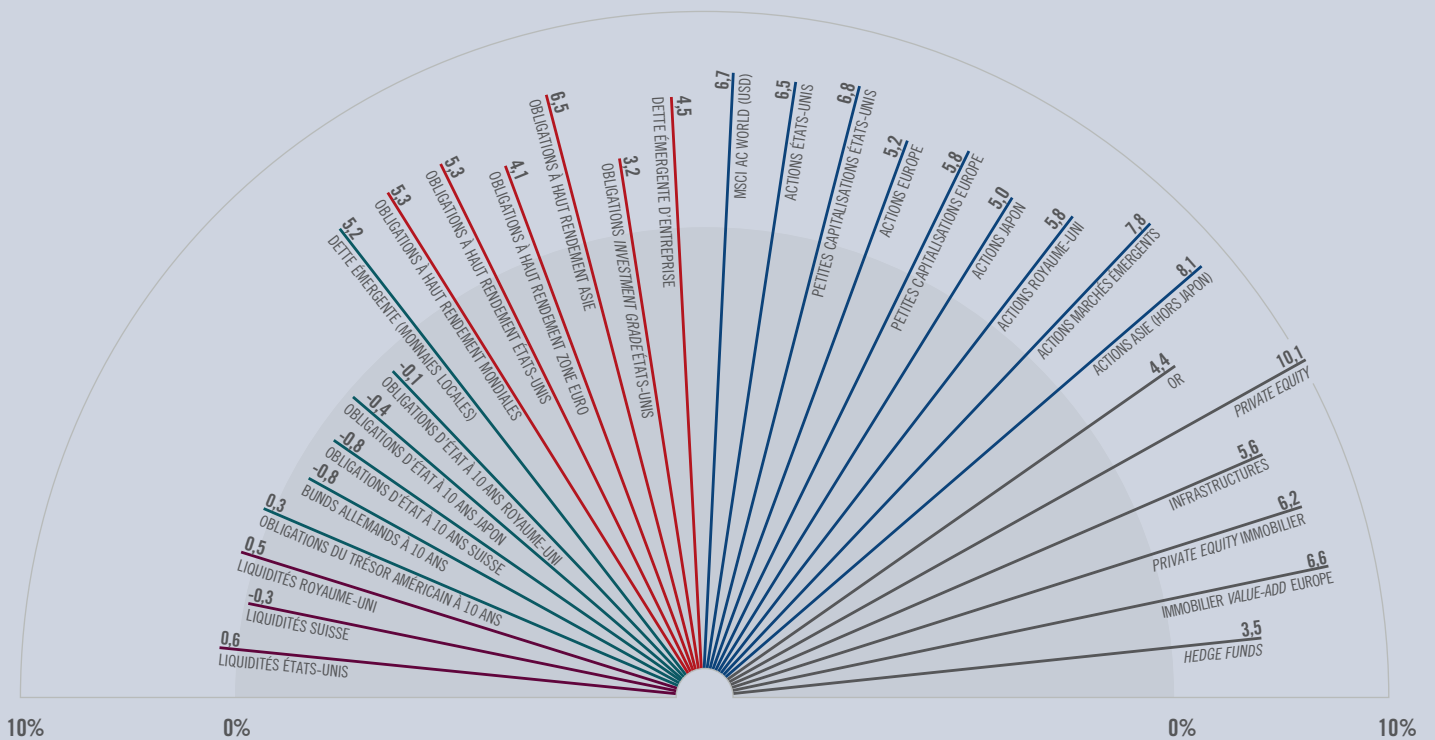


# HORIZON

RENTABILITÉS ATTENDUES POUR LES 10 ANS À VENIR  
NOUVELLES APPROCHES EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT



LIQUIDITÉS

OBLIGATIONS D'ÉTAT

OBLIGATIONS D'ENTREPRISE

ACTIONS

ACTIFS ALTERNATIFS ET OR

## TABLE DES MATIÈRES

Rentabilités attendues pour les 10 prochaines années selon Pictet Wealth Management	3
Une nouvelle approche de l'investissement stratégique après la pandémie	4
Dix messages essentiels	6
Le Covid-19 affectera durablement les rentabilités à long terme	8
Beyond <i>Horizon</i>	12
Des taux d'intérêt durablement bas sont synonymes de rentabilité supérieure pour les actions et les actifs assimilables	13
L'attrait d'une approche s'inspirant des fonds de dotation	23
L'investissement par objectifs: un style d'allocation stratégique innovant	24

### SCÉNARIOS CENTRAL, PESSIMISTE ET OPTIMISTE CONCERNANT LA CROISSANCE RÉELLE ET L'INFLATION

#### Moyenne 2020

Inflation %	Suisse	Etats-Unis	Zone euro	Royaume-Uni	Japon	Chine	Inde	Monde
Scénario pessimiste	-1,0%	0,2%	-0,3%	-0,5%	-0,3%	2,5%	2,2%	1,8%
<b>Scénario central</b>	<b>-0,5%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,2%</b>	<b>1,9%</b>
Scénario optimiste	0,4%	0,5%	0,8%	0,7%	0,5%	3,5%	4,2%	1,9%

Croissance réelle du PIB	Suisse	Etats-Unis	Zone euro	Royaume-Uni	Japon	Chine	Inde	Monde
Scénario pessimiste	-10,0%	-12,3%	-14,0%	-12,0%	-7,8%	-2,7%	-4,0%	-7,0%
<b>Scénario central</b>	<b>-7,5%</b>	<b>-7,7%</b>	<b>-9,5%</b>	<b>-10,5%</b>	<b>-5,8%</b>	<b>1,2%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-4,1%</b>
Scénario optimiste	-4,0%	-4,2%	-4,7%	-5,5%	-3,3%	2,8%	-1,5%	-1,2%

#### Moyenne 2029

Inflation %	Suisse	Etats-Unis	Zone euro	Royaume-Uni	Japon	Chine	Inde	Monde
Scénario pessimiste	0,7%	1,8%	1,0%	1,9%	0,0%	2,0%	4,0%	2,3%
<b>Scénario central</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>3,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>2,8%</b>
Scénario optimiste	1,9%	4,0%	2,0%	4,0%	1,2%	4,0%	6,0%	3,9%

Croissance réelle du PIB	Suisse	Etats-Unis	Zone euro	Royaume-Uni	Japon	Chine	Inde	Monde
Scénario pessimiste	1,3%	1,4%	0,8%	0,9%	0,2%	4,1%	6,3%	2,5%
<b>Scénario central</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,5%</b>	<b>0,7%</b>	<b>4,6%</b>	<b>6,8%</b>	<b>2,9%</b>
Scénario optimiste	2,0%	2,5%	1,7%	1,9%	1,2%	5,1%	7,3%	3,6%

Source: Pictet WM-AA&MR, juin 2020

# RENTABILITÉS ATTENDUES POUR LES 10 PROCHAINES ANNÉES\* SELON PICTET WEALTH MANAGEMENT

	10 ANS	RENTABILITÉS NOMINALES TOTALES PAR MONNAIE SUR LA BASE D'UNE APPROCHE MODIFIÉE DE LA PARITÉ DE POUVOIR D'ACHAT (PPP)*				
	Local (approche PPP modifiée)	CHF	USD	EUR	GBP	
<b>LIQUIDITÉS</b>						
Liquidités Etats-Unis	0,6%	0,6%	0,6%	-0,6%	-1,0%	
Liquidités Europe	-0,1%	1,1%	1,1%	-0,1%	-0,5%	
Liquidités Suisse	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-1,4%	-1,9%	
Liquidités Royaume-Uni	0,5%	2,2%	2,1%	0,9%	0,5%	
Liquidités Japon	0,0%	0,8%	1,3%	0,2%	-0,1%	
<b>OBLIGATIONS D'ETAT</b>						
Obligations d'Etat mondiales, toutes échéances	0,6%	0,4%	0,6%	-0,6%	-1,0%	
Obligations d'Etat mondiales à 10 ans	0,5%	0,4%	0,5%	-0,7%	-1,0%	
Obligations du Trésor américain à 10 ans	0,3%	0,3%	0,3%	-0,9%	-1,3%	
Bunds allemands à 10 ans	-0,8%	0,3%	0,3%	-0,8%	-1,2%	
Obligations d'Etat à 10 ans Suisse	-0,8%	-0,8%	-0,9%	-1,9%	-2,4%	
Obligations d'Etat à 10 ans Japon	-0,4%	0,5%	1,0%	-0,2%	-0,4%	
Obligations d'Etat à 10 ans Royaume-Uni	-0,1%	1,6%	1,5%	0,3%	-0,1%	
Dettes émergentes (monnaies locales)	5,2%	5,3%	5,2%	4,1%	3,6%	
Dettes émergentes (monnaies fortes)	4,7%	4,8%	4,7%	3,6%	3,1%	
<b>OBLIGATIONS D'ENTREPRISE</b>						
Obligations à haut rendement mondiales	5,3%	5,3%	5,3%	4,1%	3,7%	
Obligations à haut rendement Etats-Unis	5,3%	5,4%	5,3%	4,1%	3,7%	
Obligations à haut rendement zone euro	4,1%	5,2%	5,2%	4,1%	3,7%	
Obligations à haut rendement Asie	6,5%	6,6%	6,5%	5,3%	4,9%	
Obligations <i>investment grade</i> mondiales	3,1%	3,1%	3,1%	1,9%	1,5%	
Obligations <i>investment grade</i> Etats-Unis	3,2%	3,3%	3,2%	2,1%	1,6%	
Obligations <i>investment grade</i> zone euro	1,8%	2,9%	2,9%	1,8%	1,4%	
Obligations <i>investment grade</i> Asie	4,0%	4,0%	4,0%	2,8%	2,4%	
Dettes émergentes d'entreprise	4,5%	4,6%	4,5%	3,3%	2,9%	
<b>ACTIONS</b>						
MSCI World (USD)	6,5%	6,5%	6,5%	5,4%	5,0%	
MSCI AC World (USD)	6,7%	6,7%	6,7%	5,5%	5,1%	
Actions Etats-Unis	6,5%	6,6%	6,5%	5,3%	4,9%	
Petites capitalisations Etats-Unis	6,8%	6,9%	6,8%	5,7%	5,3%	
Actions Europe	5,2%	6,3%	6,3%	5,2%	4,8%	
Petites capitalisations Europe	5,8%	7,0%	7,0%	5,8%	5,4%	
Actions zone euro	5,4%	6,6%	6,6%	5,4%	5,0%	
Actions Japon	5,0%	5,8%	6,3%	5,2%	4,9%	
Actions Suisse	5,8%	5,8%	5,8%	4,7%	4,2%	
Actions Royaume-Uni	5,8%	7,4%	7,4%	6,2%	5,8%	
Actions marchés émergents	7,8%	7,9%	7,8%	6,7%	6,2%	
Actions Asie (hors Japon)	8,1%	8,2%	8,1%	7,0%	6,6%	
<b>ACTIFS ALTERNATIFS ET OR</b>						
Or	4,4%	4,5%	4,4%	3,3%	2,8%	
<i>Private equity</i>	10,1%	10,1%	10,1%	8,9%	8,5%	
Infrastructures	5,6%	5,7%	5,6%	4,5%	4,0%	
<i>Private equity</i> immobilier	6,2%	6,3%	6,2%	5,1%	4,6%	
Immobilier <i>value-add</i> Europe	6,6%	7,8%	7,8%	6,6%	6,2%	
<i>Hedge funds</i>	3,5%	3,5%	3,5%	2,3%	1,9%	

\*Les performances passées et les prévisions ne constituent pas en elles-mêmes des indicateurs fiables des performances futures.  
Source: Pictet WM-AA&MR, juin 2020

# UNE NOUVELLE APPROCHE DE L'INVESTISSEMENT STRATÉGIQUE APRÈS LA PANDÉMIE



## Christophe Donay

Responsable de la stratégie  
et de l'allocation d'actifs et chef stratéguiste



## César Pérez Ruiz

Responsable des investissements  
et Chief Investment Officer

Chère lectrice,  
Cher lecteur,

C'est avec un plaisir tout particulier que nous vous présentons l'édition 2020 d'*Horizon*, dans laquelle vous trouverez nos prévisions *top-down* à long terme pour les grandes économies, nos anticipations de rentabilité et nos réflexions sur l'allocation d'actifs stratégique.

La pandémie de Covid-19 nous ayant contraints à en reporter de quelques semaines la publication, nous en avons profité pour tenter d'apprécier l'impact à moyen et long terme de la crise sanitaire sur les marchés et les économies, au-delà du plongeon fulgurant auquel nous avons assisté ce printemps et du rebond rapide qui a suivi. Comme nous affrontons une situation totalement inédite et qu'il faudra sans doute attendre plusieurs années pour en mesurer toutes les conséquences, il nous a paru utile de réévaluer nos prévisions économiques ainsi que les perspectives de rentabilité des classes d'actifs.

A un horizon de 10 ans – période que nous jugeons la plus pertinente pour l'investissement stratégique – la récession soudaine et profonde provoquée par le Covid-19 semble avoir renforcé certaines tendances économiques et boursières existantes. Par exemple, tenues d'acheter les importants volumes de dette nouvellement émise par les Etats pour contrer les effets de la pandémie, les banques centrales ont abandonné l'idée de «normaliser» leur politique monétaire, tout en portant un intérêt grandissant à d'autres stratégies de relance économique, telles que la théorie monétaire moderne («Modern Monetary Theory») et le contrôle de la courbe des taux. Nous avons ainsi vu apparaître un régime monétaire «dominé par la dette», qui, en d'autres termes, vise à maintenir les taux durablement bas, afin de rendre l'explosion de l'endettement plus supportable. L'incidence de cette évolution sur les rentabilités varie selon les classes d'actifs. Tout d'abord, la crise sanitaire se traduit paradoxalement par une progression de la rentabilité attendue des actions – car nous estimons que le régime actuel subsistera pendant les 10 ans à venir – et des actifs non cotés. A l'inverse, la persistance de faibles taux d'intérêt dégrade les perspectives de rentabilité pour les obligations d'Etat et les liquidités. La nouvelle orientation des politiques monétaires confirme en outre qu'une approche assimilable à celle des fonds de dotation (*endowment funds*) reste la plus judicieuse en matière d'allocation d'actifs stratégique.

Nous demeurons convaincus que les concepts de régime et de changement de régime sont essentiels pour comprendre la dynamique économique et inflationniste sous-tendant l'évolution des classes d'actifs. L'exemple le plus flagrant concerne la Chine, dont la croissance du PIB annuel est passée de 12% en termes réels au début des années 90 à moins de 7% depuis 2015, et devrait reculer encore pour s'établir autour de 4% au cours des 10 prochaines années. Alors que nous tablons sur une accélération de l'inflation chinoise, qui devrait atteindre une moyenne de 3% par an, notre scénario central suppose que les grandes économies resteront dans l'ensemble

dans un régime d'inflation faible. Pourtant, même si cette hypothèse ne fait pas partie de notre scénario, les injections massives de liquidités effectuées par les banques centrales pour atténuer les effets de la pandémie pourraient entraîner un «changement de régime», c'est-à-dire une hausse de l'inflation globale susceptible de résulter de dépréciations et de dévaluations monétaires.

S'agissant des classes d'actifs traditionnelles, notre analyse laissait déjà entrevoir une diminution de la rentabilité des obligations d'Etat de référence: **nous prévoyons désormais une rentabilité nominale annuelle moyenne de 0,3% pour les bons du Trésor américain durant les 10 prochaines années (contre 9% pendant la majeure partie des 40 dernières années)**. De plus, nous affirmions dans les précédentes éditions d'*Horizon* qu'en raison de la dégradation attendue de leur rentabilité, les liquidités devaient servir de simple réserve de valeur, en attendant des opportunités d'investissement plus porteuses, plutôt que d'être une composante intrinsèque de l'allocation d'actifs stratégique. Etant donné le virage pris par les politiques monétaires, nous anticipons une nouvelle baisse de la rentabilité annuelle des liquidités au cours de la prochaine décennie. Le changement de régime de politique monétaire (et peut-être d'inflation) devrait en revanche profiter à certains actifs tels que l'or, dont la rentabilité annuelle moyenne attendue s'élève à plus de 4% (en dollars).

Depuis la première édition d'*Horizon* en 2013, nous avons amélioré et élargi notre couverture des moteurs d'investissement *top-down* pour les intégrer dans notre allocation stratégique. Ainsi, cette année, nous publions nos prévisions de rentabilité pour 41 classes d'actifs dans 4 monnaies. Les actifs non cotés revêtant une importance croissante dans notre stratégie d'investissement, nous présentons notamment nos anticipations concernant les infrastructures, et le crédit asiatique figure pour la première fois dans *Horizon*. Toujours soucieux d'approfondir notre analyse en matière d'allocation d'actifs stratégique, nous proposons par ailleurs un éclairage sur la finance comportementale et l'investissement par objectifs.

L'élargissement de notre couverture s'inscrit dans la volonté de Pictet Wealth Management de mieux identifier les dynamiques de rentabilité dans les différentes classes d'actifs. A cette fin, nous continuons à renforcer notre étude des «régimes» et veillons à ce que les modèles que nous utilisons pour notre analyse financière demeurent fiables.

Souhaitant désormais approfondir notre connaissance des tendances structurelles de fond susceptibles d'influencer nos prévisions de rentabilité à long terme, nous avons décidé de lancer «Beyond *Horizon*». Ce volet complémentaire de notre recherche *top-down* repose sur le postulat que toute évolution des régimes économiques est la résultante de plusieurs éléments structurels spécifiques. Nous avons pris le parti de nous concentrer sur sept d'entre eux, dont certains ont déjà été abordés dans les précédentes éditions d'*Horizon*.

Depuis 2014, par exemple, nous intégrons dans notre analyse les questions liées à l'innovation, à la «grande divergence» entre dynamique et viabilité de la dette dans le monde, aux changements démographiques ou encore à la montée des populismes. L'actualité du premier semestre 2020 a contribué à renforcer plusieurs de ces éléments structurels: la viabilité de la dette pourrait ainsi devenir problématique ces prochaines années, puisqu'en l'espace de quelques mois, le ratio dette publique/PIB des pays développés a bondi de 105% à 130% en moyenne. **Le défi que la Chine représente pour les Etats-Unis pourrait également prendre de l'ampleur avec, pour la toute première fois, l'émergence possible d'un monde bipolaire en termes de domination technologique et économique.** Voilà le cas de figure qui peut avoir une incidence importante sur nos prévisions.

**«Nous prévoyons une amélioration de la rentabilité à long terme des actifs non cotés et, paradoxalement, des actions. A l'inverse, la persistance de faibles taux d'intérêt dégrade les perspectives de rentabilité pour les obligations d'Etat et les liquidités»**

L'élaboration d'une allocation d'actifs stratégique constitue une étape cruciale de tout processus d'investissement, car c'est sur elle que reposent les décisions tactiques et l'essentiel de la performance à long terme. Pour parvenir à l'allocation la plus adaptée au contexte présent, nous allons approfondir encore notre recherche et faire la synthèse – de la manière la plus cohérente et la plus souple possible – de notre analyse macroéconomique, de nos convictions en matière de classes d'actifs et de nos allocations tactiques.

Enfin, l'édition 2020 d'*Horizon* évoque les derniers ajustements apportés à nos mesures du risque. Partant du principe que la volatilité offre une vision trop limitée du niveau de risque réellement assumé par les investisseurs, nous considérons depuis quelques années les pertes maximales comme un meilleur indicateur. Dans cette optique, nous nous intéressons cette fois-ci à la finance comportementale, qui débouche naturellement sur le potentiel lié à l'investissement par objectifs, un domaine foisonnant d'opportunités pour les spécialistes de l'allocation d'actifs stratégique.

Nous espérons que cette édition d'*Horizon* vous apportera un éclairage utile sur les aspects *top-down* que les gérants de Pictet Wealth Management prennent en considération pour élaborer leurs allocations d'actifs stratégiques, et que vous y trouverez des idées intéressantes pour atteindre vos propres objectifs d'investissement.

Nous vous souhaitons une agréable lecture. ■

## DIX MESSAGES ESSENTIELS

### Perspectives et tendances à long terme

1

#### **Le Covid-19 vient troubler les anticipations de rentabilité**

Face à la forte pression subie par les actifs risqués durant la pandémie, aux mutations structurelles de l'économie mondiale et aux distorsions causées par les plans de relance destinés à atténuer les effets de la crise sanitaire, nous sommes amenés à revoir nos prévisions de rentabilité à long terme pour différentes classes d'actifs, dont les liquidités, les obligations et les actions.

3

#### **Le régime de politique monétaire est dominé par la dette**

Le Covid-19 contribuera à l'accélération de plusieurs tendances à long terme, dont l'essor de l'économie virtuelle et la concentration croissante de la création de valeur, ainsi que de nouvelles approches en matière de politique économique, avec la mise en œuvre de mesures non conventionnelles visant à garantir le maintien de taux d'intérêt durablement bas.

2

#### **Les facteurs de croissance à long terme reviennent au premier plan**

Le coronavirus modifie la trajectoire de l'économie mondiale qui, après s'être contractée en 2020, pourrait connaître un solide rebond en 2021. La Chine devrait se redresser assez rapidement et, au fur et à mesure de la transformation de son économie, enregistrer une croissance moyenne plus faible à long terme. Nous sommes plus optimistes que les autorités américaines concernant les perspectives économiques à moyen et long terme des Etats-Unis, dont la productivité a légèrement progressé grâce au secteur technologique. Le pays devrait d'ailleurs conforter son avance sur l'Europe en termes de croissance.

4

#### **La montée des populismes perturbe les prévisions**

L'intervention accrue des banques centrales devrait contribuer à entretenir un régime de croissance modérée, tirée par l'innovation. Mais selon notre scénario négatif, la pandémie de coronavirus favorisera le développement de différentes formes de populisme, ce qui constituera une menace pour la croissance du PIB à long terme.

### Rentabilités attendues

5

#### **Les liquidités ne sont plus la panacée**

Notre analyse aboutissait déjà à la même conclusion ces dernières années. Désormais, nous sommes en outre convaincus que les Etats exerceront une «répression financière» destinée à maintenir des coûts d'emprunt bas pour le secteur public et les entreprises. La rentabilité annuelle moyenne des liquidités s'annonce de ce fait négative pour les 10 prochaines années en Suisse et dans la zone euro, et ne devrait pas dépasser 0,6% aux Etats-Unis. Alors que les taux d'intérêt sont voués à demeurer encore longtemps à un niveau très bas, les investisseurs devront envisager d'autres instruments de placement liquides pour profiter de meilleures perspectives.

**6****La rentabilité des actions devrait progresser**

En prenant comme point de départ l'année 2020, durant laquelle les résultats des entreprises vont fortement reculer du fait du coronavirus, la rentabilité attendue à 10 ans des actions augmente mécaniquement par rapport à nos calculs initiaux. Si le niveau obstinément bas des rendements obligataires peut contribuer à prolonger l'attrait des actions, les répercussions de la pandémie pourraient engendrer une baisse des revenus du capital découlant des dividendes.

**8****Il est judicieux d'accepter la prime d'illiquidité**

En raison de la baisse des rentabilités des classes d'actifs traditionnelles (obligations, liquidités), les investisseurs continueront de rechercher des alternatives performantes pour leurs portefeuilles diversifiés. La pandémie ouvre à notre sens de nouvelles perspectives pour les actifs assortis de longues périodes de blocage (comme le *private equity*) et susceptibles d'enregistrer des rentabilités annuelles moyennes à deux chiffres ces 10 prochaines années.

## Allocation d'actifs

**9****La volatilité va s'accroître**

Il faudra s'habituer à une volatilité nettement plus forte au cours des années à venir, sachant que les replis temporaires connaîtront une fréquence et une ampleur accrues. En conséquence, la diversification et la sélection resteront essentielles pour les investisseurs, qui devront affiner leur approche en matière de tolérance au risque. A cet égard, la finance comportementale sera de plus en plus adaptée pour augmenter la rentabilité des portefeuilles.

**7****Les perspectives de rentabilité sont négatives pour les obligations d'Etat et s'améliorent pour le haut rendement**

Du fait de la pression baissière prolongée sur les taux d'intérêt, les emprunts d'Etat de référence généreront des rendements annuels moyens dérisoires, voire négatifs, ces 10 prochaines années. Ils offriront ainsi une protection très insuffisante face à une hausse – même minimale – de l'inflation, à tel point que leur statut de valeurs refuges pourrait être remis en question. Alors que les titres *investment grade* pâtiront des perspectives moroses pour les emprunts d'Etat, les obligations à haut rendement, dont les caractéristiques sont plus proches de celles des actions, bénéficient de prévisions de rentabilité à long terme en hausse dans le contexte actuel. Par voie de conséquence, la dette émergente semble également offrir des perspectives plus attrayantes pour les investisseurs prêts à assumer le risque lié à cette classe d'actifs.

**10****Le style d'investissement propre aux fonds de dotation (*endowment funds*) conserve son attrait**

Face à la diminution des rendements obligataires, qui limite le potentiel des portefeuilles de type 60/40 (60% d'actions et 40% d'obligations) classiques, il sera d'autant plus urgent de trouver d'autres approches pour l'allocation d'actifs stratégique. Nous sommes convaincus qu'il est possible de dopper les rentabilités à long terme en combinant soigneusement les investissements à la manière des fonds de dotation, c'est-à-dire avec une exposition importante au *private equity*, aux actifs immobiliers et aux stratégies de rendement absolu.

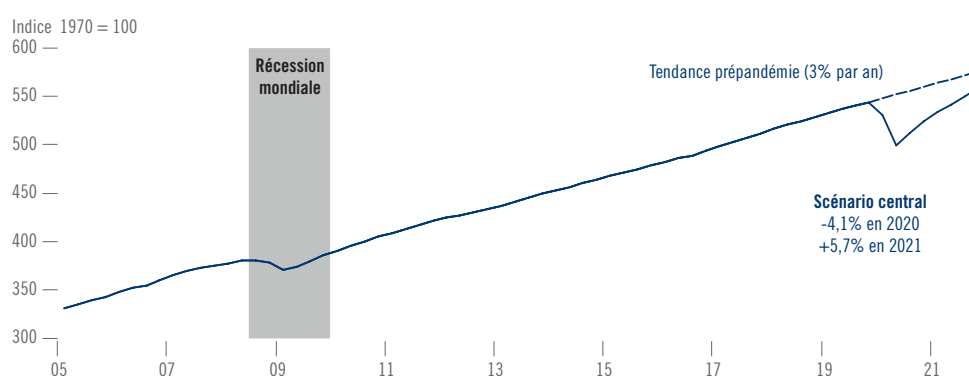
## LE COVID-19 AFFECTERA DURABLEMENT LES RENTABILITÉS À LONG TERME

Face aux multiples répercussions à long terme de la pandémie de coronavirus sur l'économie mondiale et sur les marchés, l'allocation d'actifs stratégique requiert plus que jamais diversification et sélection.

Avec la pandémie, les risques associés à notre scénario central à long terme ont augmenté et se multiplient beaucoup plus rapidement que les opportunités. Par ailleurs, la crise a mis un frein à la

croissance de l'économie mondiale avec, à la clé, une récession sans précédent en 2020. Nous anticipons une contraction du PIB mondial de plus de 4% en 2020, suivie d'un rebond de 5,7% en 2021 (voir graphique 1).

GRAPHIQUE 1: NOTRE SCÉNARIO CENTRAL, UNE RÉCESSION MONDIALE EN 2020



Source: Pictet WM-AA&MR, Fonds monétaire international, Thomson Reuters, avril 2020

Il faudra attendre 2022 pour voir le PIB réel mondial retrouver son niveau de fin 2019. La croissance tendancielle de la prochaine décennie sera plus faible que celle de ces 10 dernières années, comme souvent après une crise économique. Autrement dit, comme toute crise, la pandémie entraînera une perte définitive de PIB.

Nos prévisions pour 2020 et 2021 concernant le PIB mondial reposent sur deux hypothèses: il n'y aura pas de deuxième (ni de troisième) vague

et aucun confinement national ne dépassera les 60 jours.

Autre élément important: la pandémie nous a incités à réviser nettement nos prévisions de rentabilité à 10 ans pour toutes les classes d'actifs (voir graphique 2). Cet ajustement s'imposait non seulement en raison de la nouvelle trajectoire de l'économie mondiale, mais aussi parce que le point de départ de nos prévisions n'était plus le même pour la plupart des classes d'actifs. Par exemple:



- Les taux nominaux des bons du Trésor américain sont tombés en mai 2020 à 0,6%, un niveau historiquement bas, et ne se redresseront pas de sitôt, car le nouveau régime de politique monétaire s'inscrit dans la durée. Nous prévoyons de ce fait une baisse de la rentabilité totale des obligations d'Etat de référence, et notamment des bons du Trésor américain, susceptible d'atteindre 150 pb entre 2020 et 2029.
- La chute des principaux indices des marchés actions entre mi-février et mi-mars entraîne automatiquement un relèvement d'environ 90 pb de la rentabilité à 10 ans des actions par rapport à nos estimations de 2019. Comme toujours, une crise comme celle de 2020 crée des points d'entrée plus favorables, et donc des opportunités plus intéressantes pour les investisseurs à long terme.
- Nous prévoyons un net resserrement des *spreads* des obligations d'entreprise de qualité au cours des 10 ans à venir. Les rentabilités nominales annuelles devraient dès lors progresser de 90 pb aux Etats-Unis et de 140 pb en Europe par rapport aux anticipations figurant dans l'édition 2019 d'*Horizon*.

### Conséquences économiques et politiques

Bien qu'inégales d'un pays à l'autre, les conséquences économiques et politiques renforcent généralement les tendances structurelles identifiées au préalable. Plusieurs constats s'imposent:

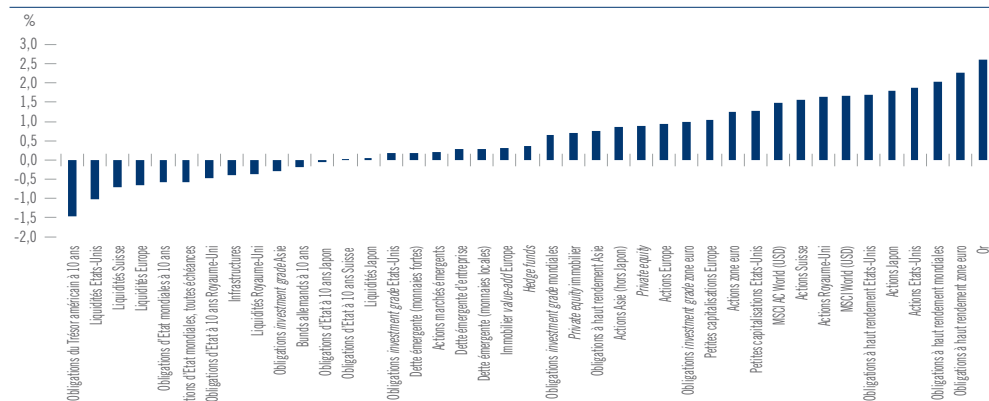
1. La hausse de l'endettement public et privé pourrait freiner la croissance réelle des économies, à la fois développées et émergentes.
2. L'intervention des banques centrales a évité une contraction des liquidités et un assèchement du crédit, au prix d'une instabilité financière accrue. Nos prévisions de rentabilité tiennent compte de ce paramètre, ainsi que

de l'endettement supplémentaire de l'ensemble des grandes économies. La prochaine crise pourrait bien être plus violente et plus difficile à gérer.

3. La question du financement des déficits publics abyssaux augmente considérablement le risque de répression et de confiscation financières, avec une imposition plus élevée des entreprises et des ménages.
4. L'indépendance des banques centrales sera de plus en plus remise en question. Pour les pays lourdement endettés présentant un déficit budgétaire important, la tentation sera forte de prendre le contrôle des instruments monétaires à des fins politiques.
5. Les pressions en vue d'une monétisation de la dette des Etats, passant notamment par une dévaluation monétaire, pourraient favoriser le retour de l'inflation et attiser la méfiance à l'égard des monnaies concernées, ce qui renforcerait *in fine* le risque de crise financière et économique.
6. Les achats directs et indirects d'obligations d'Etat par les banques centrales constituent déjà une monétisation de la dette publique. Nous nous rapprochons ici des idées de la théorie monétaire moderne. De plus en plus, ce sont les Etats qui déterminent la masse monétaire en circulation, indépendamment du dynamisme de l'économie. Si leur mainmise s'étend aux taux directeurs, alors les mécanismes de crédit conventionnels s'en trouveront transformés: les taux artificiellement bas entraîneront une valorisation tout aussi artificielle des actifs.
7. La démondialisation gagnera probablement du terrain, tandis qu'une nouvelle poussée des nationalismes et des populismes due à la pandémie pourrait changer en profondeur le style des politiques économiques.

« La pandémie nous a incités à réviser nettement nos prévisions de rentabilité à 10 ans pour toutes les classes d'actifs »

GRAPHIQUE 2: ÉVOLUTION DES RENTABILITÉS ATTENDUES À 10 ANS À LA SUITE DU COVID-19 (ENTRE MARS 2020 ET MAI 2020)



Source: Pictet WM-AA&MR, mai 2020

«L'approche des fonds de dotation présente un intérêt accru depuis la pandémie»

### Marchés financiers et allocation d'actifs

La pandémie pourrait contribuer à accentuer certaines des tendances économiques que nous évoquions dans les précédentes éditions d'*Horizon* ainsi qu'à accélérer l'évolution des politiques monétaires et budgétaires observée précédemment.

1. Economistes et stratégestes ne sont pas unanimes quant aux facteurs fondamentaux qui, depuis le début de la crise sanitaire, ont précipité la baisse générale des taux d'intérêt à un niveau proche de zéro, voire négatif. Cependant, le virage monétaire alliant contrôle de la courbe des taux et théorie monétaire moderne pourrait bien être un élément déterminant, car les banques centrales financeront les déficits publics tout en fixant les coûts de financement à un niveau très inférieur au taux de croissance nominale.
2. Ce nouveau style, en vertu duquel la Réserve fédérale détient par exemple déjà 26% des bons du Trésor américain, engendre une dislocation des mécanismes du marché obligataire. Les obligations d'Etat de référence pourraient bien perdre leur statut de valeurs refuges.

3. La très faible rentabilité des obligations d'Etat de référence entraîne une érosion du capital en valeur réelle (répression financière) et complique la création d'un portefeuille diversifié au moyen d'une allocation d'actifs stratégique équilibrée.

4. En matière d'allocation d'actifs stratégique, nous avons déjà dit que les liquidités n'étaient plus la panacée. Le nouveau style de banques centrales est un argument de plus dans ce sens.

5. La détérioration de la rentabilité réelle des obligations d'Etat se traduit par une diversification plus coûteuse, de sorte que l'allocation d'actifs stratégique 60/40 classique perd de son attrait. A l'inverse, l'approche des fonds de dotation, qui fait la part belle aux actifs alternatifs (*private equity*, actifs immobiliers et stratégies de rendement absolu), présente un intérêt accru depuis la pandémie.

---

6. Cependant, la hausse de l'endettement fait craindre une augmentation du risque d'insolvabilité. La sélection est de plus en plus incontournable, avec deux critères essentiels dans le choix des sociétés de *private equity*: l'accès à des financements à un coût raisonnable et la résilience en cas de choc économique.

En bref, aujourd'hui plus que jamais, le secret de l'allocation d'actifs stratégique tient en deux mots: diversification et sélection.

## BEYOND HORIZON

Pictet Wealth Management développe une nouvelle initiative appelée «Beyond Horizon» (*Horizon élargi*) pour examiner plus en profondeur les forces qui gouvernent les régimes économiques et leurs effets sur les classes d'actifs.

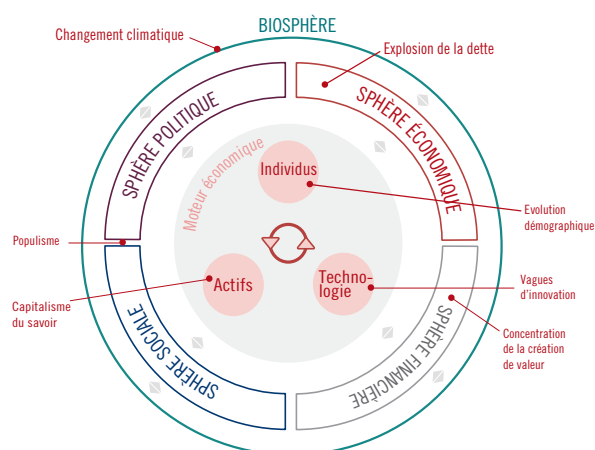
«Beyond Horizon» permet d'analyser les éléments structurels susceptibles d'influer très fortement sur notre environnement géopolitique, économique et financier, afin de mieux comprendre les facteurs déterminants pour les régimes économiques et les classes d'actifs, et d'en mesurer l'incidence sur la performance des actifs. Cette initiative doit nous aider à affiner en permanence nos prévisions à long terme et nos choix en matière d'allocation d'actifs.

Nous avons dégagé à ce stade sept forces déterminantes: le changement climatique, l'innovation, la démographie, le populisme,

l'explosion de la dette, la concentration croissante de la création de valeur et l'importance toujours plus grande du capital intellectuel. D'autres seront ajoutées ultérieurement. Trois de ces forces, à savoir la **démographie**, **l'innovation** et **le populisme**, sont déjà des piliers de l'analyse présentée dans *Horizon*.

Nous en avons identifié quatre autres, tout aussi cruciales à long terme. **Le changement climatique**, tout d'abord, est rapidement devenu une préoccupation majeure et a un impact sur les perspectives de toutes les économies. Ensuite, **l'explosion de la dette** dans un contexte de croissance en berne devrait inciter les investisseurs à rester attentifs aux différents niveaux de solvabilité. Par ailleurs, la transition vers **un capitalisme du savoir**, bâti sur des actifs intangibles et nourri par la valorisation des données, est bel et bien à l'œuvre. Tous les acteurs économiques sont concernés par le champ des possibles qui s'ouvre (et par les risques qui y sont associés). Enfin, **la concentration de la création de valeur** entre les mains d'un petit nombre d'agents économiques transforme l'univers d'investissement. L'exploration de ces nouvelles dimensions et d'autres à venir servira à affiner nos prévisions à long terme pour les grandes économies, pour toutes les classes d'actifs et pour notre allocation stratégique.

### SEPT FORCES DÉTERMINANTES INTÉGRÉES DANS L'ANALYSE TOP-DOWN GLOBALE DE PICTET WM-AA&MR



Source: Pictet WM-AA&MR, 12 juin 2020

## DES TAUX D'INTÉRÊT DURABLEMENT BAS SONT SYNONYMES DE RENTABILITÉ SUPÉRIEURE POUR LES ACTIONS ET LES ACTIFS ASSIMILABLES

Le niveau durablement bas des taux d'intérêt constitue le dénominateur commun de nos prévisions de rentabilité pour les 10 prochaines années. Les efforts déployés par les banques centrales pour abaisser le loyer de l'argent au minimum devraient se traduire par une détérioration des perspectives pour les liquidités et les obligations. En raison des taux bas et du changement de régime de politique monétaire, qui s'oriente vers des variantes de la théorie monétaire moderne («Modern Monetary Theory»), nous anticipons une nouvelle baisse de la rentabilité annuelle moyenne des liquidités au cours de la décennie à venir, avec des rendements probablement négatifs pour celles en euros et en francs suisses. La rentabilité des obligations d'Etat va également reculer: nous tablons sur un rendement moyen nettement inférieur à 1% aux Etats-Unis et sur des rendements négatifs en Europe et au Japon.

A l'inverse, compte tenu des effets des mesures politiques adoptées en réponse à la pandémie de coronavirus et des ajustements apportés à notre analyse des valorisations, les actions devraient générer des rentabilités plus élevées. Si l'on prend en compte un régime économique final inchangé, l'écart considérable entre les rentabilités effectives enregistrées cette année et les prévisions de rentabilité annualisée élaborées l'an dernier produit mécaniquement une hausse de la rentabilité attendue des actions pour les 10 prochaines années.

Les taux bas et la hausse des valorisations sont également favorables aux actifs non cotés: la rentabilité annuelle moyenne pourrait ainsi dépasser 10% (en dollars) pour le *private equity* et 6% pour l'immobilier non coté.

Avec une rentabilité annuelle moyenne attendue supérieure à 4% (en dollars), l'or sera sans doute l'un des rares actifs à bénéficier du changement de régime de politique monétaire (et peut-être d'inflation). Enfin, pour les investisseurs disposés à prendre des risques, la dette émergente et les obligations à haut rendement présentent un potentiel intéressant.

### Les liquidités ont perdu leur attrait

Selon notre analyse, les liquidités n'ont offert que de très faibles rentabilités corrigées de l'inflation au cours des 30 dernières années. Dans une période caractérisée par des taux d'intérêt très bas, voire négatifs, il est important de faire la distinction entre rentabilités réelles et rentabilités nominales. En données réelles, soit après prise en compte des impôts et de l'inflation, les liquidités paraissent peu intéressantes (voir tableau 1). Dans un contexte où le bas niveau des taux nous incitait déjà à réduire

nos prévisions, le changement de régime de politique monétaire en cours justifie une révision à la baisse encore plus marquée pour la décennie à venir, avec une rentabilité annuelle moyenne négative pour les liquidités en euros et en francs suisses et de 0,5% pour les liquidités en livres sterling.

S'ils souhaitent accroître leur potentiel de gain, les détenteurs de liquidités doivent déterminer le niveau de risque – de marché, de liquidité, de duration ou de crédit – qu'ils sont disposés à assumer.

TABLEAU 1: ÉROSION DU CAPITAL DE 100 UNITÉS DE LIQUIDITÉS AU COURS DES 10 PROCHAINES ANNÉES EN RAISON DE L'INFLATION ET DE L'IMPÔT SUR LA FORTUNE

	Prévisions d'inflation moyenne (%)	Impôt sur la fortune (%)	Capital résiduel	Erosion du capital (%)
Etats-Unis	1,71	0	84.17	-15,8
Etats-Unis <sup>1</sup>	1,71	6	50.85	-49,1
Japon	0,68	0	93.41	-6,6
Zone euro	1,39	0	86.95	-13,1
Suisse	1,09	1,01	80.89	-19,1

<sup>1</sup> En cas d'application d'un taux d'imposition sur la fortune de 6% à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2021

Source: Pictet WM-AA&MR, juin 2020

### Obligations d'Etat: la protection des portefeuilles aura un coût

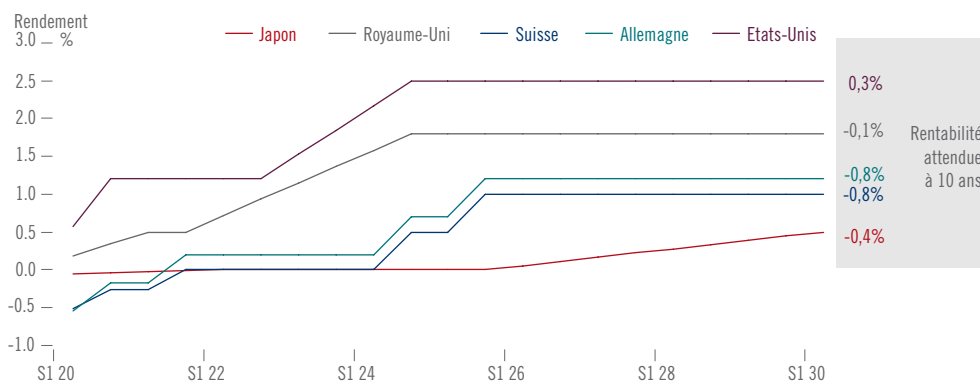
La rentabilité annuelle moyenne nominale des obligations d'Etat à 10 ans pourrait atteindre à peine 0,3% aux Etats-Unis, -0,4% au Japon et -0,8% en Allemagne au cours des 10 ans à venir (voir graphique 1).

Comme pour les liquidités, le maintien durable de taux bas par les banques centrales est synonyme de faibles perspectives de rentabilité pour les obligations d'Etat, traditionnellement considérées comme des actifs refuges. Au cours de la décennie à venir, les taux d'intérêt à long terme devraient remonter graduellement, ce qui permettra aux taux des emprunts du Trésor américain à 10 ans de progresser de 0,6% à 2,5% environ. Les taux souverains devraient toutefois rester structurellement inférieurs à la croissance nominale du PIB. Alors que nous anticipions un écart de 50 pb entre les deux aux Etats-Unis dans l'édition 2019 d'*Horizon*,

nous tablons désormais sur un différentiel de 150 pb. En conséquence, les coupons des obligations d'Etat ne suffiront pas à compenser la perte de valeur associée à une hausse – même modeste – des taux, hormis aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

En raison des taux structurellement bas qui découleront du changement de régime de politique monétaire, les investisseurs doivent s'attendre à ce que les obligations d'Etat à long terme génèrent un rendement faible, voire qu'elles comportent un coût (par le biais de taux d'intérêt négatifs) en échange de la protection qu'elles sont censées offrir. Autrement dit, les investisseurs disposeront d'un potentiel de performance moindre en contrepartie de la protection conférée par les obligations d'Etat de référence.

**GRAPHIQUE 1: SCÉNARIOS CONCERNANT LES TAUX ET LA RENTABILITÉ DES PRINCIPALES OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS\***



\* Les performances passées et les prévisions ne constituent pas en elles-mêmes des indicateurs fiables des performances futures.

Source: Pictet WM-AA&MR, juin 2020

### Obligations d'entreprise: le haut rendement devrait continuer sur sa lancée

Pour les obligations d'entreprise américaines de catégorie *investment grade*, nous tablons sur une rentabilité annuelle moyenne totale de 3,2% pour les 10 prochaines années, sur la base de nos anticipations du taux souverain à 10 ans et du *spread* entre la dette *investment grade* et les emprunts d'Etat à 10 ans. Leurs homologues en euros devraient quant à elles générer une rentabilité annuelle moyenne de 1,8% (voir graphique 2).

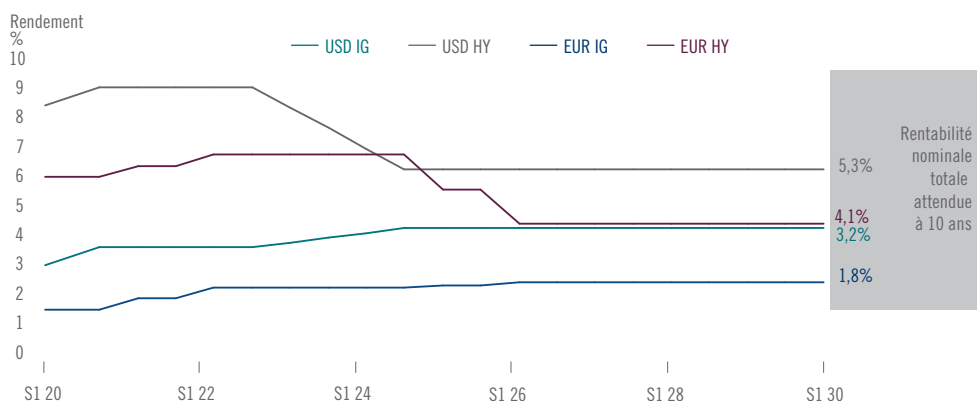
L'élargissement des *spreads* induit par la pandémie de Covid-19 en 2020 donne l'avantage au segment du haut rendement: compte tenu du potentiel plus élevé de

resserrement des *spreads* d'ici 2030, nous avons revu à la hausse nos prévisions de rentabilité annuelle moyenne à 10 ans pour les titres américains, à 5,3% (en dollars), contre 4,4% en 2019. Pour le *high yield* européen, nous anticipons une rentabilité annuelle moyenne de 4,1% (en euros).

Les *spreads* des obligations *high yield* ont tendance à évoluer parallèlement à la prime de risque des actions. Cette corrélation a toutefois ses limites, comme en mars 2020, où les *spreads* se sont relativement peu élargis grâce aux injections massives de liquidités visant à juguler l'impact économique du Covid-19.

« Le marché asiatique des obligations d'entreprise devrait poursuivre son développement et gagner en maturité »

**GRAPHIQUE 2: SCÉNARIOS CONCERNANT LES TAUX ET LA RENTABILITÉ DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISE DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS\***



\* Les performances passées et les prévisions ne constituent pas en elles-mêmes des indicateurs fiables des performances futures.

Source: Pictet WM-AA&MR, FactSet, avril 2020

### Les obligations d'entreprise asiatiques offrent des perspectives de rentabilité supérieure

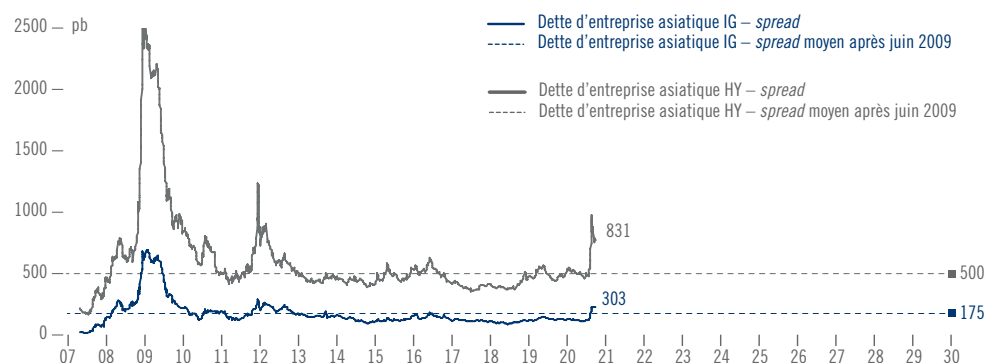
Soutenues par des *spreads* intéressants et par une meilleure qualité de crédit, les obligations d'entreprise asiatiques libellées en monnaie forte séduisent les investisseurs étrangers: ce marché a vu sa taille multipliée par sept depuis 2008.

Sachant que le développement du marché asiatique du crédit devrait se traduire à moyen terme par un resserrement des *spreads*, à des niveaux qui resteront toutefois supérieurs à ceux des marchés développés (voir graphique 3), nous anticipons une rentabilité annuelle moyenne de 4,0% pour la dette d'entreprise asiatique *investment grade* en monnaie forte (hors Japon) et de 6,5% pour la dette d'entreprise asiatique *high yield* en monnaie forte (hors Japon)

au cours des 10 prochaines années. La rentabilité annuelle moyenne en dollars du crédit asiatique devrait ainsi être supérieure à celle des obligations d'entreprise américaines, aussi bien *investment grade* que *high yield*.

Le marché asiatique des obligations d'entreprise devrait poursuivre son développement et gagner en maturité durant la décennie à venir, grâce à la rapide expansion économique de la région, à la volonté des entreprises locales de diversifier leurs sources de financement, à la nécessité pour les émetteurs asiatiques actifs dans des secteurs où les transactions se traitent en dollars américains d'atténuer les effets de change négatifs et, surtout, à l'appétit croissant des investisseurs internationaux pour le risque.

GRAPHIQUE 3: SPREADS DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISE ASIATIQUES INVESTMENT GRADE ET HIGH YIELD ET PRÉVISIONS POUR LES 10 ANS À VENIR\*



\*Les performances passées et les prévisions ne constituent pas en elles-mêmes des indicateurs fiables des performances futures.

Source: Pictet WM-AA&MR, FactSet, mai 2020

### La pandémie contribue à accroître la rentabilité des actions des marchés développés, qui demeure toutefois inférieure à la moyenne à long terme

A 6,5% (en dollars), la rentabilité annuelle attendue des actions américaines au cours de la prochaine décennie sera globalement inférieure de moitié à la moyenne des 10 dernières années glissantes. Notre prévision de rentabilité annuelle moyenne pour les actions européennes (5,4%) est

également inférieure à la moyenne historique. Nos révisions à la baisse auraient été encore plus nettes sans un point de départ très modeste (l'un des effets de la pandémie), raison pour laquelle nos anticipations de rentabilité à long terme sont supérieures aux niveaux énoncés l'an dernier.

Deux grands facteurs mettent les actions sous pression: la hausse des valorisations depuis la crise financière mondiale et le ralentissement



attendu de la croissance des bénéfiques, sur fond de détérioration des perspectives à long terme. Sachant que les taux souverains devraient rester plutôt bas, nous avons relevé nos prévisions de valorisation par rapport à l'an dernier. Dans le contexte actuel, le rendement du dividende devrait représenter près de 60% de la rentabilité des actions en Europe et près de 40% aux Etats-Unis, soit des niveaux supérieurs à la moyenne à long terme (voir tableau 2).

Les petites capitalisations sont exposées à des risques spécifiques et présentent une prime de valorisation très instable dans le temps. Dans ce contexte, et même si l'incertitude accrue fragilise nos anticipations, nous tablons sur une rentabilité annuelle moyenne de 6,8% pour les petites capitalisations américaines et de 5,8% pour leurs homologues de la zone euro (en monnaie locale).

**TABLEAU 2: PRINCIPAUX FACTEURS INFLUANT SUR LES RENTABILITÉS ATTENDUES À LONG TERME (EN%)\***

	Rendement du dividende attendu	PER initial	PER attendu	Croissance des bénéfices attendue (%)
Etats-Unis	2,1	16,9	16,5	4,0
Petites capitalisations Etats-Unis	1,7	21,7	22,0	4,6
Actions Europe	3,1	13,2	12,0	3,0
Actions zone euro	2,9	12,7	12,0	3,0
Petites capitalisations Europe	2,6	14,0	12,0	4,6
Actions Royaume-Uni	2,5	11,1	11,0	4,2
Actions Suisse	3,0	15,2	13,0	4,3
Actions Japon	2,2	11,9	12,0	1,8

\*Les performances passées et les prévisions ne constituent pas en elles-mêmes des indicateurs fiables des performances futures.

Source: Pictet WM-AA&MR, FactSet, avril 20200

### Les actions des marchés émergents ont un tigre dans le moteur

Les actions émergentes, qui sont soutenues par une croissance économique supérieure, devraient continuer de générer des rentabilités annuelles moyennes élevées au cours des 10 prochaines années (7,8%). Anticipant une dilution moindre des bénéfiques, des effets de change positifs et un effet de base favorable lié à la crise sanitaire, nous avons relevé nos prévisions de rentabilité par rapport à l'an dernier.

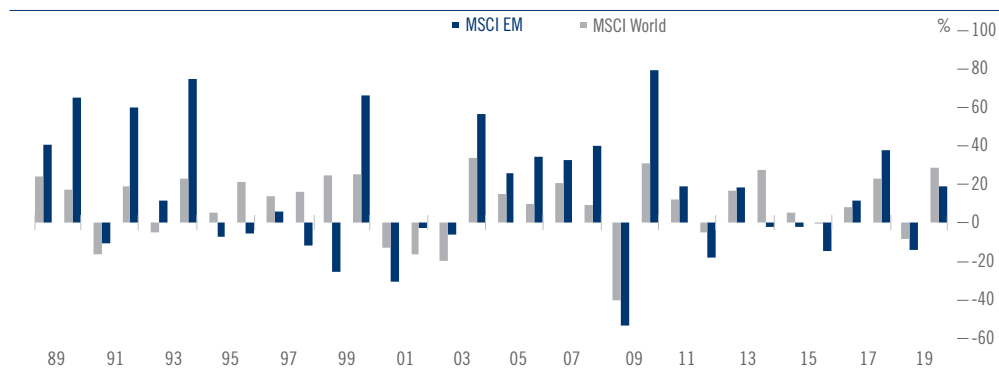
Selon nos prévisions, la surperformance importante enregistrée de longue date par les actions émergentes par rapport à leurs homologues des marchés développés devrait se poursuivre jusqu'en 2030 (voir graphique 4). L'écart est toutefois plus faible que ne pourraient le laisser supposer les seuls différentiels de croissance économique, en raison notamment du besoin vital qu'ont les entreprises des pays émergents de lever des capitaux et d'investir, ce qui dilue automatiquement leur bénéfice par action. La rentabilité supérieure des actions émergentes s'accompagne par ailleurs d'une majoration du risque qui, dans plus de la moitié des cas, est insuffisamment compensée. Cette classe d'actifs conserve malgré tout son attrait pour les investisseurs orientés vers le long terme et disposés à assumer ce surcroît de risque.

Comme le montre la décomposition de la rentabilité des actions émergentes, il convient de ne pas négliger les dividendes, qui représentent généralement un tiers de la rentabilité totale à long terme, ainsi que les effets de change, qui peuvent avoir un impact disproportionné sur la performance, particulièrement à court terme.

Au sein des marchés actions émergents, la montée en puissance de la Chine est loin d'être terminée: l'ouverture progressive de son économie devrait se traduire par une présence accrue des actions chinoises dans les indices de référence et dans les allocations d'actifs des investisseurs. D'ailleurs, investir dans les pays émergents revient de plus en plus à investir en Chine. Sans compter que la Corée du Sud et Taiwan, les plus grands marchés émergents en termes de capitalisation boursière derrière la Chine, sont étroitement liés aux cycles de production et d'approvisionnement de cette dernière.

« La surperformance importante enregistrée de longue date par les actions émergentes par rapport à leurs homologues des marchés développés devrait se poursuivre jusqu'en 2030 »

GRAPHIQUE 4: RENTABILITÉ ANNUELLE NOMINALE DES ACTIONS DES MARCHÉS ÉMERGENTS ET DÉVELOPPÉS (EN DOLLARS)\*



\*Les performances passées et les prévisions ne constituent pas en elles-mêmes des indicateurs fiables des performances futures.

Source: Pictet WM-AA&MR, FactSet, 6 janvier 2020

### Monnaies: le dollar suscite des incertitudes

De toutes les grandes monnaies, le dollar et le franc suisse sont les plus surévalués et le yen la plus sous-évaluée selon notre modèle. Le billet vert devrait se déprécier face à la plupart des monnaies à un horizon de 10 ans, sachant que les différentiels de taux d'intérêt, jusqu'ici favorables, se détériorent et que les taux réels américains restent durablement bas. D'après notre modèle, c'est le yen qui présente le plus grand potentiel de hausse.

Notre analyse révèle également une sous-évaluation de la livre sterling, qui nous paraît donc la plus à même de s'apprécier face aux autres monnaies (hors yen) au cours des 10 prochaines années. Un retour de la livre à sa valeur d'équilibre à long terme dépendra toutefois en grande partie des relations futures entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Le Brexit met en lumière les limites de notre modèle classique, qui n'intègre pas les changements de régime susceptibles de découler de chocs politiques, dont le risque est accru par l'essor des populismes.

### Le contexte s'annonce très porteur pour l'or

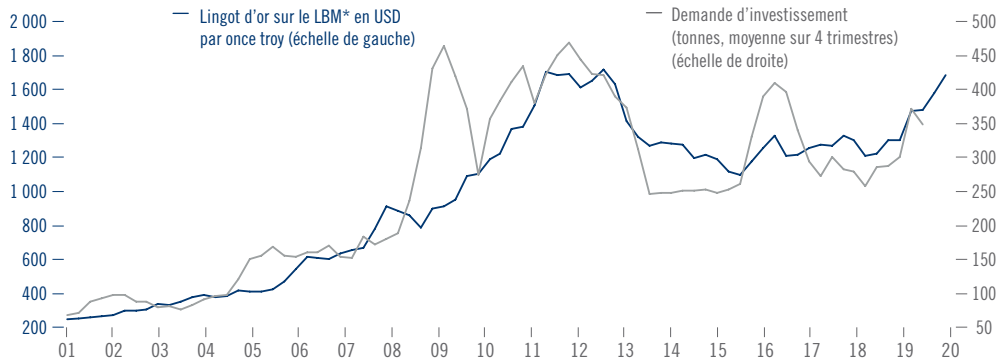
Selon notre modèle, le prix du lingot d'or devrait atteindre près de 2470 dollars l'once troy à un horizon de 10 ans (contre environ 1520 dollars à fin 2019), soit une rentabilité annuelle de 4,4% sur la période considérée. Alors que nous anticipons un repli de l'indice

du dollar d'environ 14% et une augmentation du bilan de la Fed (à un rythme nettement plus élevé que la croissance économique nominale aux Etats-Unis), le relèvement de nos prévisions concernant le métal jaune est atténué par le rebond attendu des taux réels américains. Sachant qu'une dépréciation du dollar semble de plus en plus probable, que les taux directs se situeront durablement au bas de leur fourchette effective et que la dette publique devrait se creuser davantage, les obligations d'Etat américaines apparaissent moins attrayantes que l'or, cette réserve de valeur sans risque de crédit.

Bien qu'elle représente à peine 30% de la demande totale d'or (voir graphique 5), la demande à des fins d'investissement constitue l'axe principal de nos projections de cours pour diverses raisons. Notre estimation de cette demande prend en considération le niveau du dollar américain, le taux réel américain à 10 ans et la taille du bilan de la Réserve fédérale américaine (Fed).

Le rebond attendu des taux réels s'annonce désormais très modeste, tandis que le bilan de la Fed devrait augmenter beaucoup plus rapidement que l'an dernier sous l'effet de la réactivation d'un vaste programme d'assouplissement quantitatif. Les niveaux d'endettement croissants et la forte hausse du bilan de la Fed en réponse à la crise sanitaire laissent peu d'espoir quant à une «normalisation» des conditions.

## GRAPHIQUE 5: OR ET DEMANDE À DES FINS D'INVESTISSEMENT



\*London Bullion Market (marché de l'or en lingot de Londres)

Source: Pictet WM-AA&MR, Refinitiv, avril 2020

### Le *private equity* se révèle une classe d'actifs à forte rentabilité

Selon nos estimations, le *private equity* devrait générer une rentabilité annuelle moyenne d'environ 10% au cours des 10 prochaines années, surclassant assez nettement les actions mondiales.

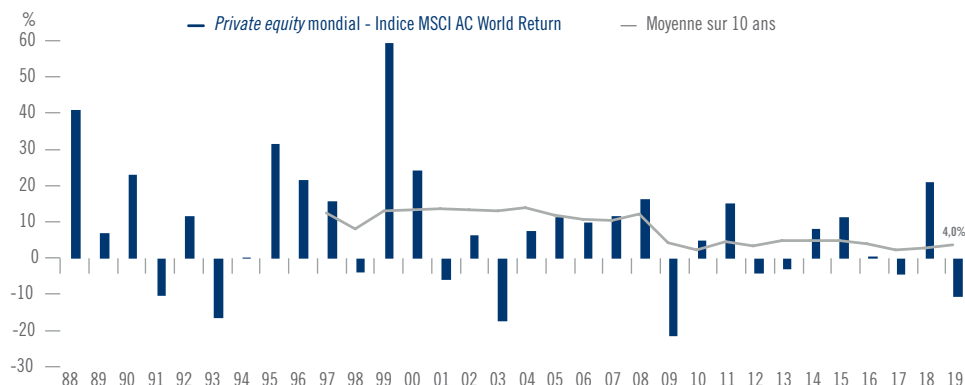
La baisse de la rentabilité attendue des portefeuilles classiques de type 60/40 a conduit les investisseurs à envisager des stratégies alternatives, d'où l'essor fulgurant du *private equity*, et plus généralement des actifs non cotés, au cours de la décennie écoulée. Compte tenu des anticipations de rendements durablement bas, les effets de levier devraient continuer de soutenir la rentabilité de cette classe d'actifs.

Le *private equity* offre des opportunités de diversification, une rentabilité stable et un alpha considérable par rapport aux actions cotées (voir graphique 6), à condition toutefois que les gérants soient choisis avec soin. Le suivi des sociétés, la capacité à déterminer le moment approprié pour se retirer des investissements, l'allocation sectorielle et un usage avisé du levier financier constituent les piliers de la rentabilité supérieure offerte par ce type d'investissement.

Le capital-risque, qui représente environ 13% des actifs de *private equity*, affiche une performance globalement comparable à celle de la classe d'actifs dans son ensemble.

« Sachant que les taux directeurs se situeront durablement au bas de leur fourchette effective et que la dette publique devrait se creuser davantage, les obligations d'Etat américaines apparaissent moins attrayantes que l'or »

## GRAPHIQUE 6: PRIVATE EQUITY – ÉCART DE PERFORMANCE ANNUELLE PAR RAPPORT À LA RENTABILITÉ NOMINALE TOTALE DE L'INDICE MSCI AC WORLD\*



\* Les performances passées et les prévisions ne constituent pas en elles-mêmes des indicateurs fiables des performances futures.

Source: Pictet WM-AA&MR, Pitchbook, mars 2020

« Les solides performances affichées par les infrastructures stratégiques non cotées devraient continuer de progresser »

### Les infrastructures deviendront une classe d'actifs incontournable ces prochaines années

Les solides performances affichées ces 10 dernières années par les infrastructures stratégiques non cotées (8,5% par an) devraient continuer de progresser à un rythme satisfaisant (bien que plus lent) durant la prochaine décennie (5,6% par an, voir graphique 7).

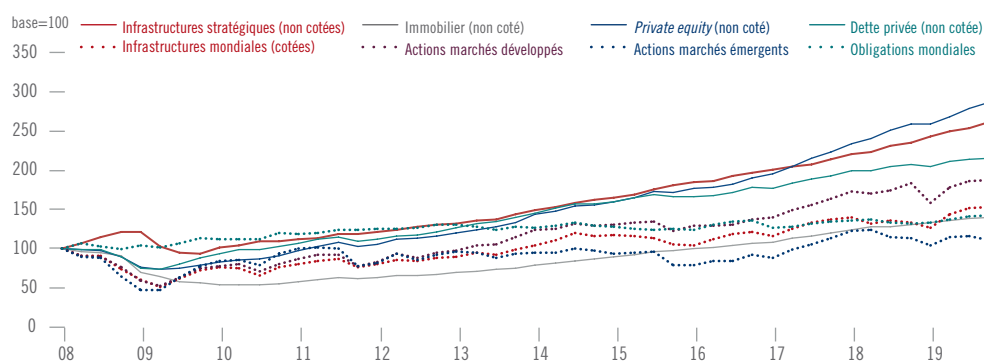
L'attrait de ce segment tient notamment à la visibilité et à la prédictibilité des revenus. En outre, comme de nombreux autres actifs non cotés, les infrastructures ne présentent qu'une corrélation limitée avec les marchés cotés et peuvent améliorer le profil risque-rendement des portefeuilles.

Les infrastructures non cotées – stratégiques, en particulier – forment une classe d'actifs relativement nouvelle, mais qui attire de plus en plus d'investisseurs orientés vers le long terme, séduits par la promesse de performances élevées et la contribution à la diversification de leur portefeuille.

Les infrastructures non cotées constituent un thème d'investissement appelé à durer. En effet, le secteur public n'aura pas les moyens de financer entièrement des besoins mondiaux qui connaîtront une forte hausse ces prochaines décennies, d'où la nécessité de faire appel à des capitaux privés. Par ailleurs, les infrastructures sont essentielles à l'atteinte des objectifs de développement durable des Nations Unies, ce qui les rend attrayantes aux yeux des investisseurs sensibles aux critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG).

Loin d'être homogène, cette classe d'actifs englobe un large éventail de profils de risque, de secteurs et d'échéances, la multiplicité des produits financiers ajoutant encore à la complexité. Une connaissance pointue des risques s'impose par conséquent. Il convient en outre d'analyser l'évolution des infrastructures non cotées dans des conditions de marché défavorables, afin d'évaluer leur rôle structurel potentiel au sein d'une allocation d'actifs axée sur le long terme.

GRAPHIQUE 7: LES ACTIFS NON COTÉS ONT TENDANCE À SURPERFORMER – PERFORMANCE HISTORIQUE DE DIFFÉRENTES CLASSES D'ACTIFS



Source: Pictet WM-AA&MR, Pictet Alternative Advisors, FactSet, Prequin Ltd, avril 2020

### L'immobilier non coté représente un atout dans une allocation d'actifs stratégique

Le marché mondial du *private equity* immobilier devrait générer une rentabilité annuelle de 6,2% en dollars et de 5,1% en euros au cours des 10 prochaines années.

La rentabilité de l'immobilier non coté correspond à l'écart de rendement par rapport aux obligations du Trésor américain à 10 ans. Alors que le différentiel à long terme est de 0,7% en moyenne depuis 1988, le *spread* est passé à 5,5% au cours des

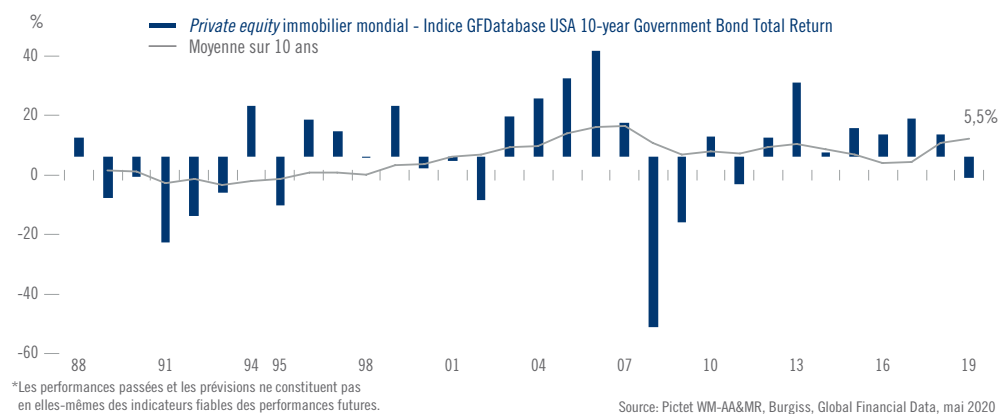
10 dernières années, reflétant l'impact de la crise des *subprimes* et l'environnement de taux bas qui prévaut depuis. La pandémie de coronavirus a par ailleurs conduit les banques centrales, y compris la Fed, à assouplir davantage encore leur politique monétaire. La prime de rentabilité moyenne sur 10 ans offerte par les actifs de *private equity* est de 5,5% (voir graphique 8), mais elle devrait légèrement augmenter dans l'environnement de taux actuel. Le niveau durablement bas des taux longs devrait renforcer l'attrait des investissements immobiliers et en soutenir les valorisations.

Les rentabilités attendues dans l'immobilier ont quatre composantes: le rendement actuel, qui devrait alimenter un tiers de la rentabilité totale au cours des années à venir, le levier financier (16% de la rentabilité totale au moins), la mise en valeur des biens immobiliers caractérisant les stratégies *value-add* (jusqu'à 35%) et, pour finir, les revenus découlant de choix intelligents en matière d'emplacement. Autrement dit,

comme pour les autres investissements en *private equity*, un gérant spécialisé dans la mise en valeur de biens immobiliers dispose principalement de deux moyens pour générer de l'alpha additionnel: l'utilisation optimale du levier financier et la transformation des biens pour en accroître les revenus et la valeur. Nous anticipons par conséquent une rentabilité annuelle moyenne de 6,6% en euros au cours des 10 prochaines années pour l'immobilier européen de type *value-add*.

L'immobilier protège les portefeuilles contre l'inflation plus efficacement que les obligations d'Etat. Les pressions inflationnistes ont tendance à provoquer une hausse des taux d'intérêt, qui se traduit par une baisse des prix des obligations en circulation et donc par des pertes pour les portefeuilles investis en obligations d'Etat. Dans l'immobilier en revanche, les loyers sont généralement indexés sur l'indice des prix à la consommation.

GRAPHIQUE 8: PRIME DE RENTABILITÉ NOMINALE POUR LE *PRIVATE EQUITY* IMMOBILIER PAR RAPPORT AUX OBLIGATIONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 10 ANS\*



### Les *hedge funds* sont des actifs assimilables aux actions, mais assortis de bêtas plus faibles

Les indices de *hedge funds* affichent un bêta inférieur à celui des indices actions mondiaux. Ils sont donc moins volatils, tout en générant des rentabilités plus faibles.

De 0,7 avant la crise financière de 2007-2008, leur bêta est depuis retombé à 0,5. Nous anticipons une rentabilité annuelle moyenne totale de 3,5% d'ici 2030, pour autant que le bêta moyen reste stable par rapport à celui des actions durant la prochaine décennie.

---

En résumé, rien n'est gratuit. Présenter un bêta inférieur à celui des actions est certes synonyme de volatilité plus faible, mais aussi de rentabilité moindre. Les *hedge funds* apparaissent donc plus attrayants dans un contexte difficile. **La sélection des stratégies et des gérants les plus appropriés peut cependant contribuer à accroître les rentabilités attendues.**

## L'ATTRAIT D'UNE APPROCHE S'INSPIRANT DES FONDS DE DOTATION

Face à la baisse du rendement d'un portefeuille 60/40 classique, les investisseurs doivent envisager d'autres types d'actifs. D'où l'intérêt accru pour l'approche des fonds de dotation (*endowment funds*) se caractérisant par une diversification efficace.

Les portefeuilles 60/40 (composés à 60% d'actions et à 40% d'obligations) ont généré une rentabilité annuelle moyenne de 8% chaque décennie depuis 1900. Cette rentabilité a même tourné autour de 10% à partir de 1980, avant de progresser encore de la fin des années 80 à la veille de l'an 2000. Les actions enregistraient alors de solides performances, tout comme les obligations, soutenues par la chute des rendements à long terme. Au cours de la décennie à venir en revanche, un portefeuille 60/40 classique investi sur le marché américain devrait afficher une rentabilité annuelle moyenne de seulement 4% (inférieure de moitié aux niveaux observés depuis 1980) due en grande partie à la baisse de la rentabilité des obligations.

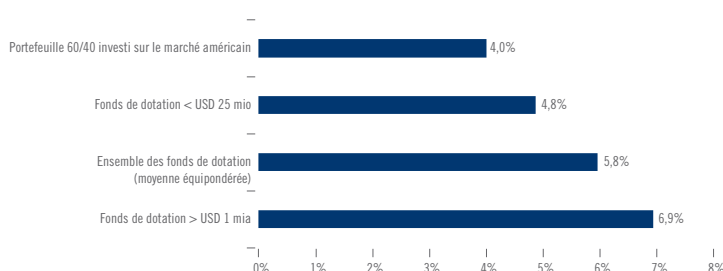
Face à ce constat, il peut être intéressant de chercher à investir à la manière des fonds de dotation, que ce soit en remplacement ou en complément d'une approche existante. Réservoirs de capital établis pour le compte d'organismes à but non lucratif et financés par le biais de dons et de libéralités, les plus grands fonds de dotation (plus de USD 1 milliard d'actifs sous gestion) sont généralement détenus par des universités américaines de renom.

Selon les chiffres compilés par la NACUBO (National Association of College and University Business Officers), ces fonds devraient atteindre une rentabilité moyenne à long terme de 7% par an (contre 7,2% en 2018). Nous tablons pour notre part sur un niveau annuel moyen de 5,8% à un horizon de 10 ans, pouvant aller de 6,9% pour les plus grands fonds à 4,8% pour les plus petits (*voir graphique*).

Les fonds de dotation ne suivent pas tous la même stratégie et sont en moyenne investis à hauteur de 30% dans des actifs alternatifs. Cette proportion peut toutefois dépasser 60% dans le cas des plus grands, ce qui explique pour une large part leur surperformance par rapport aux plus petits.

Sur le papier, la rentabilité à long terme des grands fonds après prise en compte du risque a donc tout pour plaire. Dans la pratique cependant, peu de particuliers peuvent investir dans des actifs alternatifs qui – à l'instar du *private equity*, des biens immobiliers acquis en direct et de certains *hedge funds* – contribuent de manière déterminante à la rentabilité supérieure de ce type de fonds. Des compétences particulières sont en effet nécessaires, sans oublier une mise initiale importante. Précisons également que ces actifs n'offrent pas le même niveau de liquidité que des instruments négociés sur les marchés réglementés. Néanmoins, au regard des rendements anémiques promis par les portefeuilles équilibrés 60/40, un style d'allocation d'actifs plus proche de celui des fonds de dotation n'en demeure pas moins attrayant.

### PRÉVISIONS DE RENTABILITÉS NOMINALES À 10 ANS – COMPARAISON ENTRE DES FONDS DE DOTATION ET UN PORTEFEUILLE 60/40 INVESTI SUR LE MARCHÉ AMÉRICAIN



Source: Pictet WM-AAMR, FactSet, NACUBO, juin 2020

## L'INVESTISSEMENT PAR OBJECTIFS: UN STYLE D'ALLOCATION STRATÉGIQUE INNOVANT

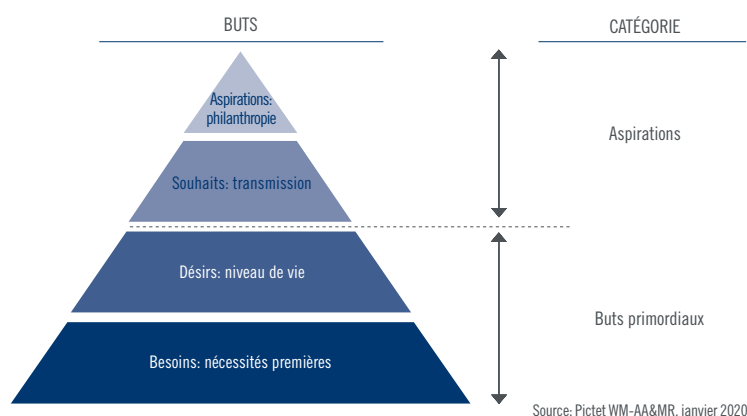
Avec des buts définis par l'investisseur lui-même, l'investissement par objectifs revisite l'allocation d'actifs traditionnelle, à la manière de l'approche des fonds de dotation.

L'investissement par objectifs (*goals-based investing*) cherche à maximiser la probabilité qu'un investisseur atteigne ses buts individuels, véritable raison d'être de ce processus de gestion. Il va beaucoup plus loin que les approches traditionnelles, qui se focalisent sur une allocation d'actifs «optimale» capable de battre le marché, définie uniquement sur la base du profil de risque de l'investisseur et des avoirs à sa disposition. A l'inverse, dans l'investissement par objectifs, qui exploite les récents progrès de la finance comportementale, l'allocation d'actifs repose sur la connaissance des particularités du client. Après un essor formidable ces dernières années, ce style d'allocation pèse aujourd'hui près de USD 2000 milliards.

Le principe sous-jacent de la gestion par objectifs est le suivant: les facteurs qui motivent les choix des investisseurs sont bien trop nombreux pour se réduire aux deux paramètres habituellement retenus au moment d'effectuer des placements (à savoir un certain niveau de rentabilité et le degré de volatilité accepté), en sachant que le risque ne saurait se mesurer uniquement d'après la volatilité des prix d'une classe d'actifs en particulier.

Les buts qu'un investisseur se fixe sont étroitement liés aux moyens qu'il va mettre en œuvre pour les atteindre. On pourrait même avancer que la démarche est, pour certains, tout aussi essentielle que la finalité elle-même. L'investissement par objectifs établit une distinction entre les buts primordiaux et ceux qui répondent

### LES «BUTS» DE L'INVESTISSEMENT PAR OBJECTIFS





---

purement à des aspirations. Ces deux grandes catégories comprennent, à leur tour, différents types de buts: nécessités premières (les besoins), niveau de vie (les désirs), transmission ou succession (les souhaits) et visées philanthropiques (les aspirations) (voir schéma).

L'investissement par objectifs présente de nombreux avantages. Il améliore la compréhension des biais comportementaux et émotionnels des investisseurs. Il permet de déterminer le capital à affecter aux buts poursuivis et de définir des engagements à plus

long terme. Et il convient aussi bien à une allocation d'actifs sur mesure qu'à des solutions personnalisées pour des groupes d'investisseurs homogènes (*mass customisation*). Cette approche est en outre très utile pour calculer la probabilité de concrétisation des objectifs d'un investisseur, ainsi que pour mesurer la contribution effective du gérant plutôt que sa performance par rapport à un indice de référence ou à un concurrent. Elle facilite une intégration cohérente de la finance comportementale dans le processus d'investissement. Enfin, elle délimite le risque de façon plus précise et plus pertinente que la gestion traditionnelle.

**Auteurs:** Pictet Wealth Management, Asset Allocation & Macro Research (Christophe Donay, Djâafar Aballeche, Lauréline Chatelain, Dong Chen, Thomas Costerg, Jean-Pierre Durante, Nadia Gharbi, Jacques Henry, Julien Holtz, Luc Luyet, Wilhelm Sissener)  
**Editeurs:** Pictet Wealth Management, Investment Communication (Isidore Ryan)  
**Graphisme:** groupe Pictet, Production Multimédia (Diana Messina)  
**Traduction et relecture:** groupe Pictet, Service des langues  
Juillet 2020

Ce document marketing n'est pas destiné à des personnes physiques ou à des entités qui seraient citoyennes d'un Etat ou qui auraient leur domicile dans un Etat ou une juridiction où sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation seraient contraires aux lois et règlements en vigueur.

Les informations, données et analyses qu'il contient sont fournies à titre indicatif uniquement. Elles ne sauraient être considérées comme des recommandations, que ce soit des recommandations de nature générale ou adaptées à la situation individuelle d'une personne quelle qu'elle soit. Sauf indication contraire, tous les cours et prix figurant dans le présent document sont fournis à titre purement indicatif. Aucune entité du groupe Pictet ne peut être tenue pour responsable de ces données, qui ne constituent en aucune façon une offre commerciale ou une incitation à acheter, à vendre ou à souscrire des titres ou tout autre instrument financier. Les informations fournies dans le présent document ne sont le résultat ni d'une analyse financière au sens des «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers ni d'une recherche en investissements au sens des dispositions applicables de la directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers (dite directive MiFID). Bien que les informations et les opinions figurant dans ce document proviennent de sources jugées fiables et soient obtenues de bonne foi, le groupe Pictet ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie, implicite ou explicite, quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité.

Nonobstant les obligations éventuelles d'une entité du groupe Pictet à son égard, le destinataire du présent document devrait examiner l'adéquation de la transaction envisagée avec ses objectifs individuels et évaluer de manière indépendante, avec l'aide d'un conseiller professionnel, les risques financiers encourus ainsi que les possibles conséquences sur les plans juridique, réglementaire, fiscal et comptable, et en termes de solvabilité.

Les informations, opinions et estimations contenues dans ce document reflètent une appréciation émise à la date de publication initiale, et sont susceptibles d'être modifiées sans notification préalable. Le groupe Pictet n'a en aucun cas l'obligation d'actualiser ou de tenir à jour les informations figurant dans le présent document. Lorsque celui-ci mentionne la valeur et le rendement d'un ou de plusieurs titres ou instruments financiers, ces données reposent sur des cours provenant de sources d'informations financières usuelles, et sont susceptibles de fluctuer. La valeur de marché des instruments financiers peut varier en fonction de changements d'ordre économique, financier ou politique, des fluctuations des taux de change, de la durée résiduelle, des conditions de marché, de la volatilité ainsi que de la solvabilité de l'émetteur ou de celle de l'émetteur de référence. L'illiquidité d'un marché peut rendre certains investissements difficilement réalisables. De même, les fluctuations des taux de change peuvent avoir un effet positif ou négatif sur la valeur, le prix ou le rendement des investissements mentionnés dans le présent document. Pour tout investissement sur un marché émergent, il convient de noter que les pays émergents présentent une situation politique et économique nettement moins stable que celle des pays développés, et sont ainsi exposés à un risque plus élevé de connaître des bouleversements politiques ou des revers économiques.

Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de la performance future. De plus, le destinataire du présent document est entièrement responsable des investissements qu'il effectue. Aucune garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la performance future. Par ailleurs, des prévisions ne constituent pas une indication fiable de la performance future.

Le contenu du présent document ne doit être lu ou utilisé que par son destinataire. Le groupe Pictet n'assume aucune responsabilité quant à son utilisation, à sa transmission ou à son exploitation. Par conséquent, toute forme de reproduction, copie, divulgation, modification ou publication dudit contenu est de la seule responsabilité du destinataire de ce document, à l'entière décharge du groupe Pictet. Le destinataire s'engage à respecter les lois et règlements en vigueur dans les Etats où il pourrait être amené à utiliser les données reproduites dans ce document.

Publié par Banque Pictet & Cie SA, le présent document ainsi que son contenu peuvent être cités, à condition que la source soit indiquée.

Banque Pictet & Cie SA est un établissement bancaire de droit suisse disposant d'une licence bancaire et soumis à la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

Tous droits réservés. Copyright 2020.

Distributeurs: Banque Pictet & Cie SA, Pictet & Cie (Europe) S.A.

## MENTIONS LÉGALES

### Disponible uniquement en anglais

SIX: "SIX Swiss Exchange AG ("SIX Swiss Exchange") is the source of the relevant SIX indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group and the data comprised therein. SIX Swiss Exchange has not been involved in any way in the creation of any reported information and does not give any warranty and excludes any liability whatsoever (whether in negligence or otherwise) – including without limitation for the accuracy, adequateness, correctness, completeness, timeliness, and fitness for any purpose – with respect to any reported information or in relation to any errors, omissions or interruptions in the relevant index or its data. Any dissemination or further distribution of any such information pertaining to SIX Swiss Exchange is prohibited."

MSCI: The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the "MSCI Parties") expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranties of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, fast profits) or any other damages. (www.msci.com)

FTSE: " FTSE International Limited ("FTSE") © FTSE 2018. "FTSE®" is a trade mark of the London Stock Exchange Group companies and is used by FTSE International Limited under licence. All rights in the FTSE indices and / or FTSE ratings vest in FTSE and/or its licensors. Neither FTSE nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the FTSE indices and / or FTSE ratings or underlying data and no party may rely on any FTSE indices, ratings and / or data underlying data contained in this communication. No further distribution of FTSE Data is permitted without FTSE's express written consent. FTSE does not promote, sponsor or endorse the content of this communication."

RUSSELL: Frank Russell Company ("Russell") is the source and owner of the trademarks, service marks and copyrights related to the Russell Indexes. Russell® is a trademark of Frank Russell Company. Neither Russell nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the Russell Indexes and / or Russell ratings or underlying data and no party may rely on any Russell Indexes and / or Russell ratings and / or underlying data contained in this communication. No further distribution of Russell Data is permitted without Russell's express written consent. Russell does not promote, sponsor or endorse the content of this communication."

FTSE/CITI: "Source: FTSE Fixed Income LLC ("FTSE FI") © FTSE FI 2018. "FTSE®" is a trade mark of the London Stock Exchange Group companies and is used by FTSE FI under license. All rights in the FTSE FI indices vest in FTSE FI and/or its licensors. Neither FTSE FI nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the FTSE FI indices or underlying data and no party may rely on any FTSE FI indices or underlying data contained in this communication. No further distribution of FTSE FI data is permitted without FTSE FI's express written consent. FTSE FI does not promote, sponsor or endorse the content of this communication."

JPMORGAN: "Information has been obtained from sources believed to be reliable but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2017, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved."

BLOOMBERG-BARCLAYS: Bloomberg Index Services Limited

STOXX: "STOXX Limited ("STOXX") is the source of The relevant STOXX indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group and the data comprised therein. STOXX has not been involved in any way in the creation of any reported information and does not give any warranty and excludes any liability whatsoever (whether in negligence or otherwise) – including without limitation for the accuracy, adequateness, correctness, completeness, timeliness, and fitness for any purpose – with respect to any reported information or in relation to any errors, omissions or interruptions in the relevant STOXX indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group or its data. Any dissemination or further distribution of any such in-formation pertaining to STOXX is prohibited."

MARKIT: "Copyright 2018, Markit Economics Limited. All rights reserved and all Intellectual property rights retained by Markit Economics Limited."

RICI/ICI-Beeland: Rogers International Commodity Index®, "Jim Rogers", "James Beeland Rogers, Jr.", and "Rogers" are trademarks and service marks of, and "Rogers International Commodity Index" and "RICI" are registered service marks of, Beeland Interests, Inc., which is owned and controlled by James Beeland Rogers, Jr., and are used subject to license. The personal names and likeness of Jim Rogers/James Beeland Rogers, Jr. are owned and licensed by James Beeland Rogers, Jr. Products based on or linked to the Rogers International Commodity Index® or any sub-index thereof are not sponsored, endorsed, sold or promoted by Beeland Interests, Inc. ("Beeland Interests") or James Beeland Rogers, Jr. Neither Beeland Interests nor James Beeland Rogers, Jr. makes any representation or warranty, express or implied, nor accepts any responsibility, regarding the accuracy or completeness of this website, or the advisability of investing in securities or commodities generally, or in products based on or linked to the Rogers International Commodity Index® or any sub-index thereof or in futures particularly.

TOPIX: The TOPIX Index Value and the TOPIX Marks are subject to the proprietary rights owned by Tokyo Stock Exchange, Inc. and Tokyo Stock Exchange, Inc. owns all rights and know-how relating to the TOPIX such as calculation, publication and use of the TOPIX Index Value and relating to the TOPIX Marks. No Product is in any way sponsored, endorsed or promoted by Tokyo Stock Exchange, Inc.

EMMI-EURIBOR: Euribor®, Eonia® and Europeo® are registered trademarks of EMMI a.i.s.d.l. All rights reserved. All use of these names must indicate that the index is a registered trademark.

NOMURA: The intellectual property rights and any other rights, in the Nomura indices belong to Nomura Securities Co., Ltd. ("Nomura"). Nomura does not guarantee accuracy, completeness, reliability, usefulness, marketability, merchantability or fitness of the Index, and does not account for business activities or services that Pictet group undertakes with the use of the Index.

S&P DOW JONES: The "relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group" is a product of S&P Dow Jones Indices LLC, a division of S&P Global, or its affiliates ("SPDJ") and Third Party Licensor, and has been licensed for use by Pictet group. Standard & Poor's® and S&P® are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC, a division of S&P Global ("S&P"); Dow Jones® is a registered trademark of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones");

Third Party Licensor Trademarks are trademarks of the Third Party Licensor and these trademarks have been licensed for use by SPDJ and sublicensed for certain purposes by Pictet group. It is not possible to invest directly in an index. The relevant product of the Pictet group are not sponsored, endorsed, sold or promoted by SPDJ, Dow Jones, S&P, any of their respective affiliates (collectively, "S&P Dow Jones Indices") or Third Party Licensor. Neither S&P Dow Jones Indices nor Third Party Licensor make any representation or warranty, express or implied, to the owners of the relevant product of the Pictet group or any member of the public regarding the advisability of investing in securities generally or in the relevant product of the Pictet group particularly or the ability of the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group to track general market performance. Past performance of an index is not an indication or guarantee of future results. S&P Dow Jones Indices and Third Party Licensor only relationship to Pictet Group with respect to the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group is the licensing of the Index and certain trademarks, service marks and/or trade names of S&P Dow Jones Indices and/or its licensors. The relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group is determined, composed and calculated by S&P Dow Jones Indices or Third Party Licensor without regard to Pictet Group or the relevant product of the Pictet group. S&P Dow Jones Indices and Third Party Licensor have no obligation to take the needs of Pictet Group or the owners of the relevant product of the Pictet group into consideration in determining, composing or calculating the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group. Neither S&P Dow Jones Indices nor Third Party Licensor are responsible for and have not participated in the determination of the prices, and amount of the relevant product of the Pictet group or the timing of the issuance or sale of the relevant product of the Pictet group in the determination or calculation of the equation by which the relevant product of the Pictet group is to be converted into cash, surrendered or redeemed, as the case may be. S&P Dow Jones Indices and Third Party Licensor have no obligation or liability in connection with the administration, marketing or trading of the relevant product of the Pictet group. There is no assurance that investment products based on the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group will accurately track index performance or provide positive investment returns. S&P Dow Jones Indices LLC is not an investment or tax advisor. A tax advisor should be consulted to evaluate the impact of any tax-exempt securities on portfolios and the tax consequences of making any particular investment decision. Inclusion of a security within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, nor is it considered to be investment advice.

NEITHER S&P DOW JONES INDICES NOR THIRD PARTY LICENSOR GUARANTEES THE ADEQUACY, ACCURACY, TIMELINESS AND/OR THE COMPLETENESS OF THE INDICES OR ANY DATA RELATED THERETO OR ANY COMMUNICATION, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, ORAL OR WRITTEN COMMUNICATION (INCLUDING ELECTRONIC COMMUNICATIONS) WITH RESPECT THERETO. S&P DOW JONES INDICES AND THIRD PARTY LICENSOR SHALL NOT BE SUBJECT TO ANY DAMAGES OR LIABILITY FOR ANY ERRORS, OMISSIONS, OR DELAYS THEREIN. S&P DOW JONES INDICES AND THIRD PARTY LICENSOR MAKES NO EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, AND EXPRESSLY DISCLAIMS ALL WARRANTIES, OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE OR AS TO RESULTS TO BE OBTAINED BY PICTET GROUP, OWNERS OF THE RELEVANT PRODUCT OF PICTET GROUP OR ANY OTHER PERSON OR ENTITY FROM THE USE OF THE INDICES OR WITH RESPECT TO ANY DATA RELATED THERETO. WITHOUT LIMITING ANY OF THE FOREGOING, IN NO EVENT WHATSOEVER SHALL S&P DOW JONES INDICES OR THIRD PARTY LICENSOR BE LIABLE FOR ANY INDIRECT, SPECIAL, INCIDENTAL, PUNITIVE, OR CONSEQUENTIAL DAMAGES INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, LOSS OF PROFITS, TRADING LOSSES, LOST TIME OR GOODWILL, EVEN IF THEY HAVE BEEN ADVISED OF THE POSSIBILITY OF SUCH DAMAGES, WHETHER IN CONTRACT, TORT, STRICT LIABILITY, OR OTHERWISE. THERE ARE NO THIRD PARTY BENEFICIARIES OF ANY AGREEMENTS OR ARRANGEMENTS BETWEEN S&P DOW JONES INDICES AND PICTET GROUP, OTHER THAN THE LICENSORS OF S&P DOW JONES INDICES.

NASDAQ: Nasdaq®, the relevant NASDAQ indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group, are registered trademarks of Nasdaq, Inc. (which with its affiliates is referred to as the "Corporations") and are licensed for use by Pictet Group.

HFR: © 2018 Hedge Fund Research, Inc. - All rights reserved. HFR®, HFRi®, HFRX®, HFRQ®, HFRU®, HFRl®, HFR PortfolioScope®, WWW.HEDGEFUNDRESEARCH.COM®, HEDGE FUND RESEARCH®, HFR IndexScope™, and HFR Risk Parity Indices™ are the trademarks of Hedge Fund Research, Inc. This information is obtained from sources that Hedge Fund Research, Inc. considers to be reliable; however, no representation is made as to, and no responsibility or liability is accepted for, the accuracy or completeness of the information. Information contained herein is subject to change at any time without notice. It is not possible to invest directly in a financial index. Exposure represented by an index is available through instruments based on that index. HFR does not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment products.

EURONEXT: ©2018 Euronext N.V. All Rights Reserved. The information, data, analysis and information contained herein (i) include the proprietary information of Euronext and its content providers, (ii) may not be copied or further disseminated except as specifically authorized, (iii) do not constitute investment advice, (iv) are provided solely for informational purposes and (v) are not warranted to be complete, accurate or timely."

ICE-BofA MERRILL LYNCH: ICE Data Indices, LLC ("ICE DATA"), is used with permission. ICE DATA, ITS AFFILIATES AND THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY SUPPLIERS DISCLAIM ANY AND ALL WARRANTIES AND REPRESENTATIONS, EXPRESS AND/OR IMPLIED, INCLUDING ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, INCLUDING THE INDICES, INDEX DATA AND ANY DATA INCLUDED THEREOF, OR DERIVED THEREFROM. NEITHER ICE DATA, ITS AFFILIATES OR THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY PROVIDERS SHALL NOT BE SUBJECT TO ANY DAMAGES OR LIABILITY WITH RESPECT TO THE ADEQUACY, ACCURACY, TIMELINESS OR COMPLETENESS OF THE INDICES OR THE INDEX DATA OR ANY COMPONENT THEREOF, AND THE INDICES AND INDEX DATA AND ALL COMPONENTS THEREOF ARE PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS AND YOUR USE IS AT YOUR OWN RISK. ICE DATA, ITS AFFILIATES AND THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY SUPPLIERS DO NOT SPONSOR, ENDORSE, OR RECOMMEND PICTET GROUP, OR ANY OF ITS PRODUCTS OR SERVICES.

ICE-LIBOR: The index data referenced herein is the property of ICE Data Indices, LLC, its affiliates ("ICE Data") and/or its Third Party Suppliers and has been licensed for use by Pictet group. ICE Data and its Third Party Suppliers accept no liability in connection with its use.

CME: "Used with permission from CME Group Inc. 2018"





Suivez nous sur LinkedIn pour recevoir nos dernières infos.

[linkedin.com/company/pictet-wealth-management](https://www.linkedin.com/company/pictet-wealth-management)



Suivez-nous sur notre blog Pictet Wealth Management.

[perspectives.pictet.com](https://perspectives.pictet.com)



Suivez-nous sur Twitter pour lire les réactions rapides et engagées de nos spécialistes de l'investissement et de nos analystes.

[twitter.com/pictetwm](https://twitter.com/pictetwm)



Abonnez-vous à notre chaîne YouTube pour visionner les derniers entretiens des spécialistes de Pictet consacrés aux stratégies d'investissement et aux questions macroéconomiques.

[youtube.com/pictetwm](https://www.youtube.com/pictetwm)