BBGI GROUP Global Investments

# Stratégie d'investissement

Janvier 2018

# OVERSEAS

## AN INVITATION TO TRAVEL

OVERSEAS
CHRONOGRAPH

VACHERON CONSTANTIN

GENÈVE, DEPUIS 1755

Contact us : +41 22 580 1755

Vacheron Constantin Boutiques
Geneva · Lucerne · Zurich

# TABLE DES MATIÈRES


**Introduction**

4 Lettre aux investisseurs et climat des investissements

**« Big picture »**

5-6 Nos principales convictions

**Scénario économique par région**

8-10 Vue globale
11-15 États-Unis
16-19 Suisse
20-23 Zone Euro
24-26 Royaume-Uni
27-28 Japon
29-30 Chine
31-32 Emirats Arabes Unis
33-35 Pays émergents

**Perspectives et stratégies par classe d'actifs**

38-40 Devises
41-43 Obligations internationales
44-45 Obligations suisses
46-48 Immobilier international
49 Immobilier suisse
50-52 Actions internationales - régions
53 Actions internationales - secteurs
54 Actions suisses
55 Actions suisses - secteurs
56-57 Matières premières
58 Alternatifs - Hedge funds & Private equity

**Stratégie globale - Allocation d'actifs**

60 Portefeuille CHF
61 Portefeuille EUR
62 Portefeuille USD

**Thème d'investissement - Focus**

64-67 Bitcoin: L'absence d'une valeur objective alimente la spéculation. Éclatement de la bulle en 2018 ?


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# INTRODUCTION

## Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Bonnes perspectives macro-économiques internationales en 2018
- Renforcement probable du cycle mondial de hausse des taux et de l'inflation
- Valorisations élevées et primes de risque réduites diminuent l'attrait des actifs risqués
- L'envolée du Bitcoin témoigne de l'euphorie spéculative croissante et inquiétante
- Les marchés financiers pourraient finalement souffrir de la remontée des taux longs

L'année 2017 s'est finalement terminée dans le calme, malgré les nombreuses sources d'inquiétudes politiques, géopolitiques et financières qui ont pourtant jalonné l'année et les derniers mois en particulier. La première année de présidence de Trump a fréquemment donné l'occasion de s'interroger sur le style, les méthodes et les décisions présidentielles, jusqu'au dernier trimestre qui aura finalement vu la réforme fiscale tant attendue se concrétiser, en soulevant des incertitudes fondamentales sur la capacité de financement de cette réforme et de son impact sur l'accroissement du déficit budgétaire. Les crises géopolitiques, les limogeages en séries autour de l'équipe présidentielle, la question de l'ingérence russe dans les élections américaine et les innombrables outrages diplomatiques de Trump n'ont pas eu de prise durable sur l'évolution des marchés. Les investisseurs se sont plutôt concentrés sur les données macro-économiques et les statistiques publiées qui ont, dès le deuxième trimestre, montré un renforcement très net de la conjoncture internationale. Dix ans après le début de la dernière crise financière, les actifs financiers ont encore progressé en 2017 et prolongé le « bull market » en cours depuis 2009, qui s'affiche ainsi en début 2018 comme le plus long depuis le début des années 70.

L'économie mondiale se porte donc de mieux en mieux, soutenue par des fondamentaux américains relativement solides et indépendants de la politique, mais aussi par l'amélioration de la conjoncture dans la plupart des autres économies. La croissance américaine s'est accélérée pour atteindre +3%, mais la zone euro s'est distinguée également en surprenant les observateurs par une hausse du PIB désormais proche de +2%. Le Japon et les pays émergents ont participé également à cette accélération du rythme de croissance mondial. Les perspectives sont encore bonnes pour 2018, grâce à une probable relance de la consommation privée et du cycle d'investissement. Mais il ne faut cependant pas écarter les risques d'un affaiblissement de la dynamique actuelle en seconde partie d'année.

La liquidité mondiale est restée importante en 2017, mais elle devrait diminuer avec la poursuite de la normalisation de la politique monétaire américaine et la fin probable du programme de QE en zone euro en fin d'année. Parallèlement, l'évolution de l'emploi pourrait désormais être suffisante dans un nombre croissant de pays pour provoquer enfin des hausses de salaires, soutenir la consommation et la conjoncture, mais aussi provoquer une progression graduelle de l'inflation. Dans ce contexte, les marchés de taux devraient subir des ajustements beaucoup plus notables en 2018 qu'au cours des précédents trimestres pour refléter plus justement l'amélioration des fondamentaux économiques, en particulier dans la zone euro. Après la hausse de près de +10% de l'euro contre franc suisse en 2017 et un retour du taux de change proche du niveau de 1.20, la BNS pourrait désormais envisager un prochain allègement de sa politique de taux négatifs. Le marché obligataire suisse sera ainsi un peu moins immunisé contre une relance du cycle global de taux qu'auparavant. Les marchés obligataires internationaux ont été faibles au 4ème trimestre et devraient sans doute l'être plus encore en 2018.

Le dernier trimestre a encore été favorable aux marchés actions qui ont dans l'ensemble tout de même perdu du « momentum », après une progression annuelle qui a poussé le niveau de valorisation à des niveaux extrêmes. Les sociétés américaines ont désormais des multiples historiquement élevés et devront réellement présenter des résultats en 2018 conformes aux attentes pour ne pas décevoir et provoquer des prises de profits des investisseurs. Du côté des primes de risques obligataires, l'écart de rendement entre titres du Trésor et obligations BBB est redescendu au niveau extrême atteint juste avant l'éclatement de la crise financière de 2008. Constatation similaire pour les indices VIX, considérés comme des mesures anticipées de futures fluctuations boursières, qui témoignent d'un optimisme à toute épreuve, ce qui est plutôt inquiétant en matière de gestion des risques et des opportunités. L'euphorie qui s'est emparée des crypto-monnaies et du Bitcoin en particulier est aussi un révélateur supplémentaire du caractère spéculatif qui influence toujours plus le climat boursier actuel.

L'effet de change devrait perdre en intensité en 2018 pour les investisseurs suisses, avec une probable stabilisation de l'euro vers 1.20 et une remontée du dollars limitée. La poursuite du renforcement de la conjoncture internationale accompagnera un renversement plus net du cycle des taux d'intérêt et une nouvelle phase d'ajustements des anticipations à long terme de l'inflation et des niveaux de taux longs exigés. La hausse des matières premières annoncée devrait se poursuivre grâce à la progression de la demande et à la stabilisation de l'offre. Nous annoncions une hausse probable des cours du brut vers 60$, qui s'est concrétisée, mais le contexte géopolitique pourrait encore contribuer à soutenir une poursuite de la progression du brut.

Aux niveaux actuels de valorisations des marchés actions et obligations, il ne subsiste que très peu de marge pour d'éventuelles déceptions. Les effets attendus sur les profits des entreprises par la réforme fiscale pourraient bien être déjà largement intégrés dans les cours actuels. A court terme, notre analyse des conditions de marchés suggère des risques de plus en plus importants au regard d'opportunités d'investissements désormais réduites. L'année 2018 pourrait être plus favorable sur le plan économique que financier. Nous recommandons une certaine prudence dans un tel contexte.

Alain Freymond
Associé
CIO BBGI Group

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# BIG PICTURE

# Principales convictions

- Renforcement du cycle économique global en 2018
- Fin des politiques monétaires accommodantes et contraction de la liquidité mondiale
- Relance de l'inflation et du cycle de hausse des taux longs
- Retour de la volatilité dans les marchés financiers
- Fondamentaux positifs pour l'énergie et les métaux précieux

### Le cycle conjoncturel mondial s'intensifie

L'année 2018 devrait voir la poursuite des tendances qui se sont mises en place au cours des derniers mois sur le plan macro-économique. La dynamique économique internationale s'intensifie sous l'impulsion initiale d'une accélération aux Etats-Unis qui profite à un grand nombre d'autres économies industrialisées et émergentes. La croissance américaine pourrait encore dépasser +3% au cours des premiers mois de l'année, alors que la plupart des économies développées réaliseront des performances supérieures à +2%. En Chine, l'année 2018 sera certainement un peu moins forte que ne l'a été l'année 2017, mais une croissance du PIB de 6.5% n'est pas impossible. L'Inde devrait enregistrer à nouveau en 2018 une croissance supérieure à celle de la Chine en progressant d'environ +7.4%. La plupart des pays émergents profitent aussi de ce climat conjoncturel plus favorable et les pays exportateurs de pétrole ou de matières premières devraient en particulier enregistrer de meilleurs résultats en 2018 qu'au cours des années précédentes, grâce à la hausse de la valeur de leurs exportations. A l'exception de quelques pays, comme le Royaume-Uni en perte de vitesse, on devrait donc globalement assister à une intensification du rythme de croissance de l'économie mondiale. Cette prévision n'intègre pas les éventuels impacts positifs qui pourraient être induits par la réforme fiscale américaine lorsque celle-ci pourra réellement développer des effets.

### Fin des politiques monétaires accommodantes et contraction de la liquidité mondiale

La politique monétaire américaine poursuivra sa phase de normalisation en 2018 avec un nouveau président à la tête de la Réserve fédérale. Jerome Powell devrait en effet poursuivre la politique de remontée graduelle des taux directeurs menée par Janet Yellen. Ceux-ci pourraient atteindre 2% - 2.25% en cours d'année. En zone euro, la BCE a annoncé qu'elle maintiendrait jusqu'en septembre sa politique de rachat d'obligations, mais en fonction des performances de l'économie européenne, il n'est pas exclu que des ajustements soient effectués avant la fin de l'année, sans pour autant que l'on assiste à une hausse des taux directeurs. Au Royaume-Uni et au Japon, le statu quo devrait perdurer, tandis qu'en Chine il est au contraire probable que la Banque centrale décide de remonter ses taux pour maintenir un différentiel stable avec les taux américains, cela en dépit d'une inflation relativement modeste pour l'instant. En Inde, la remontée de l'inflation de 1.4% à 4.8% au second semestre pourrait bien constituer le signe attendu d'une remontée des taux, même si pour l'heure, la politique menée semble plutôt attentiste.

### Relance de l'inflation et du cycle de hausse des taux longs

Les pressions inflationnistes ont été limitées en 2017 et essentiellement liées à des facteurs externes. Dans la plupart des économies, la progression de l'inflation a effectivement été induite par la hausse des cours du brut enclenchée en 2016, qui a développé des effets jusqu'en 2017. Dans certains pays, l'inflation a aussi été la résultante de situations spécifiques issues de l'évolution des taux de change. La chute de la livre et du yen par exemple ont soutenu la hausse de l'inflation importée. L'année 2017 restera en fait celle du succès des politiques menées par les banques centrales pour stopper la déflation et tirer l'inflation vers les objectifs qu'elles s'étaient fixés de 2% en règle générale. L'inflation a donc retrouvé un niveau « normal » alors que l'emploi s'améliore et que les tensions dans le marché du travail ne sont pas encore apparues.

L'année 2018 pourrait bien être celle des surprises sur le front de l'inflation sous l'impulsion de facteurs agissant de concert. En effet, le contexte macro-économique devrait être propice à de nouvelles négociations salariales et à des tensions également sur les cours des matières premières, soutenant une hausse des prix à la production et à la consommation. Un retour de l'inflation dans un contexte économique robuste devrait rapidement conduire à des ajustements de taux nominaux à long terme. Après quelques trimestres de stabilisation, les taux longs américains devraient être les premiers à relancer la tendance. La plupart des marchés obligataires devraient également subir des hausse de taux, les courbes de rendement pourraient globalement s'ajuster de 50 à 100 points de base en 2018.

### Retour probable de la volatilité dans les marchés financiers

L'année 2018 célèbrera peut-être la 10ème année d'un des plus longs « bull market » des 50 dernières années sans une correction, même temporaire, de plus de 20%. Les progressions des marchés actions en 2017 ont certes été soutenues par des fondamentaux économiques solides, mais les valorisations sont désormais relativement élevées en comparaison historiques. La hausse de l'indice S&P 500 des deux dernières années a atteint +50% dans un contexte de volatilité historique très inférieure à la moyenne. Les volatilités implicites des options ont même atteint des niveaux extrêmes (9%), inférieurs à ceux qui prévalaient avant l'éclatement de la crise financière en 2008 (10%) et bien loin des valeurs moyennes plutôt proches de 20%. Cet indicateur suggère aujourd'hui un niveau de complaisance et de confiance extrêmement élevé des investisseurs, qui n'envisagent pas de risques de correction prochaine des marchés financiers.

L'optimisme des investisseurs est aussi observable dans les marchés obligataires dont les primes de risques sont à nouveau particulièrement faibles. L'écart de rendement entre les obligations du Trésor américain et les titres BBB n'est plus que de 1.3%, très en dessous de la valeur moyenne de la décennie proche de 2%. Le rendement des obligations gouvernementales grecques à deux ans d'échéance (1.6%) est désormais inférieur à celui d'obligations à maturité comparable du Trésor américain (2.4%). Ces deux exemples soulignent la contraction des primes de risques observables dans plusieurs segments obligataires.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

En 2018, l'optimisme semble toujours présent, mais c'est sans doute plus encore l'absence d'alternative d'investissement qui pousse les valorisations des actifs financiers à des niveaux extrêmes. C'est aussi certainement cette absence d'alternative couplée à un optimisme soutenu par un flot de nouvelles économiques positives qui alimente des formes diverses de spéculation, telles que l'engouement totalement irrationnel qui s'est développé pour les crypto-currencies.

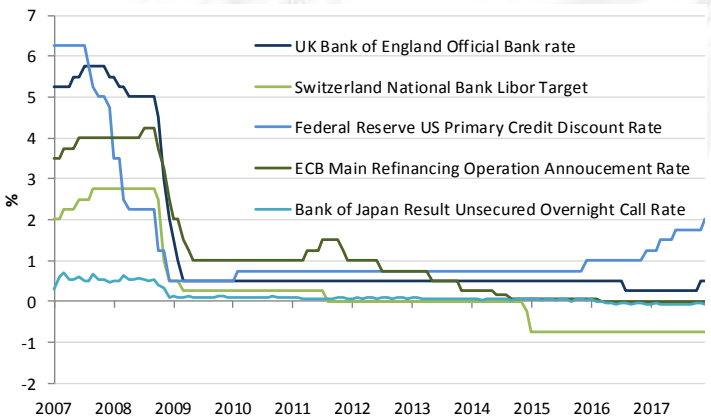
### Amélioration des fondamentaux pour l'énergie et les métaux précieux

Après six années de performances négatives et le plus long « bear market » depuis les années 70, les **matières premières** enregistrent enfin depuis 2016 des performances positives. Il est vrai que celles-ci sont encore modestes en comparaisons historiques, mais l'intensification de l'activité économique mondiale en 2018 devrait créer des conditions particulièrement positives pour l'évolution des prix des matières premières. Généralement considérées comme un actif financier de fin de cycle économique, les matières premières surperforment effectivement les marchés obligataires et les marchés actions en phase d'accélération conjoncturelle. Dans le cycle économique actuel, la convergence des cycles régionaux s'est enfin mise en place sous l'impulsion de la reprise américaine. La demande de matières premières devrait donc croître dans ce contexte, alors que depuis plusieurs années, les investissements ont fortement été réduits. La chute du CAPEX n'a pas seulement touché le secteur énergétique, mais il a largement affecté le secteur des matériaux de base et des métaux précieux, créant de ce fait les conditions d'une stabilisation et même d'une diminution des capacités de production et de l'offre.

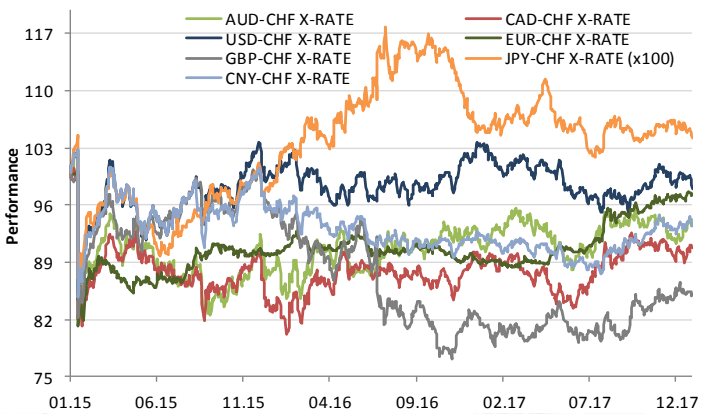
Dans le segment **énergie**, l'offre de brut s'est enfin stabilisée en 2017, grâce à l'action décisive menée par les pays de l'OPEP et la Russie qui se sont engagés à maintenir une politique de limitation de l'offre en 2018. Aux Etats-Unis, la production s'est également stabilisée à environ 9.5 millions de barils par jour, malgré une relance de la production de pétrole non conventionnel. La consolidation des cours du brut autour de 50$ le baril a certainement profité aux producteurs « shale oil » qui ont augmenté en 2017 de 1.6 millions de barils leur production globale aux Etats-Unis. Dans ce contexte, l'offre globale mondiale est pourtant en phase de stabilisation, alors que la demande mondiale a progressé en 2017 de 1.3 millions de barils par jour. En 2018 nous estimons que la demande pourrait déjà dépasser le niveau de l'offre et soutenir une poursuite de la hausse des cours qui sera accompagnée par une tendance régulière de réduction des inventaires. Sans un changement majeur de politique des pays de l'OPEP, les cours du brut pourraient donc poursuivre leur progression en 2018 et toucher 80$ en 2019.

En ce qui concerne les **métaux précieux**, la progression enregistrée par les cours de l'or en 2016 et 2017 ne reflète qu'en partie l'évolution de facteurs fondamentaux particulièrement positifs qui devraient soutenir de nouvelles progressions en 2018. Malgré toute l'attention portée par les investisseurs en 2017 sur les crypto-currencies, les valeurs du numérique et les actions en général, les cours de l'or ont enregistré une progression plutôt intéressante (+13%) en dépit également de la hausse des taux d'intérêt. Un retour de la volatilité sur les marchés financiers serait un facteur temporairement favorable pour les cours de l'or et de l'argent, mais c'est certainement les facteurs fondamentaux du marché physique qui pousseront les cours plus haut en 2018, conjointement à une hausse de la demande d'investissement. L'offre mondiale d'or physique reste contenue par des capacités de production limitées et par une offre de recyclage en déclin. Du coté de la demande, les banques centrales seront encore nettes acheteuses en 2018, mais c'est certainement une reprise plus sensible de la demande de joaillerie qui devrait se développer en Chine, en Inde mais aussi au Etats-Unis. La demande d'investissement devrait se renforcer dans le contexte financier, économique et géopolitique de l'année 2018. Les flux d'investissements dans des ETF en or physique devraient augmenter et peut-être déjà retrouver en 2018-2019 le niveau maximum qu'ils avaient atteints en 2013. Les cours de l'or et de l'argent devraient profiter de cet environnement favorable et progresser de 1'300$ à 1'500$ et respectivement de 17$ à 22$.

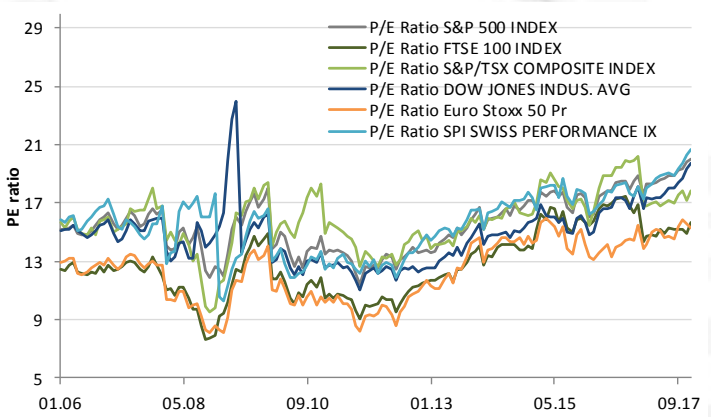
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



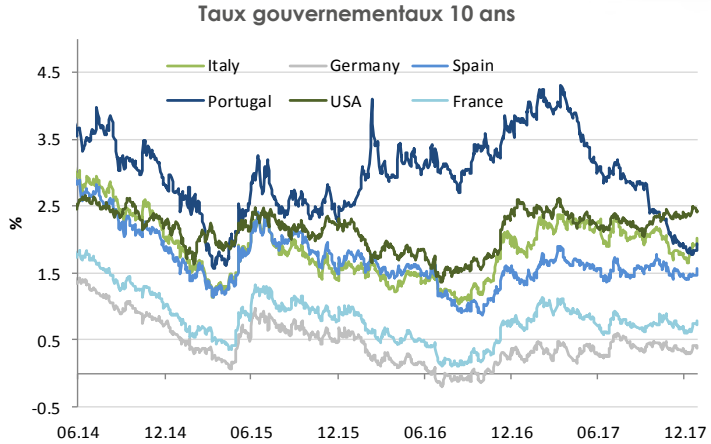

7 principales devises contre CHF (base 100)




PE des marchés développés




Taux gouvernementaux 10 ans




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

## Vue Globale

- Croissance américaine difficilement soutenable au-delà de +3%
- L'économie européenne gagne en puissance et s'affirme
- Effritement du PIB britannique malgré un accord à 50 milliards
- L'expansion économique se poursuit au Japon
- Accélération du PIB suisse en 2018 à +1.8%

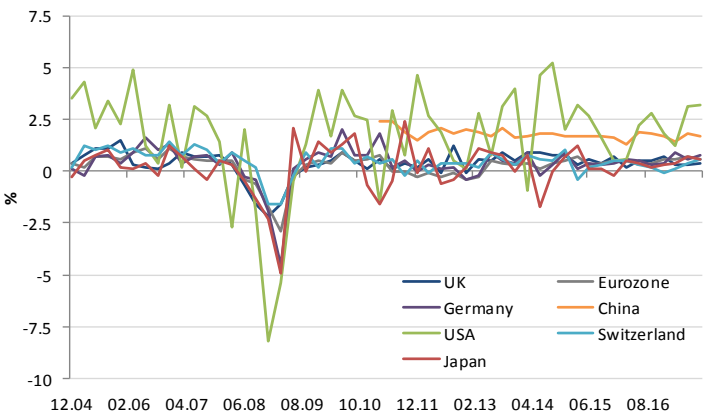
### Croissance américaine difficilement soutenable au-delà de +3%

L'économie américaine terminera certainement l'année 2017 sur une croissance annualisée d'environ +3% au 4ème trimestre, en ligne avec nos anticipations du début de l'année. Nous évoquions encore récemment le renforcement probable de la croissance américaine, portée par la consommation privée, l'investissement et les exportations qui devraient encore être des facteurs de soutien en début 2018. L'objectif de croissance fixé par la Réserve fédérale était de +2.4% en 2017; ce résultat devrait donc finalement être atteint grâce à l'accélération observée en seconde partie d'année. Nous estimons toujours qu'une croissance du PIB de +2.6% pour l'année est probable. Les indicateurs avancés pointent largement vers une intensification de l'activité économique en fin d'année et en début 2018. La plupart des indicateurs économiques laissent d'ailleurs espérer une poursuite de la tendance en place au-delà. En premier lieu, le consommateur américain devrait être conforté par le flux de nouvelles économiques positives et par la situation toujours plus positive du marché de l'emploi. La progression du revenu personnel devrait encore soutenir plus durablement encore la consommation des ménages. Du côté de l'investissement, les développements économiques récents ont affecté les niveaux de capacités de production, ce qui ne manquera pas de provoquer de nouveaux investissements dans un contexte plutôt favorable pour les marges des entreprises. La conjoncture économique aux Etats-Unis semble s'être installée sur un rythme de progression relativement élevé de +3%. Toutefois, il est intéressant de souligner que depuis 2000, l'économie américaine n'a que très rarement été en mesure d'enregistrer deux trimestres consécutifs de croissance annualisée supérieure à +3%. Le rythme actuel pourrait donc ne pas être soutenable longtemps en 2018, même si les estimations des conseillers économiques de la Maison-Blanche espèrent un impact durable des mesures fiscales récemment votées. Il est toutefois probable que l'introduction des nouvelles mesures fiscales sera effectivement positive pour la croissance économique, mais il est difficile d'en évaluer les effets réellement visibles en 2018. Il semble probablement plus raisonnable de compter sur une poursuite de la dynamique actuelle au cours des prochains trimestres, soutenue par les facteurs déjà en action, sans occulter toutefois les effets potentiels négatifs sur la croissance que la politique de normalisation des taux directeurs suivie par la Fed et la hausse des taux longs, qui s'intensifiera certainement en 2018 - avec la prise en compte des fondamentaux économiques et des risques de remontée de l'inflation - peuvent avoir sur l'évolution du PIB. Les attentes sont aujourd'hui élevées et ne pourront sans doute être atteintes que si le consommateur américain est au rendez-vous. Nos prévisions pour le premier semestre restent cependant optimistes, nous estimons que le rythme de +3% devrait encore pouvoir, pour un temps, se réaliser.

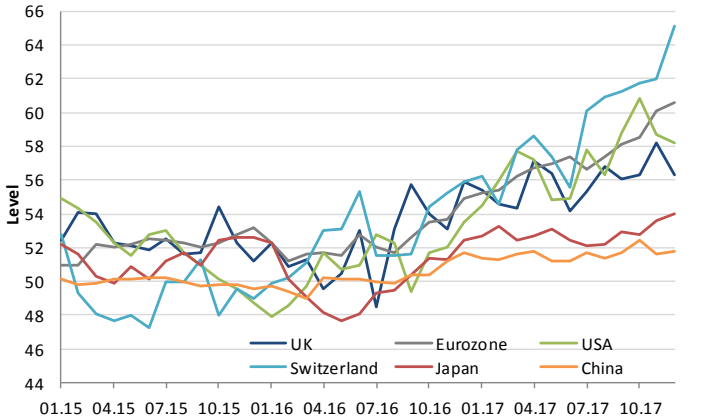
### L'économie de la zone euro gagne en puissance

Nos perspectives de croissance pour la zone euro comme pour la devise européenne étaient parmi les plus optimistes probablement en début d'année 2017, mais nous constatons avec une certaine satisfaction aujourd'hui, que la tendance estimée est en train de gagner en puissance. La BCE soulignait avec satisfaction que la croissance de la zone euro était solide et montrait des signes très clairs d'accélération. Mais les perspectives de relance de l'inflation sont restées elles beaucoup plus prudentes et n'ont pas été révisées nettement à la hausse. Les perspectives pour l'inflation en 2017 restent inchangées (+1.5%) et celles pour 2018 (+1.4%) et 2019 (+1.5%) sont à peine relevées,

PIB trimestriels




PMI manufacturiers




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

repoussant au-delà de 2020 certainement le moment où l'inflation atteindra son objectif de +2%.

La politique de taux directeurs devrait rester inchangée pour l'instant et les rachats de titres devraient se poursuivre, comme annoncé, jusqu'en septembre 2018 et au-delà, si nécessaire. La BCE semble confiante dans le succès de la politique menée pour relancer la croissance et renforcer la trajectoire haussière de l'inflation. Mais il sera encore certainement indispensable de conserver un degré substantiel d'accommodation monétaire, en l'absence justement de réelles pressions inflationnistes.

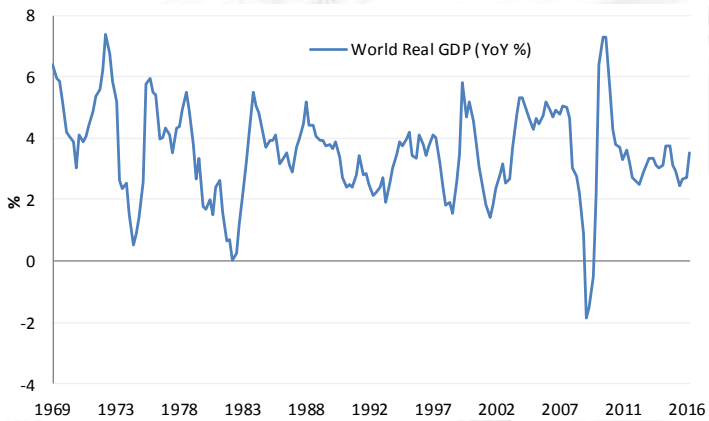
La hausse récente de l'euro contre dollar pourrait toutefois constituer une source d'incertitude, justifiant aussi du maintien d'une politique quantitative suffisante pour exploiter les marges de flexibilité du programme, conserver une capacité d'action et laisser le différentiel de taux d'intérêt s'accroître avec la poursuite du processus de normalisation des taux américains. Le renforcement de l'euro semble particulièrement logique dans le contexte d'accélération conjoncturelle, mais la BCE restera prudente pour ne pas laisser cette hausse mettre en danger la qualité de la reprise économique en cours. La BCE annoncera donc très prudemment en 2018 les éventuels recalibrages de son programme, dont l'ampleur reste la seule véritable inconnue, mais il est probable, selon nous, que le programme soit réduit de 60 à 40, voire 30 milliards par mois dès janvier 2018, en raison de l'assèchement des titres « achetables ». Nous n'envisageons toujours pas, dans ce contexte, de remontée des taux directeurs pour les prochains trimestres, cette éventualité étant toujours prévue seulement plusieurs mois après l'interruption du programme d'achat d'actifs.

Le PIB agrégé de la zone euro atteint désormais +2.6% en novembre et nos prévisions pour 2018 envisagent une croissance encore soutenue de +2.5%. Les deux principales économies européennes dépasseront le seuil de +2% (France +2.2%, Allemagne +2.4%), mais la contribution d'autres économies en nette reprise apporteront un supplément de croissance appréciable. L'Espagne démontrera certainement une dynamique solide en 2018 qui s'inscrira dans la lignée de la croissance supérieure à +3% qui sera sans doute enregistrée en 2017.

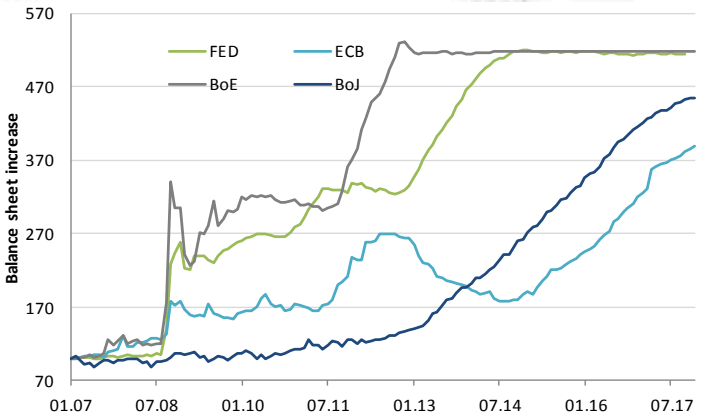
### Effritement du PIB britannique malgré un accord à 50 milliards

Le PIB du 3ème trimestre (+0.4%) confirmait à nouveau l'effritement déjà observé de la dynamique économique au Royaume-Uni, sans aggravation notable pourtant de la dynamique. La performance sur un an s'est stabilisée à +1.5%, ce qui conforte notre prévision d'une croissance inférieure sur l'ensemble de l'année 2017. Les exportations ont vu leur contribution diminuer de +1.7% au 2ème trimestre à -0.7% au 3ème trimestre. La consommation a plutôt favorablement surpris, en progressant de +0.2% à +0.6%, ce qui permet clairement au PIB de consolider son rythme de croissance, soutenu par ailleurs par une reprise de +0.3% des dépenses publiques. Les indicateurs avancés soutiennent l'argument d'un affaiblissement de la résilience du PIB; les perspectives de croissance pour l'économie britannique sont donc moins optimistes pour les prochains mois. La croissance du 4ème trimestre pourrait encore être de +0.3%, mais le ralentissement devrait donc être plus net en 2018. Le gouvernement britannique a finalement dû accepter une facture de 50 milliards pour relancer les négociations sur le Brexit avec l'UE. Cette capitulation ouvre la porte à la seconde étape indispensable des négociations, mais elle est loin d'en assurer le succès dans les délais. Il faudra encore plancher sur les innombrables difficultés juridiques et légales pour qu'un accord commercial fixant les modalités des relations entre les deux partenaires soit sous toit. La banque d'Angleterre est plutôt satisfaite de cet accord qui devrait diminuer les probabilités de sortie désordonnée du Royaume-Uni de l'UE. La reprise des négociations aura certainement un impact favorable sur le sentiment des consommateurs et sur la confiance des entrepreneurs. La dernière hausse des taux directeurs à 0.5% pourrait bien être suivie d'une longue période d'inaction. La BoE devrait, en effet, maintenir ce taux ou procéder à des hausses mineures en 2018.

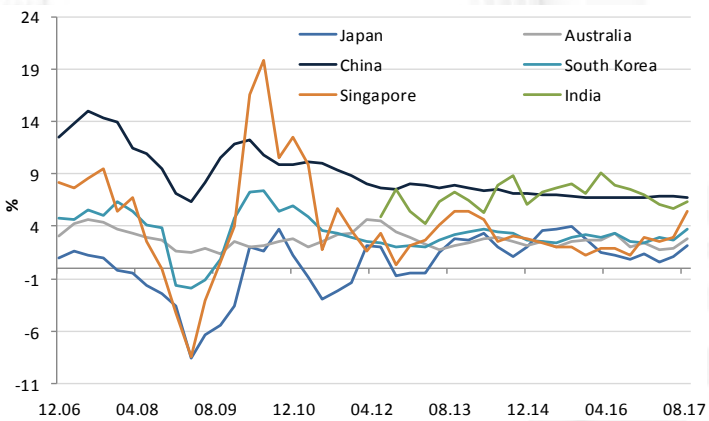
Croissance réelle de l'économie mondiale



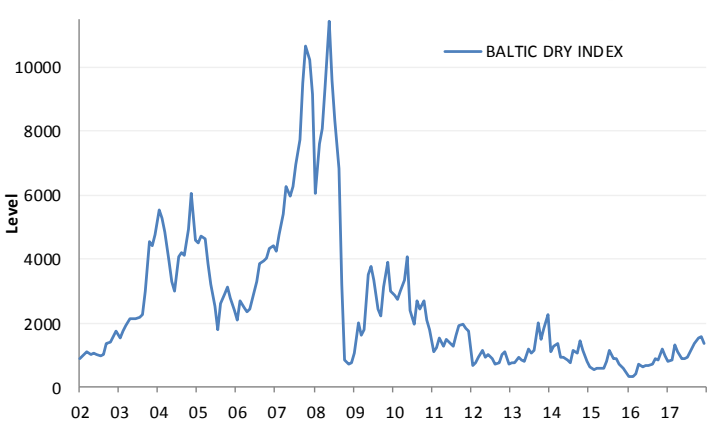

Liquidité mondiale




Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)




Baltic Dry Index




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

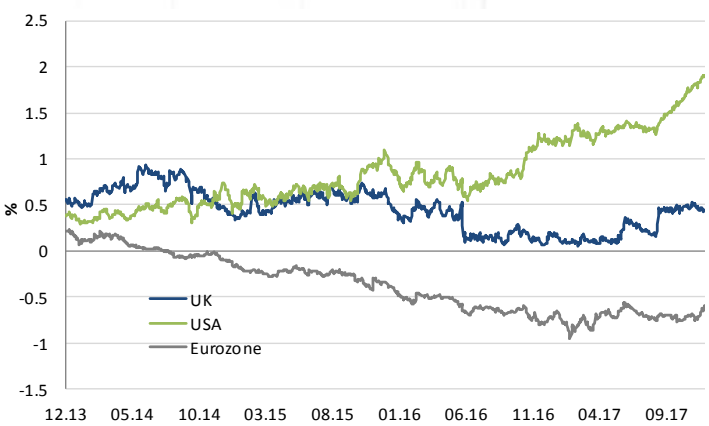
### L'expansion économique se poursuit au Japon

Après un résultat particulièrement solide au 2ème trimestre (+2.5% annualisé), la croissance du PIB du 3ème trimestre semblait un peu moins enthousiasmante en première estimation. Le PIB semblait avoir enregistré une nouvelle progression de +0.3% (+1.4% annualisé), ce qui marquait sa septième avancée consécutive et l'une des plus importantes séquences d'expansion des dix dernières années, mais ce développement montrait un certain tassement dans la performance économique du pays, avant la dernière révision indiquant une progression finalement bien supérieure, (+0.6% sur trois mois, soit à nouveau +2.5% en rythme annuel). Ce résultat ne remet donc pas en question les attentes d'une reprise plus nette en 2017 pouvant porter la croissance annuelle au-delà des attentes du début d'année. La progression du PIB japonais, qui semblait avoir perdu un peu de sa dynamique, alors que le contexte économique international a pourtant été plutôt meilleur et que la valeur du yen s'est affaiblie, montre finalement une bonne tenue et une croissance supérieure au potentiel. L'économie japonaise a en fait encore été soutenue par la poursuite de la reprise des exportations déjà observée au cours des précédents trimestres et par une reprise de l'investissement. La dynamique s'est donc avérée supérieure qu'en première analyse. Les exportations ont avancé de +1.5% au cours du trimestre pour un résultat de +14.1% sur un an, mais l'économie japonaise ne profite toujours pas assez de la demande intérieure qui peine à s'affirmer. Les dépenses publiques ont pesé sur les chiffres du PIB en raison d'une contraction de -2.5% qui a suivi la hausse de +5.8% du trimestre précédent. La demande privée, représentée par la consommation des ménages, a elle aussi marqué le pas en restant stable (0%), après une contribution de +0.7% au 2ème trimestre. Hors inventaire, la consommation privée a en fait décliné de -0.5%, certainement en raison toujours d'une faible progression des salaires et de conditions météorologiques contraires. Ces développements sont en fait relativement décevants et de nature à questionner les prévisions pour le second semestre. Nous envisagions un développement économique plus favorable pour l'économie nipponne au second semestre, en raison d'une reprise attendue de la consommation qui pourrait encore se matérialiser. La croissance du PIB ne peut être supportée exclusivement par la demande extérieure. La bonne tenue des exportations devrait se poursuivre, mais les doutes subsistent sur la capacité de la demande intérieure à redevenir un contributeur suffisant et surtout durable pour la croissance globale en 2018. Nos perspectives tablent toutefois sur une croissance, malgré tout, à nouveau un peu plus équilibrée entre les trois facteurs déjà mentionnés. Le PIB japonais devrait tout de même avancer de +2.5% en 2018.

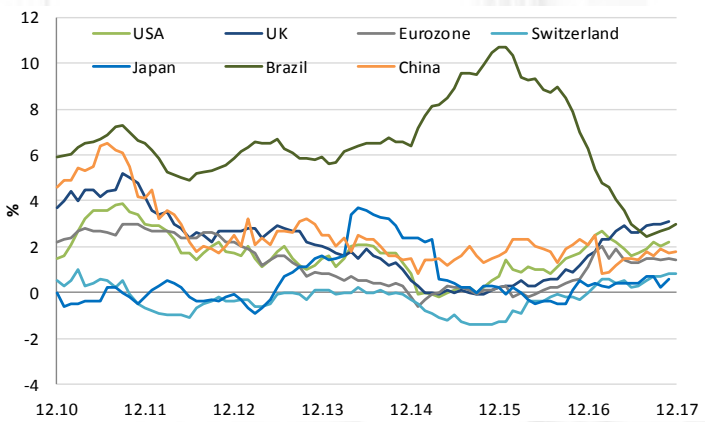
### Accélération du PIB suisse en 2018 à +1.8%

Le PIB suisse affiche une légère accélération au 3ème trimestre (+0.6%) et enregistre ainsi son meilleur taux de croissance depuis le 4ème trimestre 2014, avant le changement de politique monétaire de la BNS du 15 janvier 2015. La progression pour 2017 pourrait finalement s'établir à +1.5%, après un 4ème trimestre à nouveau solide. Ce résultat est particulièrement encourageant pour l'année 2018. Le PIB suisse retrouve un rythme de progression supérieur à +0.5% par trimestre et s'inscrit aussi dans la tendance plus favorable observée en Europe et dans la plupart des autres pays industrialisés. Depuis 2012, la croissance trimestrielle ne s'est en fait affichée que trois fois au-dessus de la progression du dernier trimestre, soulignant ainsi le caractère particulièrement positif de celui-ci. L'économie suisse accélère donc sensiblement le rythme de sa croissance, laissant entrevoir des perspectives meilleures pour l'année 2018, en particulier si le renforcement attendu de l'économie mondiale se poursuit et que les conditions en matière de taux de change restent favorables. Après une courte période d'hésitation, les indicateurs avancés pointaient en fin d'année vers une intensification de la dynamique conjoncturelle en Suisse. Nous attendons donc une hausse du PIB en 2017 d'environ +1.5%, grâce à une poursuite de la tendance positive des derniers mois au 4ème trimestre, qui précédera certainement une nouvelle accélération en 2018 à +1.8% grâce à une relance de la consommation et du commerce extérieur.

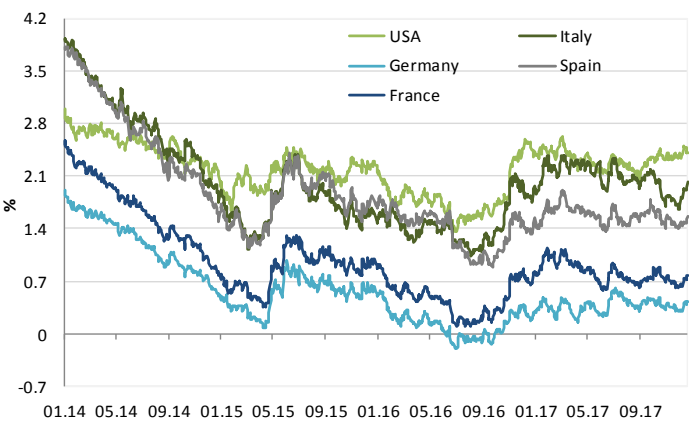
**Taux gouvernementaux 2 ans**



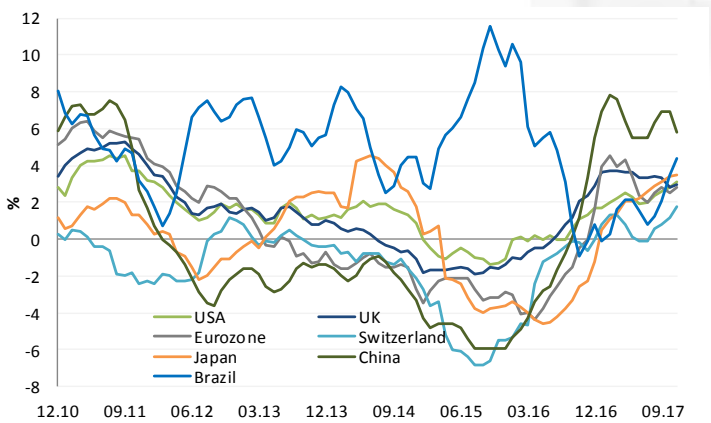

**Inflation - Indices CPI**




**Taux gouvernementaux à 10 ans**




**Inflation - Indices PPI**




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

## États-Unis

- Croissance américaine difficilement soutenable au-delà de +3%
- Encore deux hausse de taux directeurs en 2018
- Une reprise de l'inflation pourrait être la surprise de l'année
- Hausse des taux et aplatissement de la « yield curve »
- Pressions sur l'évolution des profits des multinationales
- Point d'inflexion pour l'évolution des multiples...et pour le S&P 500

**Croissance américaine difficilement soutenable au-delà de +3%**

L'économie américaine terminera certainement l'année 2017 sur une croissance annualisée d'environ +3% au 4ème trimestre, en ligne avec nos anticipations du début de l'année. Nous évoquions encore récemment le renforcement probable de la croissance américaine, portée par la consommation privée, l'investissement et les exportations qui devraient encore être des facteurs de soutien en début 2018. L'objectif de croissance fixé par la Réserve fédérale était de +2.4% en 2017; ce résultat devrait donc finalement être atteint grâce à l'accélération observée en deuxième partie d'année. Nous estimons toujours qu'une croissance du PIB de +2.6% pour l'année est probable.

Les indicateurs avancés pointent largement vers une intensification de l'activité économique en fin d'année et en début 2018. La plupart des indicateurs économiques laissent d'ailleurs espérer une poursuite de la tendance en place au-delà. En premier lieu, le consommateur américain devrait être conforté par le flux de nouvelles économiques positives et par la situation toujours plus favorable du marché de l'emploi. La progression du revenu personnel devrait encore soutenir plus durablement encore la consommation des ménages en 2018.

Du côté de l'investissement, les développements économiques récents ont affecté les niveaux de capacités de production, ce qui ne manquera pas de provoquer de nouveaux investissements dans un contexte plutôt favorable pour les marges des entreprises. La conjoncture économique aux Etats-Unis semble s'être installée sur un rythme de progression relativement élevé de +3%.

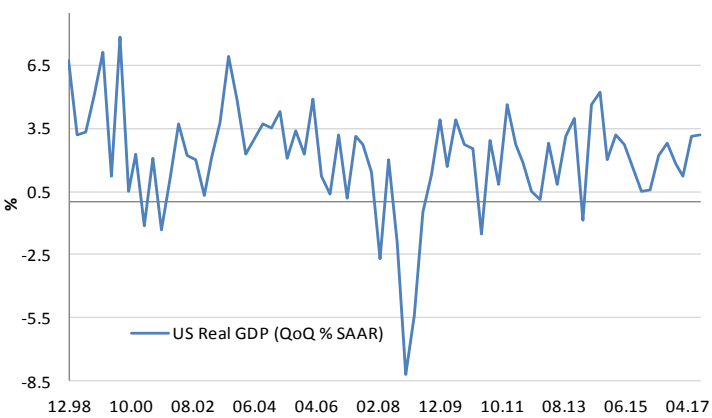
Toutefois, il est intéressant de souligner que depuis 2000, l'économie américaine n'a que très rarement été en mesure d'enregistrer deux trimestres consécutifs de croissance annualisée supérieure à +3%.

Le rythme actuel pourrait donc ne pas être soutenable longtemps en 2018, même si les estimations des conseillers économiques de la Maison -Blanche espèrent un impact durable des mesures fiscales récemment votées. Il est toutefois probable que l'introduction des nouvelles mesures fiscales sera effectivement positive pour la croissance économique, mais il est cependant difficile d'en évaluer les effets réellement visibles déjà en 2018.

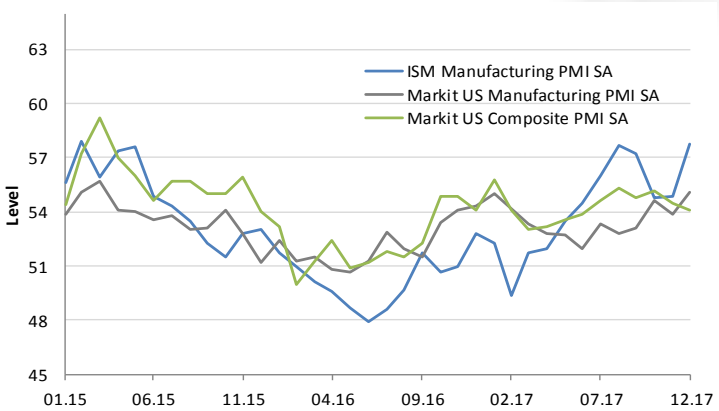
Il semble probablement plus raisonnable de compter sur une poursuite de la dynamique actuelle au cours des prochains trimestres, soutenue pas les facteurs déjà en action. Ceci, sans occulter toutefois les effets potentiels négatifs sur la croissance que la politique de normalisation des taux directeurs suivie par la Fed et la hausse des taux longs qui s'intensifiera certainement en 2018 - avec la prise en compte des fondamentaux économiques et des risques de remontée de l'inflation - pourront avoir sur l'évolution du PIB. Les attentes sont aujourd'hui élevées et ne pourront sans doute être atteintes que si le consommateur américain est au rendez-vous.

Nos prévisions pour le premier semestre restent cependant optimistes, nous estimons que le rythme proche de +3% devrait encore un temps pouvoir se réaliser avant de constater un tassement probable du rythme de progression de l'économie.

**PIB Réel USA trimestriel**

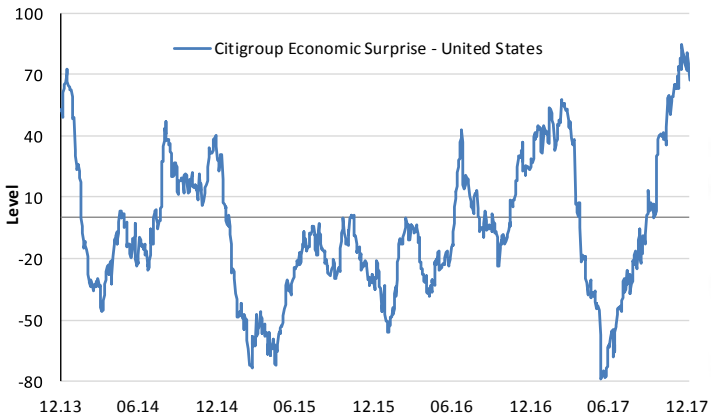



**Indicateurs avancés PMI**

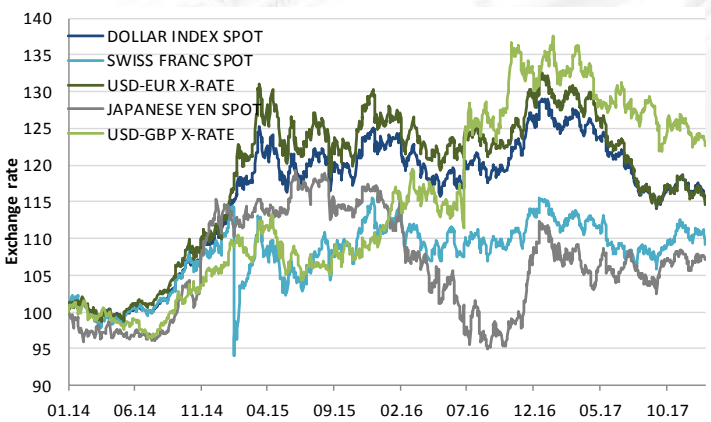



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

**Citigroup economic surprise index USA**




**Dollar trade-weighted index et devises**




### Encore deux hausses de taux directeurs en 2018

La dernière réunion de la Réserve fédérale a été l'occasion d'une nouvelle hausse attendue des taux directeurs à 1.5%. Le nouveau président Jerome Powell entrera en fonction après la prochaine réunion de janvier sans risques de modification significative de la politique annoncée. La politique de normalisation du bilan restera très modérée, pour ne pas dire imperceptible. Parallèlement, l'objectif de taux directeur (Fed Funds) progressera certainement pour atteindre 2% à 2.25% en 2018. L'analyse de la situation conjoncturelle et de l'état de l'économie américaine est restée relativement inchangée en décembre pour les membres du FOMC. Les commentaires concernant les effets potentiels des réformes fiscales ont été plutôt surprenants, la plupart d'entre eux jugeant relativement limités les effets à long terme de ces mesures. La position de la banque centrale semble sur ce point particulièrement divergente de celle de la Maison-Blanche, qui considère la réforme fiscale comme un facteur majeur et durable de renforcement du rythme de croissance du PIB. La Fed semble plutôt considérer pour l'instant cette réforme comme une stimulation à court terme dont les effets resteront limités dans le temps. Elle semble également peu convaincue de l'impact sur la consommation et évoque par ailleurs le risque que les multinationales cotées d'augmenteront pas significativement leurs investissements et privilégieront au contraire l'utilisation du cash-flow correspondant pour mettre en œuvre des stratégies de désendettement, de fusion ou d'acquisition.

En ce qui concerne l'inflation, il est probable que la Fed souhaiterait voir une progression un peu plus nette et plus rapide au-dessus de son objectif de 2% des indices de prix, mais elle semble toujours convaincue des futurs développements de l'inflation. Tout est espérant un impact sur les salaires provoqué par la diminution du taux de chômage, elle considère certainement que les éventuelles pressions resteront limitées et ne poseront que peu de risques impliquant la nécessité d'une action forte et inattendue de politique monétaire.

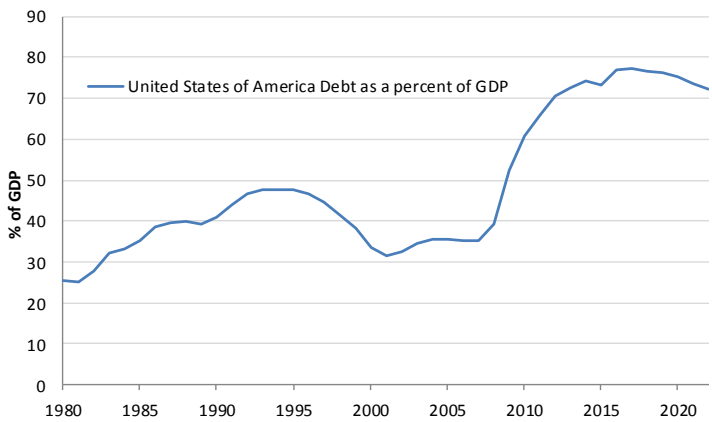
La politique monétaire devrait donc rester très lisible au premier semestre 2018 avec une hausse de 0.25% attendue au 2ème trimestre, qui sera ensuite suivie au dernier trimestre d'une nouvelle action de 0.25%.

### Une reprise de l'inflation pourrait être la surprise de l'année

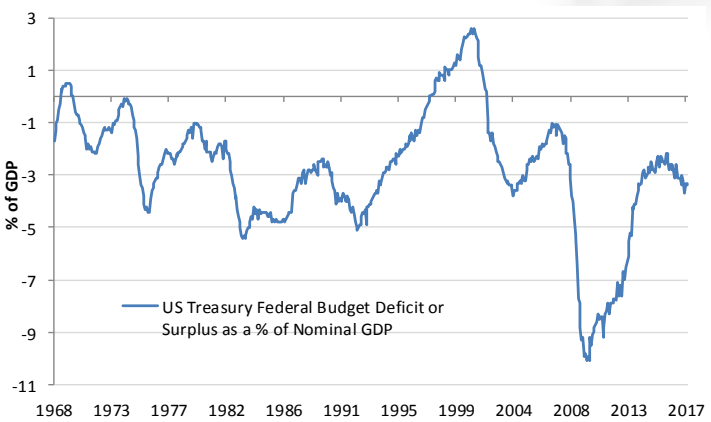
Les dernier chiffres publiés pour l'inflation en novembre (+2.2%) montraient une stabilisation des indices de prix légèrement en dessus de l'objectif de +2% de la Réserve fédérale. La hausse de l'indice hors alimentation et énergie (+1.7%) sur un an était un peu inférieure aux attentes et encore en-dessous de 2%. Ceci démontre que l'inflation a clairement eu des difficultés à gagner en dynamique au second semestre 2017, malgré des statistiques indiquant une accélération de la performance économique aux Etats-Unis. La banque centrale ne montre pourtant aucun signe d'inquiétude ou d'impatience. Elle relève plutôt que des facteur temporaires ont pour l'instant retenu la hausse des prix.

La vigueur de l'économie et un taux de chômage au plus bas depuis seize ans devraient pourtant sans aucun doute développer des tensions et des hausses de prix permettant à l'inflation de dépasser les objectifs fixés. Les pressions sur les salaires tardent pourtant à se concrétiser malgré un marché de l'emploi en constante amélioration.

**Dette USA**

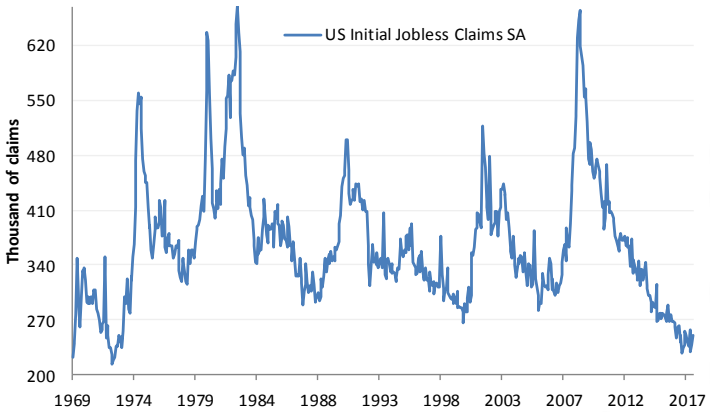



**Déficit/Surplus du Trésor US**

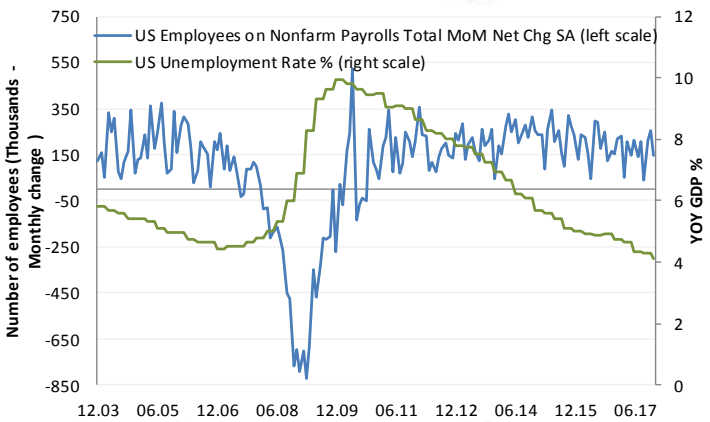



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

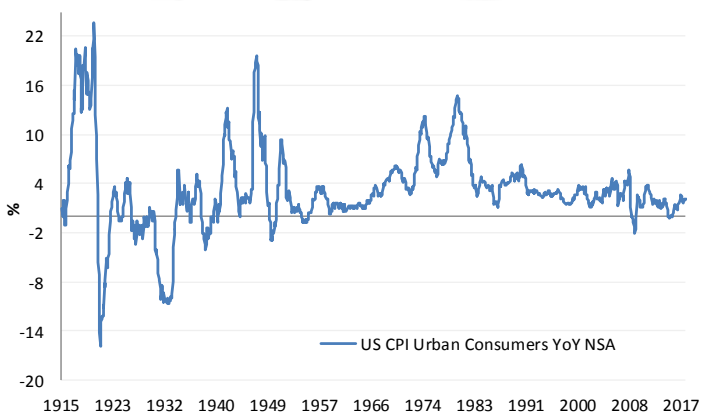
**Allocations chômage en milliers de demandes**



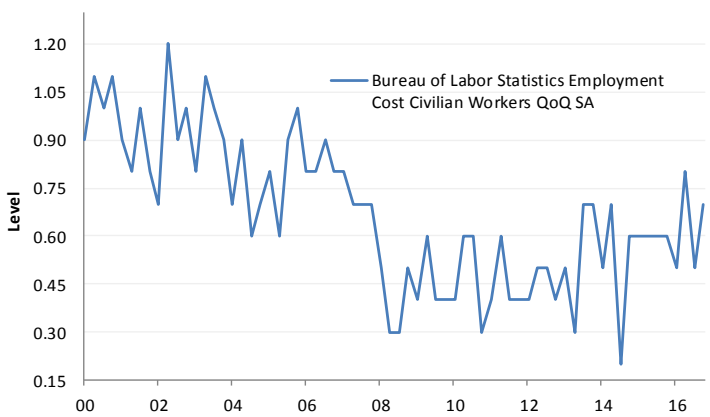

**Création d'emplois hors secteur agricole (var. mens. nettes)**




**Taux annuel d'inflation USA 1914-2017**




**Coût unitaire du travail (Employment cost index)**




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Contrairement à la théorie, les pressions inflationnistes sont encore faibles, alors que le taux de chômage décline régulièrement et touche le niveau historique de 4%, s'approchant de facto certainement du niveau de plein-emploi. La Fed reste pourtant de son côté relativement sereine et convaincue que la relation entre emploi et inflation existe toujours, même s'il apparait que la courbe de Phillips est pour l'instant certainement beaucoup plus plate qu'auparavant. Les prix importés ont bondi de +3.7% sur un an essentiellement en raison de la hausse des prix du pétrole en novembre. cette tendance devrait se poursuivre en 2018 avec le renforcement conjoncturel. Les prévisions pour l'évolution de l'inflation anticipée progressent en fin d'année et atteignent +2.7% sur un an et +2.4% pour l'horizon temps 5 à 10 ans.

Les pressions inflationnistes ont été limitées en 2017 et essentiellement liées à des facteurs externes. Aux Etats-Unis, comme dans la plupart des économies, la progression de l'inflation a effectivement été induite par la hausse des cours du brut enclenchée en 2016, qui a développé des effets jusqu'en 2017. L'année 2017 restera en fait celle du succès des politiques menées par les banques centrales pour stopper la déflation et tirer l'inflation vers les objectifs qu'elles s'étaient fixés de 2% en règle générale. L'inflation a donc retrouvé un niveau « normal » alors que l'emploi s'améliore et que les tensions dans le marché du travail ne sont pas encore apparues.

L'année 2018 pourrait bien être celle des surprises sous l'impulsion de facteurs agissant de concert. En effet, le contexte macroéconomique devrait être propice à de nouvelles négociations salariales et à des tensions également sur les cours des matières premières, soutenant une hausse des prix à la production et à la consommation.

### Hausse des taux et aplatissement de la « yield curve »

Un retour de l'inflation dans un contexte économique robuste devrait rapidement conduire ces prochains mois à de nouveaux ajustements de taux nominaux à long terme. Après quelques trimestres de stabilisation, les taux longs américains devraient être les premiers à relancer la tendance. Nous relevions déjà il y a quelques mois que la correction de 2.6% à 2.1% des taux à 10 ans du Trésor observée jusqu'à la fin de l'été n'était pas du tout compatible avec nos anticipations d'accélération de l'activité économique dans la zone de +3% de croissance et d'une normalisation de la politique monétaire régulière de la Fed. Nous estimions alors qu'il était très probable de voir une nouvelle poussée des taux longs se préciser en seconde partie d'année 2017. Celle-ci s'est matérialisée par une hausse de 2.1% à 2.5% sur les taux à dix ans au 31 décembre. Les taux longs sont donc à nouveau proches de leurs sommets atteints en mars et dans la partie haute de la bande de fluctuation de l'année 2017.

Au premiers semestre 2018, la confirmation de données économiques solides devrait être accompagnée d'une hausse des cours du brut et des matières premières susceptibles de provoquer de nouveaux ajustements de valorisation dans les marchés de taux. Nous estimons que la plupart des échéances devraient subir un ajustement global de 0.5% au cours des prochains mois qui pousseront les taux à dix ans du Trésor au-dessus de 3%.

### Hausse du dollar après trois années de consolidation

La dynamique économique américaine devrait encore être bien souvent supérieure à celle des autres économies développées au cours du 1er semestre 2018. Par conséquent, le différentiel de taux d'intérêt devrait encore s'élargir sur l'ensemble de la courbe de taux et favoriser le billet vert. Dans ce contexte, la faiblesse enregistrée par le dollar en 2017 semble injustifiée. La dépréciation d'environ -10% enregistrée par l'indice « trade weighted USD » contre un panier de monnaies a effacé près de la moitié de la hausse du billet vert enregistrée entre 2014 et 2015. La valorisation de la devise américaine devrait donc certainement s'ajuster dans les prochains mois, à moins que les perspectives de dégradation des finances publiques liées à la réforme fiscale ne prennent l'ascendant et pénalisent le dollar. Nous perspectives sont finalement positives et soutiennent une hausse au-dessus de 1 franc pour le dollar.

### Pressions probables sur l'évolution des profits des entreprises

Il semblerait que plus rien ne puisse arrêter la progression des valeurs américaines. Il est vrai que les marges des entreprises sont excellentes et proches de leurs plus hauts historiques à environ 10%. La croissance des profits a aussi été satisfaisante en 2017 et les analystes attendent une nouvelle progression de +11% pour 2018 et +10% en 2019. La valeur globale des bénéfices des entreprises américaine a atteint près de 10% du PIB contre une moyenne historique de 6.5% au cours des 70 dernières années. La répartition de la création de richesse représentée par le PIB a en fait été plus favorable pour les entreprises au cours des dernières années. La masse salariale globale en 2017 était d'environ 43% du PIB, sensiblement moins que la moyenne historique de 47%. L'évolution récente du marché de l'emploi suggère de probables réajustements à venir qui pèseront sans doute sur le niveau des marges et des profits des entreprises. Entre deux tiers et trois quart des dépenses des entreprises sont représentés par les coûts du travail, une hausse des salaires aura donc un effet significatif sur les marges. La croissance des profits des multinationales pourrait donc avoir atteint un sommet et être finalement moins élevée qu'escompté en 2018 et se rapprocher du taux de croissance de l'économie ensuite.

La réforme fiscale si positive pour les profits des entreprises pourrait aussi être moins significative pour les multinationales du S&P500 que pour les entreprises plus domestiques et celles de taille moyenne. Mais au-delà de la question fondamentale de l'évolution des profits, il faut rappeler que la hausse des actions américaines a surtout été provoquée par une forte phase d'expansion des multiples. Alors que les valeurs américaines se traitaient à moins de 10x les bénéfices en 2009, elles se traitent aujourd'hui à près de 18x les profits. Les phases d'expansion de PE (Price/Earnings) sont en général liées à des périodes de baisses de taux d'intérêt, mais en périodes de hausse de taux on assiste généralement au contraire à des contractions de PE.

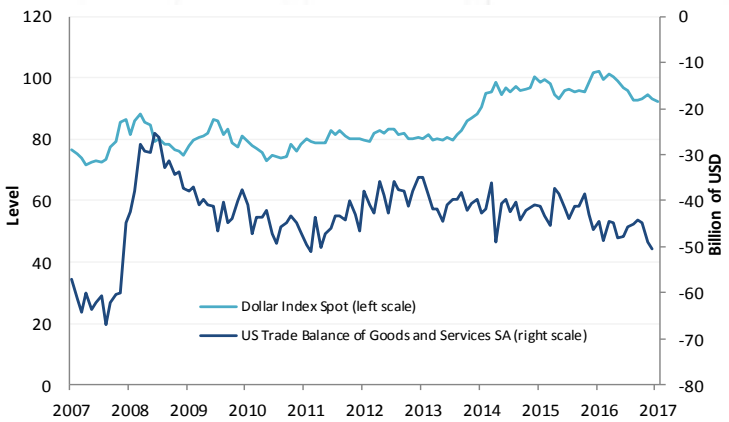
### Point d'inflexion pour l'évolution des multiples et pour le S&P 500

En 2018, la normalisation des politiques monétaires et des taux d'intérêt devrait plutôt constituer un point d'inflexion pour l'évolution des multiples. Il est en effet probable que quelque soit l'évolution des profits des entreprises, la hausse des taux d'intérêt mette un terme à cette phase d'expansion de dix ans.

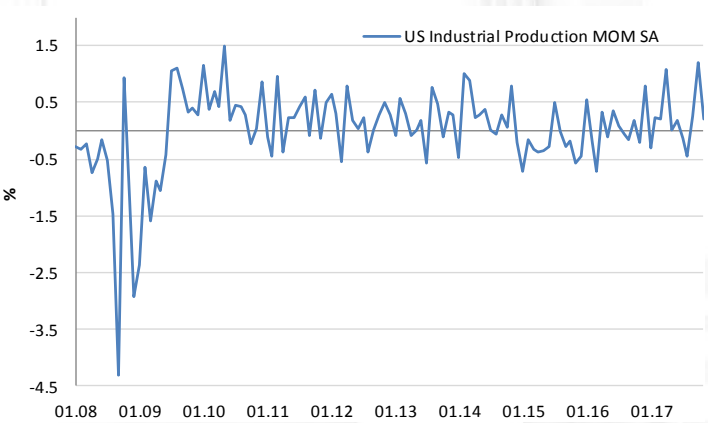
Cette expansion de PE notamment dans le secteur technologique et numérique a atteint des niveaux extrêmes similaires à ceux observés en 2000 avant l'éclatement de la bulle des valeurs TMT et la correction de 50% du marché global. Le niveau de valorisation de ces valeurs et des GAFA en particulier devrait désormais au moins constituer un frein à leur futures progressions. Le secteur bancaire/financier, autre poids lourd du S&P 500, pourrait également avoir de nouvelles difficultés à atteindre les résultats escomptés. En effet, l'aplatissement de la « yield curve » en cours n'est sans doute pas un facteur favorable pour l'évolution de leurs marges, les déceptions pourraient être au rendez-vous. En 2018, le secteur énergie sera certainement l'un des rares à pouvoir réellement présenter des taux de croissance de profits exceptionnels. Mais compte tenu du poids de ce secteur dans l'indice global, cela n'aura pas l'effet déterminant nécessaire pour soutenir la croissance globale des profits du marché.

En conclusion, la hausse des marchés actions intègre sans doute déjà l'impact favorable attendu par tous de la réforme fiscale sur les profits depuis plus d'un an alors que nous l'avons évoqué, les multinationales seront certainement moins impactées que les autres entreprises. Nous estimons que les deux effets les moins anticipés à ce jour sont ceux qui pourraient être provoqués par la contraction des marges et celle des PE et qui seraient plutôt de nature à peser sur les cours en 2018. Nous privilégions une certaine prudence et recommandons une sous-exposition aux valeurs américaines en ce début 2018.

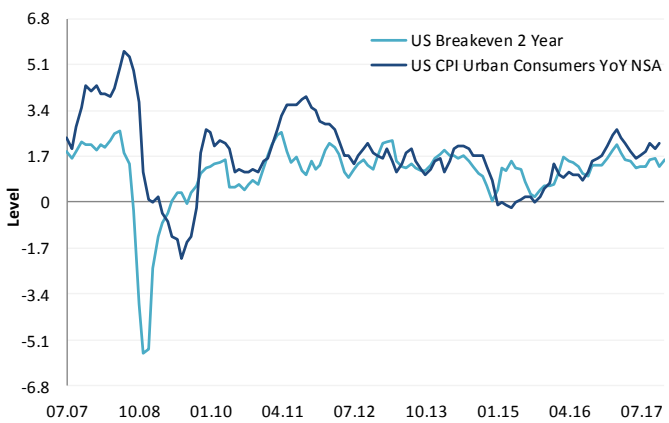
**Balance commerciale - Trade-weighted US**



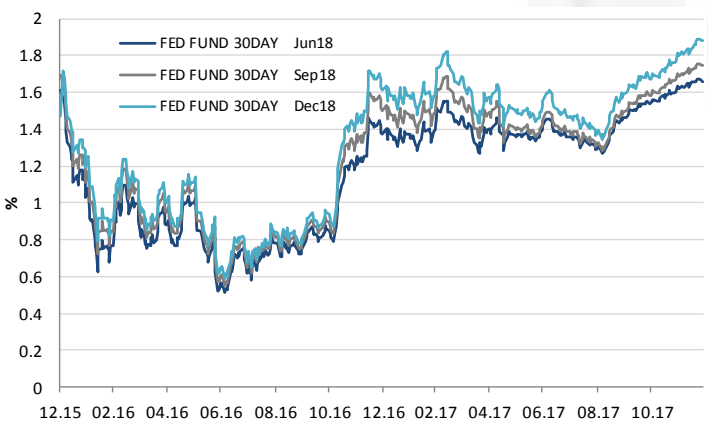

**Production industrielle - USA**




**Inflation attendue et indice CPI - USA**

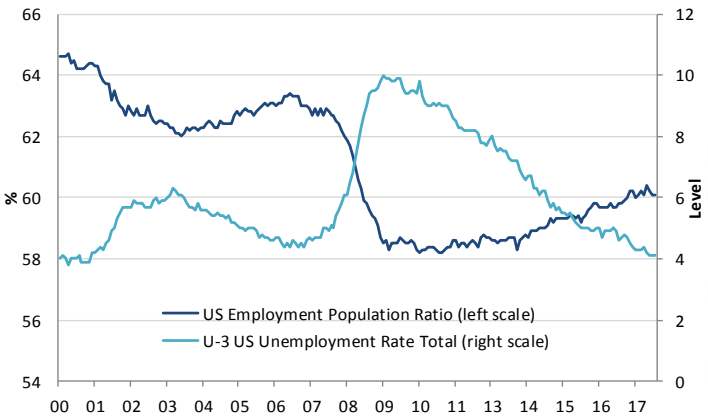



**Fed Funds Futures**

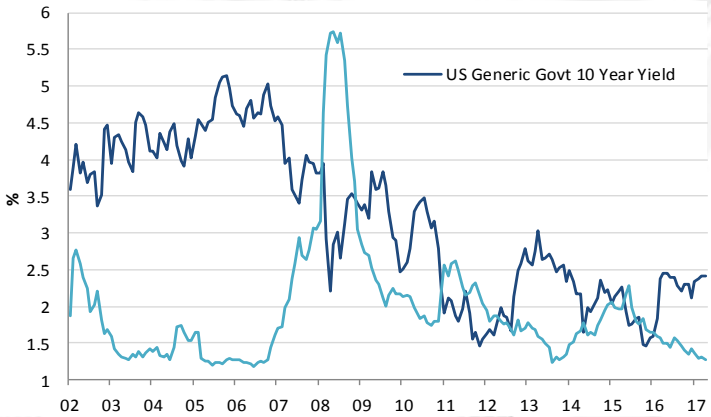



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

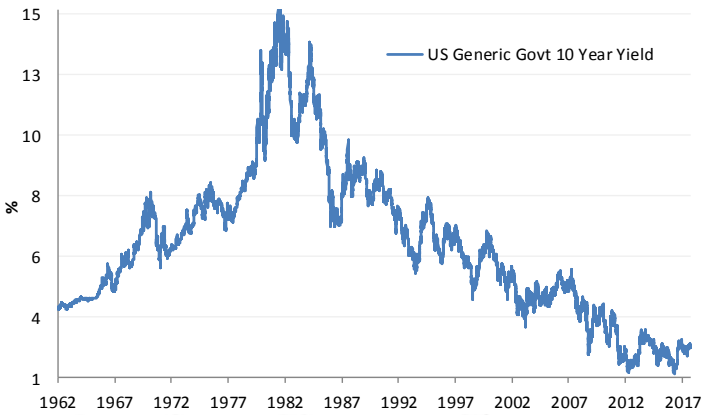
### Taux de chômage et taux d'occupation de la population



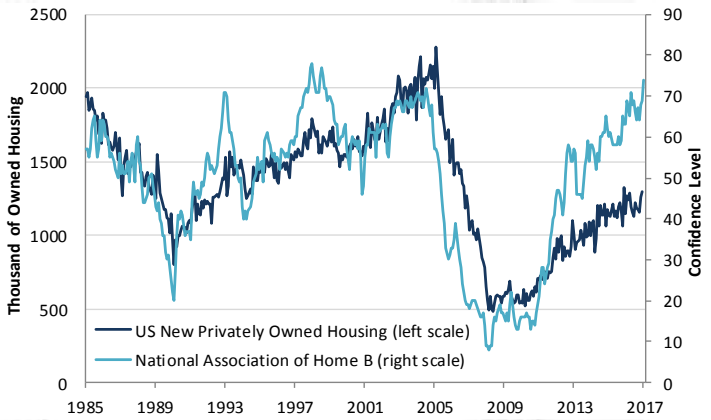

### Ecart de rendement Trésor US-BBB 10 ans



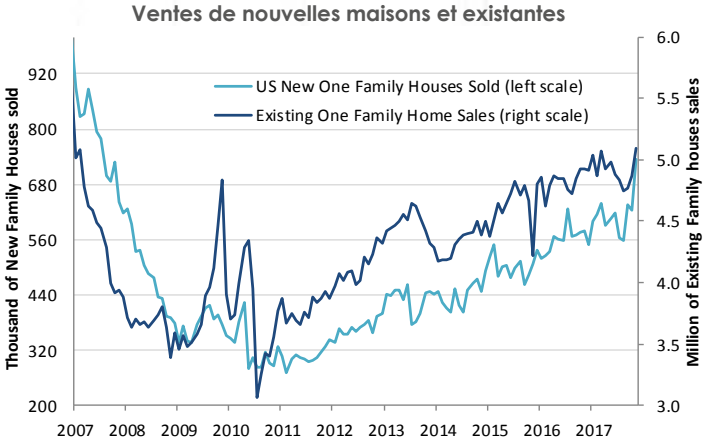

### Taux d'intérêt des obligations 10 ans du Trésor US



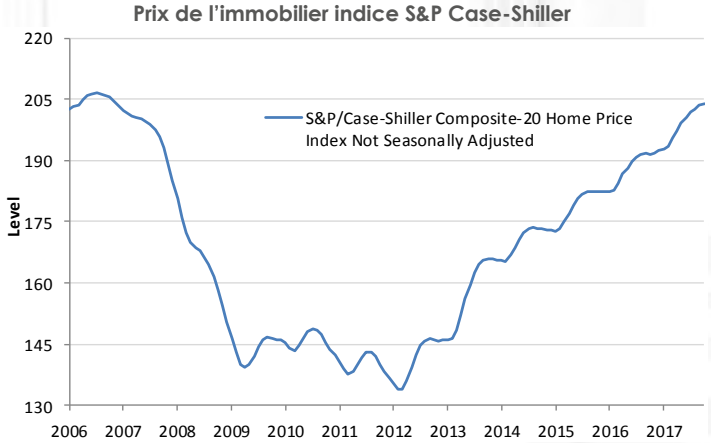

### Nouveaux logements et NAHB USA



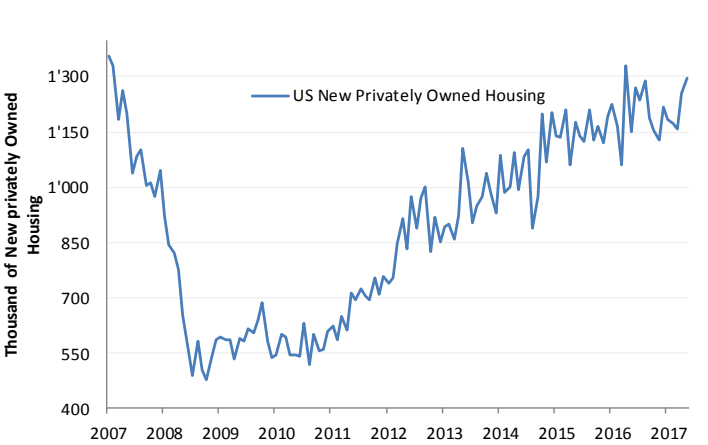

### Ventes de nouvelles maisons et existantes



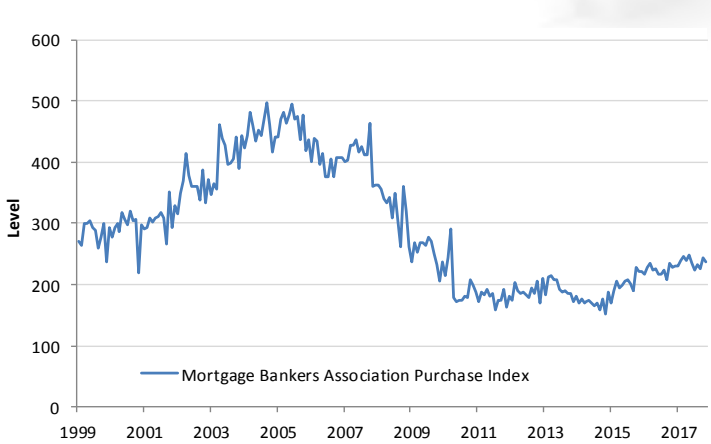

### Prix de l'immobilier indice S&P Case-Shiller




### Mise en chantier de nouveaux logements




### Nouvelles demandes de financement MBA




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# SCENARIO MACROECONOMIQUE

## Suisse

- L'accélération du PIB au second semestre se poursuivra en 2018
- Les indicateurs avancés suggèrent aussi une embellie en 2018
- Optimisme prudent pour la consommation
- 54 milliards de bénéfices pour la BNS en 2017
- Retour des risques pour les actions et l'immobilier

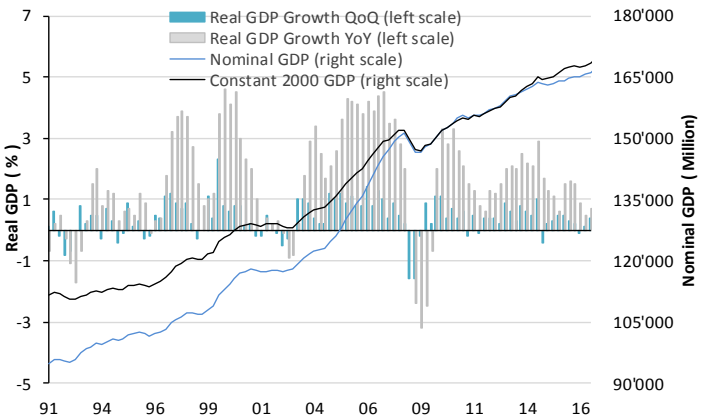
### L'accélération attendue du PIB suisse au second semestre se poursuivra en 2018

Le PIB de l'économie suisse affiche une légère accélération au 3ème trimestre (+0.6%) par rapport au trimestre précédent révisé positivement de +0.3% à +0.4%. L'économie suisse enregistre ainsi son meilleur taux de croissance depuis le 4ème trimestre 2014 avant le changement de politique monétaire de la BNS du 15 janvier 2015. La progression pour 2017 pourrait finalement s'établir à +1.5%, après un 4ème trimestre à nouveau solide. Le PIB suisse retrouve un rythme de progression supérieur à +0.5% par trimestre et s'inscrit aussi dans la tendance plus favorable observée ces derniers trimestres en Europe et dans la plupart des autres pays industrialisés. Depuis 2012, la croissance trimestrielle ne s'est en fait affichée que trois fois au-dessus de la progression du dernier trimestre, soulignant ainsi le caractère particulièrement positif de celui-ci. L'économie suisse accélère donc sensiblement le rythme de sa croissance trimestrielle, laissant entrevoir des perspectives meilleures pour l'année 2018, en particulier si le renforcement attendu de l'économie mondiale se poursuit et que les conditions en matière de taux de change restent favorables. Un peu en retrait de la dynamique européenne et mondiale au 2ème trimestre, ce résultat du 3ème trimestre nous semble plus conforme aux capacités de développement de notre économie dans un contexte international plus solide pendant l'été. La déception qui avait accompagné la publication des chiffres du 2ème trimestre peut désormais faire place à une satisfaction justifiée par un résultat supérieur aux attentes de la plupart des prévisionnistes. En effet, la croissance sur un an (+1.2%) dépasse à nouveau le seuil de +1%, une très nette progression par rapport au résultat affiché en juin (à peine +0.3%) et largement au-dessus de la prévision moyenne de +0.8% des analystes. La hausse a été soutenue par les composantes domestiques (consommation, investissements, etc.) et internationales (exportations). Le principal contributeur s'est avéré être le secteur manufacturier, probablement soutenu par la faiblesse du franc, en chute de près de -8% contre l'euro en quelques semaines. La progression de +2.2% est particulièrement importante au regard des autres secteurs dont la contribution à la croissance s'est avérée moins soutenue. Le commerce (+0.6%), la santé (+0.5%) ont enregistré des évolutions positives, alors que la finance et la construction reculaient de -0.6% chacun. La demande intérieure représentait encore le pilier central de la croissance grâce à une combinaison très positive de la consommation privée (+0.4%) et de la consommation publique (+0.6%). Les résultats de ces deux composantes ne sont pourtant pas exceptionnels et s'inscrivent en fait dans la lignée des contributions historiques moyennes. Il faut se tourner vers l'évolution des biens d'équipement pour trouver une performance supérieure à la tendance moyenne. Avec une progression de +0.9%, ce segment est un contributeur important au résultat du PIB trimestriel en raison d'une évolution positive notable du secteur des machines. La balance commerciale des biens et services bénéficie d'une situation très favorable, représentée par une hausse des exportations (+2.1%) et une contraction des importations (-1.6%).Du côté des devises, le trimestre aura été particulièrement important pour l'économie suisse en raison de l'affaiblissement enfin très net du franc contre l'euro. La correction du taux de change que nous avions prévue dès le lendemain de l'abandon du taux plancher est désormais en train de se concrétiser et soutient la croissance. Le mouvement observé de revalorisation de l'euro de 1.06 à 1.174 (5.12.2017) a largement contribué selon nous à l'amélioration des conditions économiques et de la perception des risques et opportunités. Après avoir résisté à l'appréciation du franc, l'économie suisse profite désormais de la normalisation du taux de change. Nous estimons que cette situation devrait se poursuivre en 2018, apportant un peu plus de stabilité à la valeur extérieure du franc.

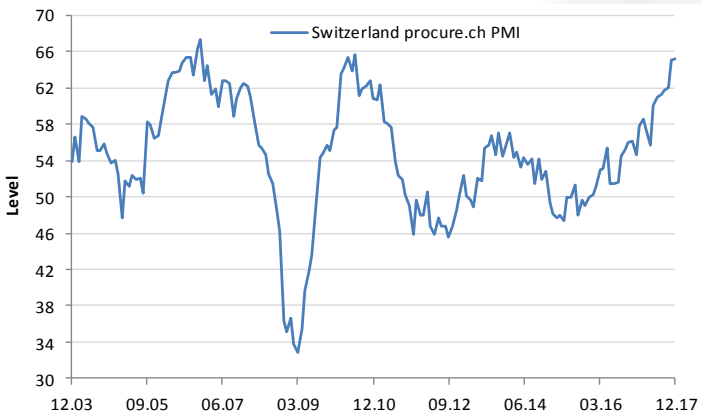
### Anticipations très favorables pour 2018

Une poursuite de la tendance économique actuelle devrait de ce fait permettre à l'économie suisse de recoller un peu plus encore au peloton de tête des principales économies européennes, qui termineront

**PIB nominal - Taux de croissance Nominal et Réel**

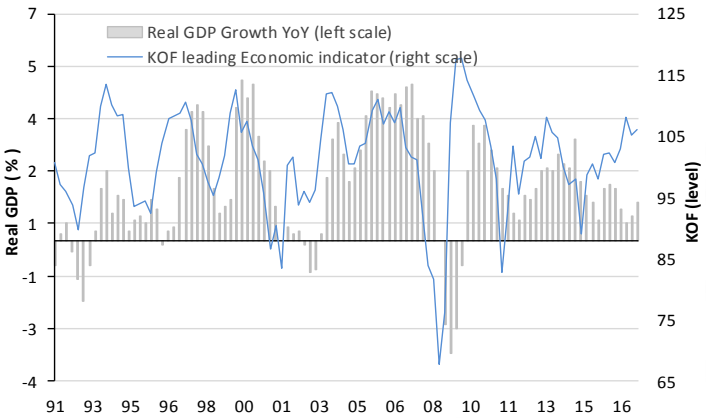



**Indicateur avancés Swiss PMI (directeurs d'achat)**

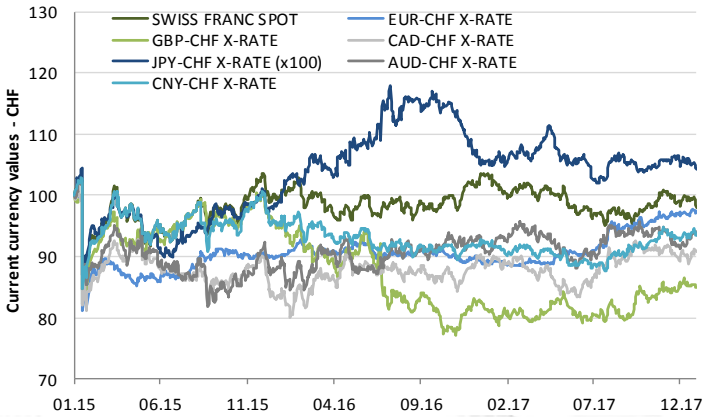



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PIB Réel - Croissance annualisée - Indicateur avancé KOF




Taux de change CHF (base 100)




certainement l'année 2017 en progression de +2.5%. Nous attendons donc une hausse du PIB en 2017 d'environ +1.5%, grâce à une poursuite de la tendance positive des derniers mois au 4ème trimestre, qui précédera certainement une nouvelle accélération en 2018 à +1.8%. Le 1er semestre avait été relativement décevant en raison du tassement inattendu de la consommation au 2ème trimestre. Nous estimions cependant probable d'assister à une relance de celle-ci au second semestre, ainsi qu'au renforcement des exportations, qui devaient contribuer ensemble à l'accélération observée au 3ème trimestre. La fin de l'année devrait encore être favorable à notre économie en raison de la dynamique plus forte observée en zone euro, de la reprise solide des exportations soutenues par la baisse du franc contre la devise européenne, mais aussi du retour de la consommation privée.

### Les indicateurs avancés suggèrent aussi une embellie en 2018

Les derniers indicateurs avancés annoncent une accélération de l'activité économique. L'indice du KOF du mois de novembre s'est établi à 110.3, en progression de 4.3 points par rapport au niveau de la fin septembre et se situe au plus haut depuis 2010. C'en est fini des hésitations de l'été, les indicateurs avancés sont clairement positifs et suggèrent une nouvelle embellie en 2018. L'indicateur PMI manufacturier a littéralement bondi de 55.5 en mai à 65.1 en novembre. Ce résultat est absolument extraordinaire car il témoigne de la reprise très sensible du secteur, déjà nettement visible dans les chiffres du PIB du 3ème trimestre. Deux ans après le choc de l'abandon du taux plancher, le secteur manufacturier suisse semble retrouver sa place, comme le suggère l'indice manufacturier qui atteint son sommet des dix dernières années. L'indice des directeurs d'achat montre ainsi un enthousiasme que l'on a rarement connu. Les carnets de commandes sont bien remplis, ce qui laisse présager pour 2018 une dynamique solide, en particulier si le niveau du taux de change se stabilise autour de 1.20 contre l'euro et au-dessus de 1.05 contre le dollar. Par ailleurs, le climat de consommation s'améliore progressivement, comme le laissent supposer les mesures du SECO et de l'UBS, ainsi que la confiance des investisseurs en sensible hausse. Après une courte période d'hésitation, les indicateurs avancés pointent en cette fin d'année vers une intensification de la dynamique conjoncturelle en Suisse.

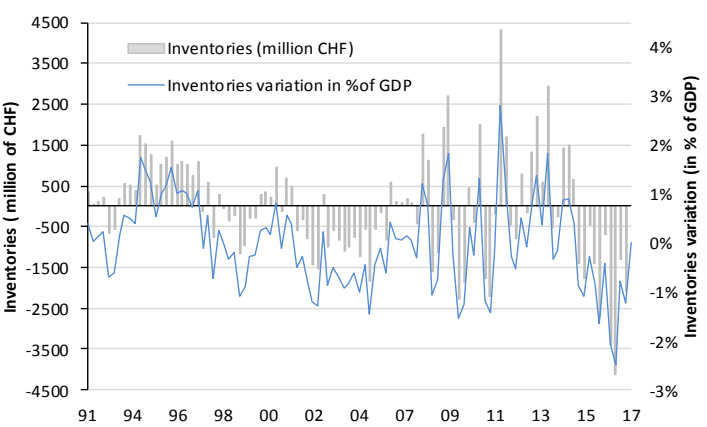
### Optimisme prudent pour la consommation

La nouvelle baisse du taux de chômage à 3.1% reste encore loin du record historique de +2.5% en 2008, mais le marché de l'emploi montre suffisamment de vigueur pour permettre une progression graduelle de la consommation. La confiance des ménages s'améliore régulièrement depuis 2015, sans atteindre toutefois le niveau de 2014. L'amélioration des perspectives de croissance et la hausse de l'euro devraient aussi influencer plus nettement et plus positivement le climat économique en Suisse au cours des prochains mois. La consommation privée devrait donc rester sur une tendance favorable soutenant le PIB. Les dépenses de consommation des administrations publiques resteront volatiles en 2018, mais les comptes de la Confédération et des cantons sont plutôt bons et la dette rapportée au PIB (34%) reste faible en comparaison internationale. Nous ne voyons pas de raison d'anticiper une réduction des dépenses publiques en 2017 et tablons sur la poursuite d'une contribution positive.

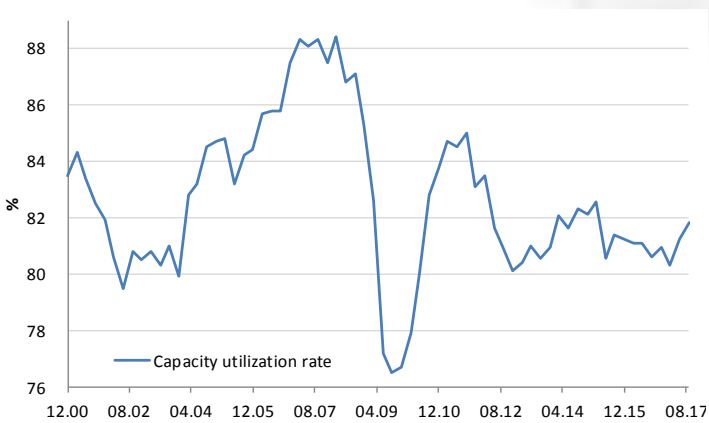
### Relance attendue du commerce extérieur

Malgré la hausse de l'euro de l'été, la balance commerciale n'a pas encore profité d'une amélioration de la compétitivité de nos exportations vers la zone euro. La balance commerciale, bien que toujours nettement excédentaire, n'a pas connu de nouveaux développements positifs similaires à celui du mois de janvier 2017. Le solde mensuel du commerce extérieur s'est en fait stabilisé entre 2 et 3 milliards de francs. Nous estimons cependant que l'amélioration des conditions économiques internationales et la faiblesse de notre devise devraient enfin concourir à soutenir une relance des exportations. Le secteur horloger s'est repris et enregistre une progression de +9.3% des ventes sur un an à la fin octobre. A l'exception des Etats-Unis (2ème marché) en légère baisse, la progression est de +5.4% vers Hong Kong (1er marché) et de +17.3% pour la Chine (3ème marché).

Inventaires - Variation des stocks

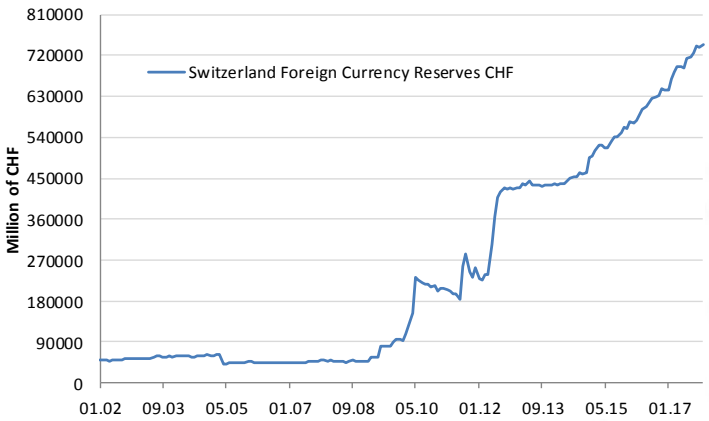



Taux d'utilisation des capacités

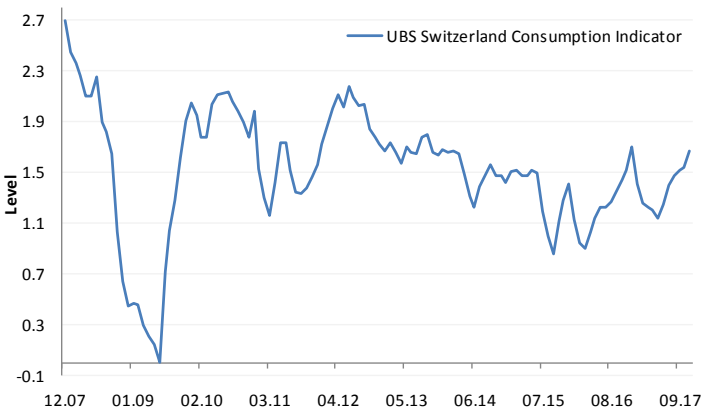



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

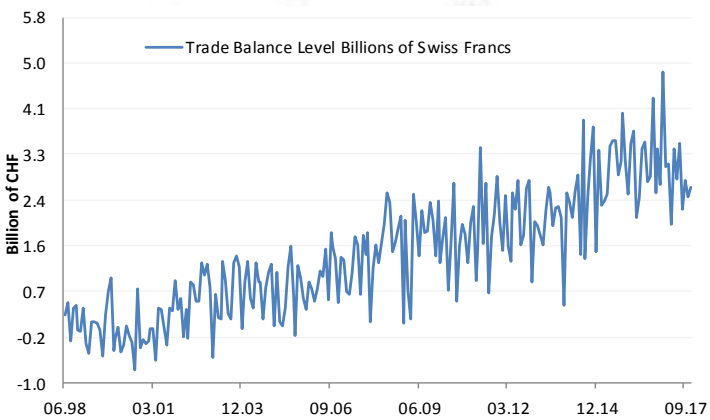
Réserves de change de la BNS



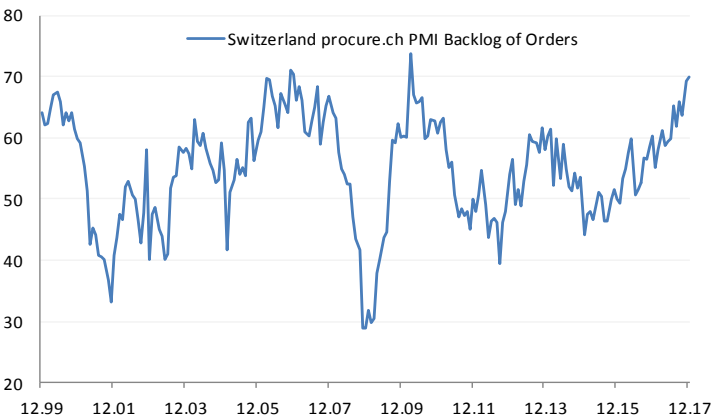

Indicateur UBS de la consommation en Suisse




Solde de la balance commerciale




Carnet de commandes




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

### La BNS est sur le point de sabrer le champagne

Depuis janvier 2015, nous avons régulièrement soutenu dans nos analyses de stratégie que la politique monétaire de la BNS serait couronnée de succès, en évoquant fréquemment un retour du taux de change EUR/CHF vers le niveau du taux plancher à 1.20. L'introduction des taux négatifs avait rapidement stabilisé le taux de change et même si celui-restait surévalué, l'ajustement ne s'est concrétisé que très progressivement. Il aura fallu attendre une nette amélioration de la conjoncture européenne en 2017 et la perspective d'une interruption des injections de liquidités de la BCE en 2018 pour que la normalisation intervienne et s'accélère. Aujourd'hui, le taux de change a atteint 1.175 et se situe à peine à 2% du taux plancher de janvier 2015. La BNS peut donc se satisfaire de sa politique de ces dernières années qui s'affirme de plus en plus comme un succès majeur de stratégie monétaire. Souhaitons-lui de pouvoir sabrer le champagne le 15 janvier 2018 en observant un taux de change à 1.20 exactement 24 mois après son intervention considérée à tort comme un abandon du franc en 2015.

### 54 milliards de bénéfices pour la BNS en 2017

Les réserves de devises de la BNS accumulées au cours de ces dernières années ont porté à 741 milliards de francs les actifs détenus en monnaies étrangères. Le succès de sa politique ne manquera donc pas d'avoir un impact considérable sur ses résultats financiers et sur sa capacité à contribuer positivement aux budgets de la Confédération et des Cantons en 2018 par la distribution de bénéfices sans doute supérieurs à ceux versés en 2017 en relation avec le bénéfice de 24 milliards de l'exercice 2016. Même si la BNS a essentiellement soutenu le taux de change EUR/CHF, elle veille à maintenir une composition équilibrée de ses réserves de devises entre dollar US (35%), euro (40%), livre sterling (7%), yen (8%), dollar canadien (3%) et autres monnaies dont le yuan pour 7%. La BNS estime à environ 54 milliards de francs le bénéfice de l'année 2017.

### La faiblesse du franc n'est pas terminée

La hausse de l'euro est déjà bien engagée suite à l'ajustement de +20% du taux de change. Une intensification de la croissance en zone euro et un élargissement du différentiel de taux d'intérêt seront des facteurs de soutien à la poursuite de la hausse à 1.20 de la devise européenne. Aux Etats-Unis, la dynamique s'accélère aussi et la courbe de taux d'intérêt est de plus en plus favorable au dollar. Dans ce contexte, une relance du momentum pourrait porter le dollar au-dessus de 1.05.

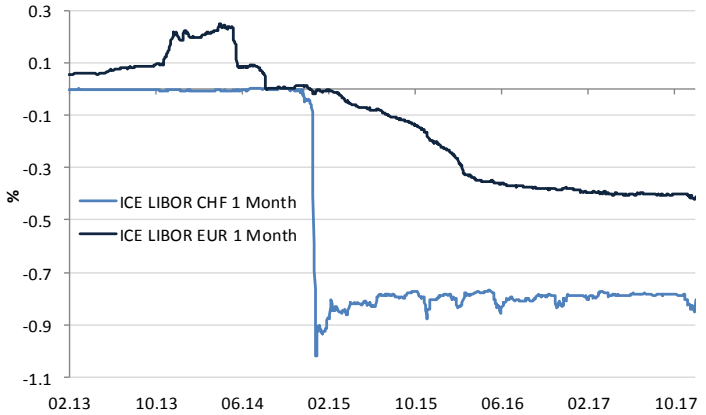
### Pentification de la courbe de taux en marche

La normalisation des taux longs en Suisse a débuté à l'été 2016, dans le sillage du changement de tendance observé aux Etats-Unis. Les taux de la Confédération à dix ans ont rebondi depuis leur niveau de -0.6% début juillet pour se stabiliser légèrement en dessous de zéro. Dans ce contexte, le différentiel de taux longs entre le Bund allemand et la Confédération est stable à 0.5%, ce qui est certainement encore insuffisant pour motiver une hausse de l'euro au-delà de 1.20. L'inflation a désormais dépassé 0.7% en Suisse, elle devrait être renforcée par l'affaiblissement du franc en 2018. Elle soutiendra ainsi le prochain mouvement de normalisation des taux en 2018. La bulle obligataire devrait donc commencer par se dégonfler, sans signes immédiats de panique, avant de s'intensifier.

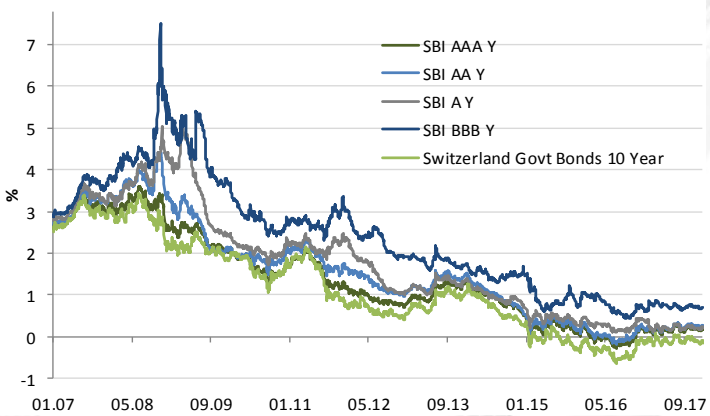
### Retour des risques pour les actions et l'immobilier

Les marchés actions et les placements immobiliers suisses ont profité de ce contexte économique et financier favorable, mais avec une progression d'environ +15% des actions, les valorisations semblent déjà suffisantes pour provoquer quelques prises de profits. C'était aussi le cas pour les fonds de placement (+6.5%) et les sociétés immobilières (+12%), qui ont déjà subi quelques ajustements, redonnant un nouvel attrait au rendement désormais à nouveau proche de 3%. Nous maintenons nos perspectives positives pour ces deux classes d'actifs en 2018, mais il nous semble qu'il est désormais de plus en plus probable d'assister à une consolidation temporaire des cours.

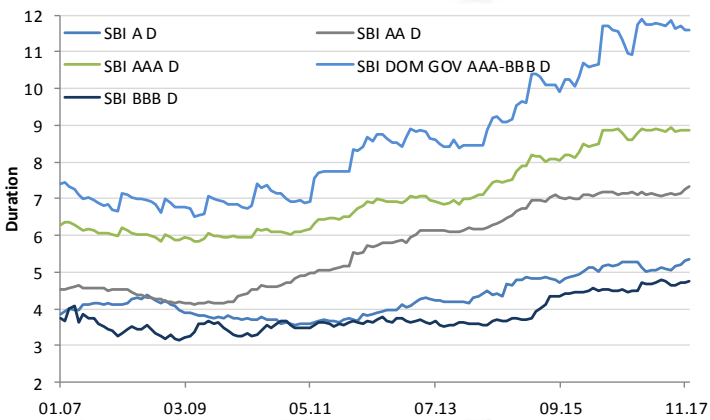
### Différentiel de taux Libor 1 mois



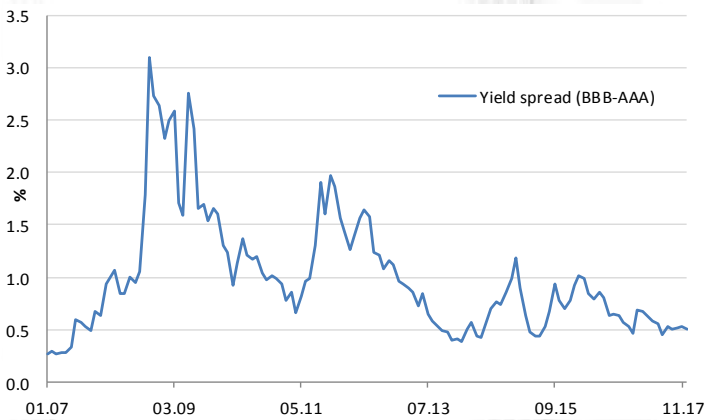

### Taux d'intérêt (Confédération, AAA, AA, A, BBB)



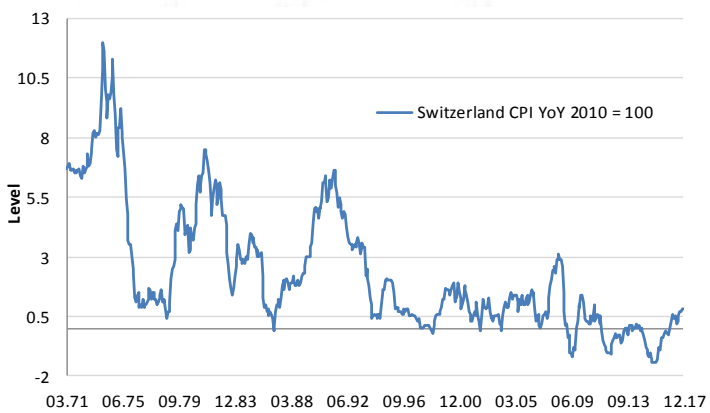

### Duration des obligations suisses



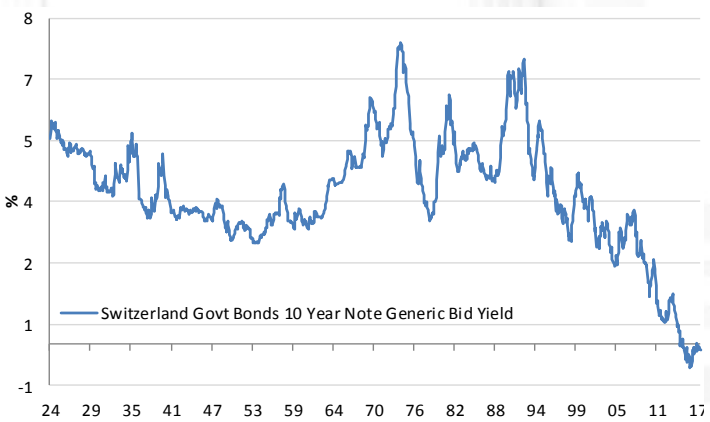

### Ecart de rendement



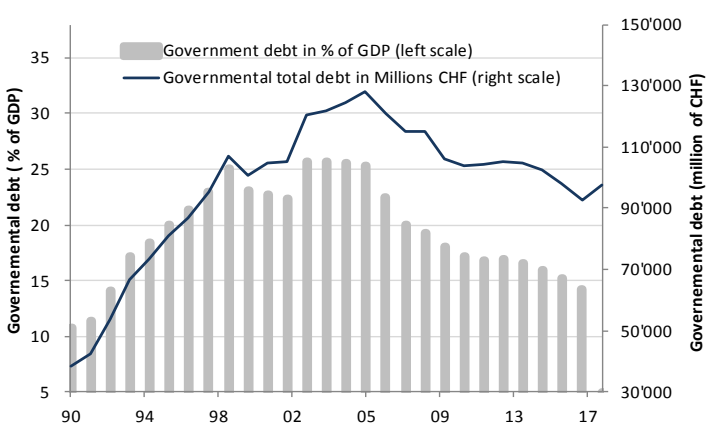

### Inflation CPI



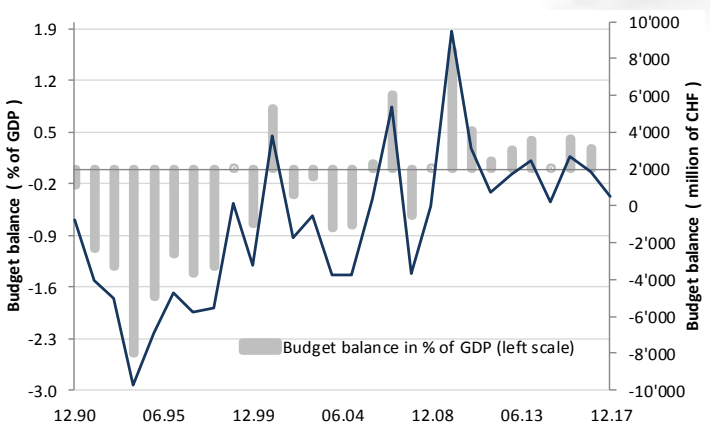

### Taux longs de la Confédération depuis 1924




### Dette totale de la Confédération




### Solde budgétaire de la Confédération




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

## Zone Euro

- La BCE, optimiste, garde le cap de sa politique monétaire
- La hausse de l'euro est justifiée mais devrait désormais être limitée
- Climat de confiance presque euphorique
- La hausse des taux longs se profile pour 2018
- L'avantage est aux actions européennes

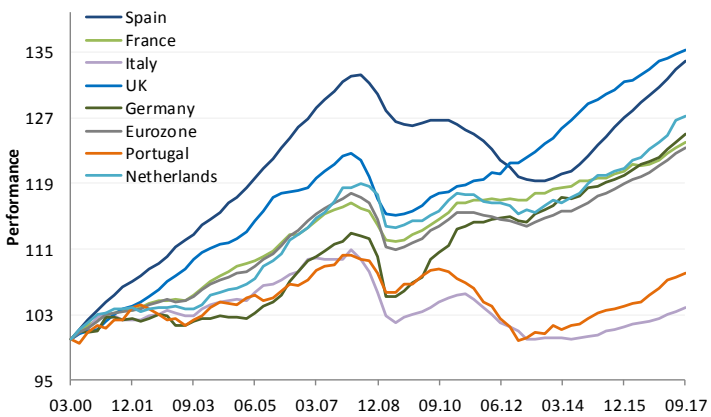
**La BCE semble particulièrement optimiste et garde le cap de sa politique monétaire**

La BCE a donné un message particulièrement optimiste lors de sa dernière conférence de presse du jeudi 14 décembre. Elle a notamment relevé très sensiblement ses perspectives de croissance pour la zone euro pour l'année 2017, mais surtout pour les deux années à venir. La BCE prévoit désormais une croissance de +2.4% pour 2017, +2.3% en 2018 et +1.9% en 2019. Après avoir longtemps été prudent sur la qualité de la reprise économique en zone euro, le ton semblait clairement différent à quelques semaines de la fin de l'année 2017. Mario Draghi parlait en effet de progrès substantiels dans les perspectives de croissance. Nos perspectives de croissance pour la zone euro comme pour la devise européenne étaient parmi les plus optimistes certainement en début d'année 2017, mais nous constatons avec une certaine satisfaction aujourd'hui, que la tendance estimée est en train de gagner en puissance. La BCE soulignait donc avec contentement que la croissance de la zone euro était solide et montrait des signes très clairs d'accélération. Mais les perspectives de relance de l'inflation sont restées elles beaucoup plus prudentes et n'ont pas été révisées nettement à la hausse. Les perspectives pour l'inflation en 2017 restent inchangées (+1.5%) et celles pour 2018 (+1.4%) et 2019 (+1.5%) sont à peine relevées, repoussant au-delà de 2020 certainement le moment où l'inflation atteindra son objectif de +2%. Mario Draghi a donc annoncé sans surprise que la politique de taux directeurs restait inchangée pour l'instant et comme nous l'attendions également, il a aussi confirmé que les rachats de titres se poursuivront comme annoncé jusqu'en septembre 2018 et au-delà si nécessaire. L'institution est confiante dans le succès de la politique menée pour relancer la croissance et renforcer la trajectoire haussière de l'inflation. Mais il sera encore certainement indispensable de conserver un degré substantiel d'accommodation monétaire en l'absence justement de réelles pressions inflationnistes. La hausse récente de l'euro contre dollar pourrait toutefois constituer une source d'incertitude, justifiant aussi du maintien d'une politique quantitative suffisante pour exploiter les marges de flexibilité du programme, conserver une capacité d'action et laisser le différentiel de taux d'intérêt s'accroitre avec la poursuite du processus de normalisation des taux américains. Le renforcement de l'euro semble particulièrement logique dans le contexte d'accélération conjoncturelle, mais la BCE restera prudente pour ne pas laisser cette hausse mettre en danger la qualité de la reprise économique en cours. La BCE annoncera donc très prudemment en 2018 les éventuels recalibrages de son programme dont l'ampleur reste la seule véritable inconnue, mais il est probable selon nous que le programme soit réduit de 60 à 40, voire 30 milliards par mois dès janvier 2018, en raison de l'assèchement des titres « achetables ». Nous n'envisageons toujours pas dans ce contexte de remontée des taux directeurs pour les prochains trimestres, cette éventualité étant toujours prévue seulement plusieurs mois après l'interruption du programme d'achat d'actifs.

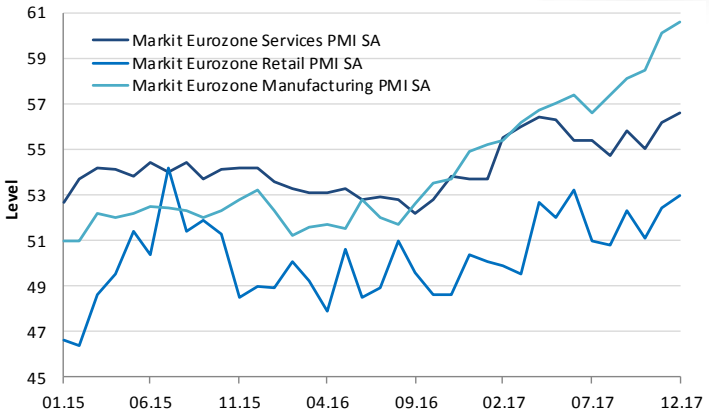
**La hausse de l'euro est justifiée mais elle devrait désormais être limitée**

La hausse de l'euro pose peut-être déjà un problème à la BCE qui pourrait commencer à s'inquiéter de ses effets indésirés sur les perspectives d'inflation et sur le niveau de compétitivité de l'industrie européenne. L'évolution du taux de change euro/dollar a été une des tendances importantes en 2017. La hausse d'environ +15% de l'euro était certainement en partie due à la faiblesse du dollar, mais c'est avant tout l'amélioration surprenante pour beaucoup des conditions économiques en zone euro qui a redonné de l'attrait à la monnaie unique. L'euro s'est ainsi apprécié contre de nombreuses autres monnaies et en particulier contre le franc. Nous avions prévu dès le changement de politique monétaire de la BNS en 2015 que l'introduction de taux d'intérêt négatifs provoquerait à terme un désintérêt progressif pour le franc, qui pourrait pousser à nouveau le taux de change vers le niveau de 1.20. On s'en approche désormais de plus en plus et malgré les bons résultats attendus de l'économie européenne en 2018, la phase de revalorisation de l'euro nous semble déjà assez largement engagée pour justifier quelques prises de profits. Nous estimons que la hausse de l'euro devrait perdre en intensité en début d'année 2018

**Croissance du PIB - Eurozone**

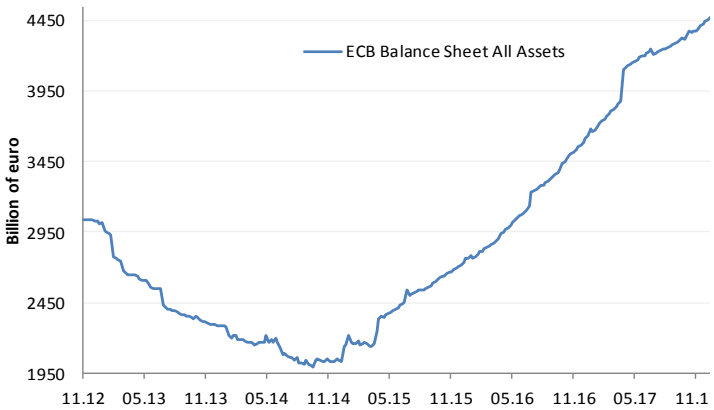



**PMI manufacturier, service et détail - Eurozone**

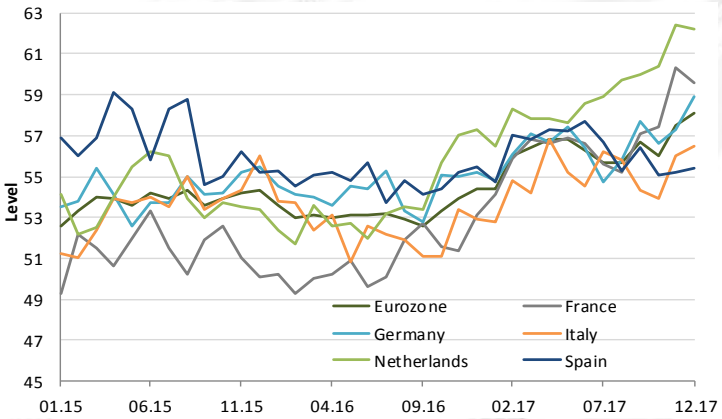



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Bilan de la BCE




PMI Composite - Pays




contre le franc et le dollar notamment. Mais après une période de stabilisation il est probable que l'amélioration indéniable des fondamentaux économiques de la zone euro et la perspective de renversement de politique monétaire motiveront un nouvel intérêt des investisseurs pour la monnaie unique.

### La croissance européenne accélère mais restera encore derrière celle des Etats-Unis

Nos prévisions de début d'année de renforcement de la dynamique européenne en 2017 se confirment encore en cette fin d'année. Le PIB agrégé de la zone euro atteint désormais +2.6% en novembre et nos prévisions pour 2018 envisagent une croissance encore soutenue de +2.5%. Les deux principales économies européennes dépasseront le seuil de +2% (France +2.2%, Allemagne +2.4%), mais la contribution d'autres économies en nette reprise apporteront un supplément de croissance appréciable. L'Espagne démontrera certainement une dynamique solide en 2018 qui s'inscrira dans la lignée de la croissance supérieure à +3% qui sera sans doute enregistrée en 2017. Nous nous attendions à une seconde partie d'année 2017 plus solide, qui semble donc se confirmer et être encore soutenue par les niveaux plus élevés des indicateurs avancés. Les indices PMI pour le mois de décembre confirment en effet toujours la nette reprise de l'activité en Europe. Le PMI composite s'est encore amélioré en décembre (58) et se situe à son plus haut niveau depuis 2011 ; le mouvement est similaire pour les indicateurs avancés manufacturiers (60.6), soulignant la reprise d'une dynamique industrielle qui devrait se poursuivre en début d'année 2018. Le PMI des services suit la même tendance en progressant encore un peu plus à 56.2. Le PIB enregistre donc une nouvelle phase de croissance durable qui devrait se poursuivre en début 2018.

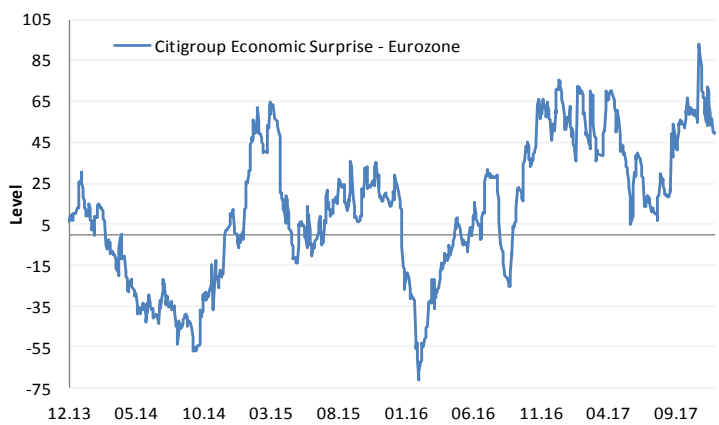
### Climat de confiance presque euphorique

L'indicateur de la Commission européenne mesurant le degré de confiance des ménages a encore légèrement progressé et atteint son plus haut niveau des dix dernières années. L'amélioration du sentiment est assez large et toujours plus soutenue par l'amélioration des conditions du marché de l'emploi. En effet, on enregistre la plus forte progression de l'emploi depuis 2008 après avoir longtemps observé une croissance négative jusqu'en 2014. C'est donc la 4ème année consécutive de croissance de l'emploi qui a comme conséquence une sensible réduction du taux de chômage global de 12% en 2013 à moins de 9% aujourd'hui. Mais c'est aussi l'un des facteurs qui soutient la confiance des consommateurs également au plus haut sur ces dix dernières années. Le niveau de confort des ménages est désormais supérieur à la moyenne historique des vingt dernières années et se situe au plus haut depuis 2008. L'enquête de confiance des consommateurs et des entreprises montre aussi un regain d'optimisme, au plus haut niveau depuis le début de la crise financière. Dans la plupart des pays, on assiste au retour bienvenu d'un optimisme de plus en plus affirmé qui devrait aussi soutenir ultérieurement la consommation et la croissance du PIB.

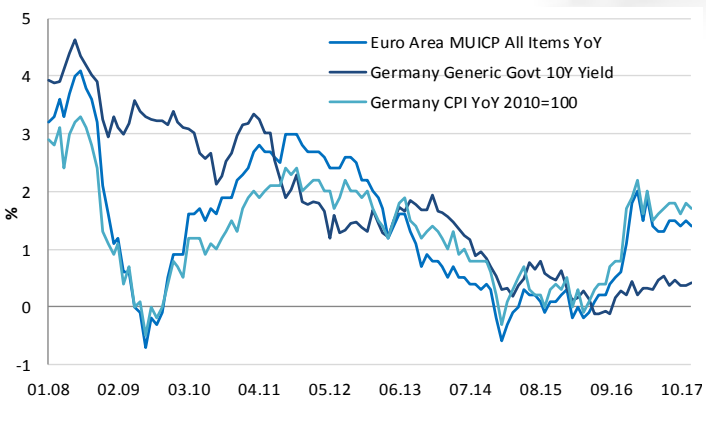
### La hausse des taux longs se profile pour 2018

La hausse des taux longs est encore pour le moment totalement bridée par le maintien du statu quo de la politique monétaire de la BCE. La position développée par Mario Draghi de poursuivre la stratégie d'achat d'obligations jusqu'en septembre 2018 et au-delà agit comme un frein à toute velléité de vouloir ajuster le niveau des taux longs à l'évolution des données fondamentales et macroéconomiques. Par ailleurs, comme l'évolution de l'inflation ne montre pas de signe clair d'emballement, la nécessité d'ajuster le niveau des taux d'intérêt n'est pas criante. L'inflation se stabilise en effet autour de +1.5% depuis plusieurs mois, après une nette reprise de 0% à 2% constatée entre juin 2016 et février 2017. La hausse de l'euro est un facteur sans doute clé dans cette évolution récente, comme l'a été la stabilisation des cours de l'énergie avant sa dernière progression de 42$ à 58$. Il est certainement encore trop tôt pour voir une relance nette de l'inflation liée au marché de l'emploi, encore trop éloigné pour l'instant de son point de friction pour que des hausses de salaires concourent à une hausse des prix. L'objectif de la BCE de ramener l'inflation à 2% sera certainement difficile à réaliser même si la banque centrale poursuit sa politique monétaire accommodante en 2018, en particulier si l'euro s'avère durablement plus fort.

Citigroup Indicateur de surprise économique - Eurozone

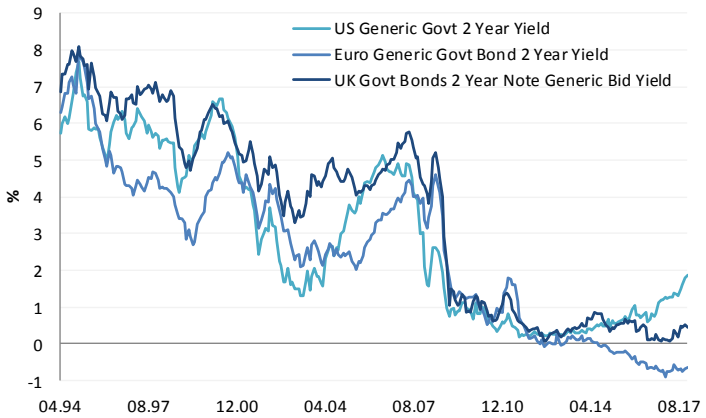



Taux d'intérêt 10 ans - CPI

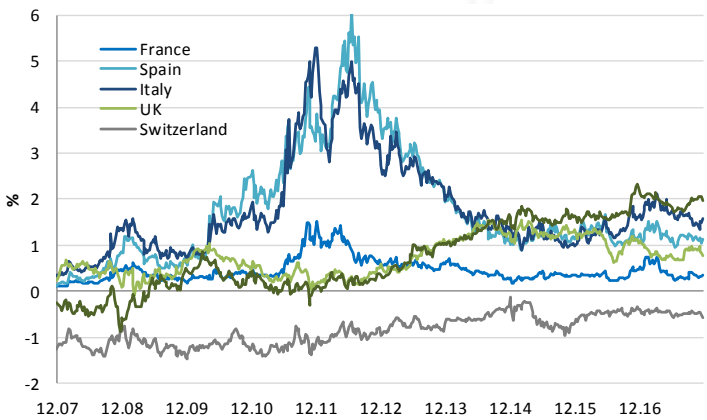



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

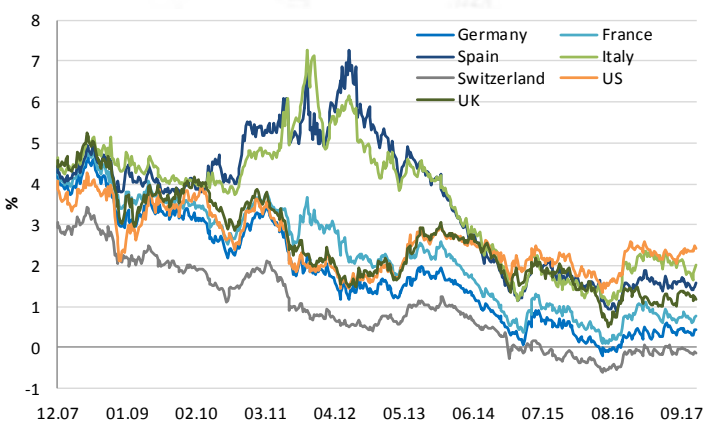
Taux gouvernementaux à 2 ans (US, Euro, UK)




Prime de risque gouvernement vs Bund




Taux à 10 ans des obligations gouvernementales




L'évolution des coûts salariaux est effectivement lente et le taux de chômage de la zone euro, malgré son déclin sensible, reste à un niveau absolu encore élevé. Sans accélération de l'inflation et des perspectives de hausse des prix, les taux longs peuvent rester encore un temps influencés par l'action de la BCE. L'évolution des taux longs est désormais de plus en plus contenue dans une zone de valorisation étroite de moins de 20 points de base pour les taux à 10 ans du gouvernement allemand qui termineront l'année proche de 0.3%. Un retour de l'inflation au-dessus de +2% ne nous semble pourtant pas une condition indispensable pour soutenir une prochaine hausse des taux d'intérêt à long terme en euro.

Les taux européens devraient certainement suivre une tendance haussière provoquée par la normalisation de la politique américaine et la relance des taux longs aux Etats-Unis. Le différentiel de taux longs nous semble de moins en moins justifié en raison du rattrapage de croissance opéré par l'économie européenne. Si le premier trimestre devrait encore être caractérisé par une certaine stabilité des taux longs, il est au contraire probable selon nous qu'ensuite, on assiste enfin à un net changement de perception des risques des investisseurs. Nous recommandons de ne pas attendre avant de réduire très sensiblement le risque obligataire en euros.

### L'avantage est aux actions européennes

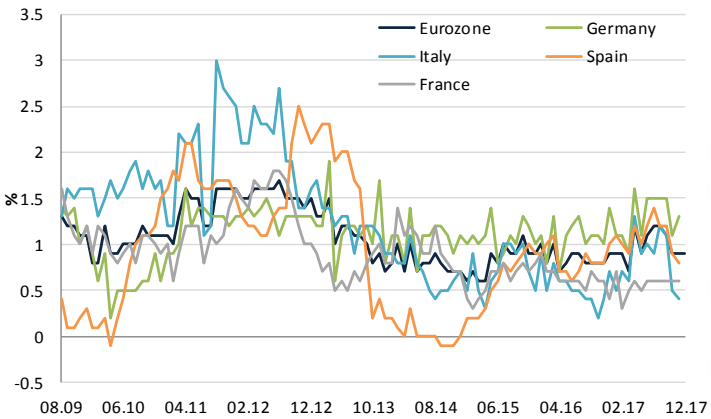
La phase de revalorisation des actions européennes n'est pas encore terminée. Délaissées en raison des risques politiques en 2016, les actions européennes ont profité d'une période de revalorisation qui ne leur a pas permis cependant de surperformer en monnaies locales des valeurs américaines dopées par les perspectives de réformes fiscales et par la dynamique des valeurs du numérique au 3ème trimestre notamment. Pourtant, la valorisation des actions européennes n'est pas particulièrement élevée par rapport aux mesures historiques. Elle est même très sensiblement inférieure à celles des titres américains. A 14x les bénéfices 2018, la valorisation des titres européens présente aujourd'hui un discount de 4 points de valorisation par rapport aux actions américaines (PE 2018 de 18x).

La survalorisation des titres américains de 30% par rapport aux valeurs européennes ne nous semble pas justifiée dans le contexte macroéconomique de l'année 2018 également favorable aux valeurs européennes. En termes de rendement du dividende, les valeurs européennes semblent également beaucoup plus attrayantes en offrant un rendement de 4.3%, soit deux fois plus que celui distribué par les titres américains (2%). Le consensus de croissance des profits est désormais beaucoup plus optimiste, à juste titre selon nous puisque l'amélioration de la situation économique de la zone euro est de plus en plus tangible. Le redressement de la croissance et de la profitabilité des entreprises sont des éléments clés auxquels viennent s'ajouter d'autres facteurs favorables comme la réduction des grandes incertitudes politiques et systémiques et l'amélioration des conditions du secteur bancaire, entre autres. Ces éléments améliorent l'attrait des valeurs européennes qui devraient bénéficier du retour des investisseurs étrangers. La croissance des bénéfices par action en zone euro est désormais de plus en plus proche de celle des sociétés américaines pour 2018 (+10.5% contre +11.9%). Nous estimons que l'écart de valorisation n'est de loin pas justifié. Le discount actuel d'environ 30% en faveur des actions européennes devrait être réduit au moins de moitié en 2018.

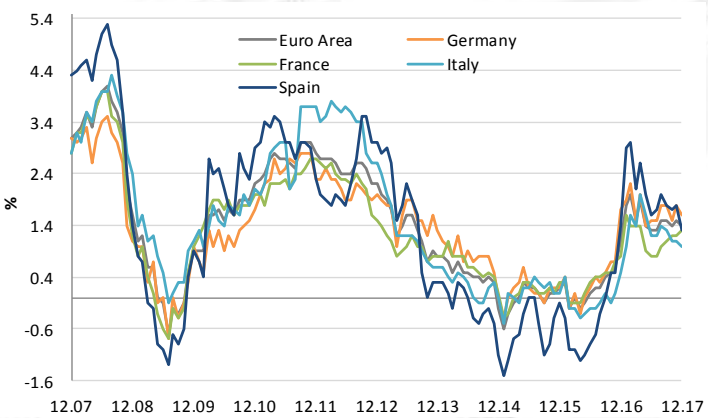
Les actions européennes devraient ainsi assez sensiblement surperformer les valeurs américaines en 2018 en monnaies locales.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

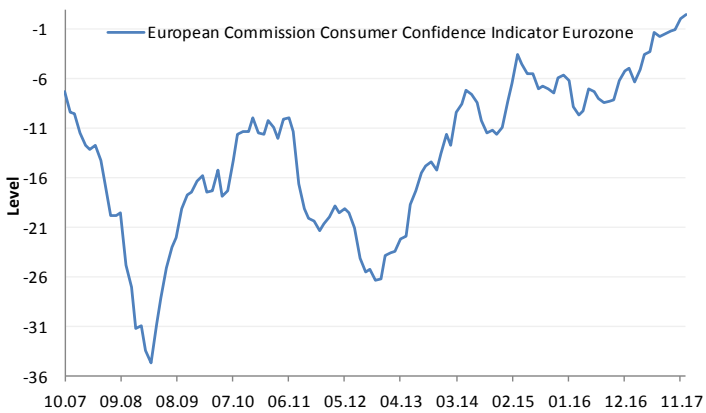
### Eurostat CPI - inflation sous-jacente (Eurozone, YoY)



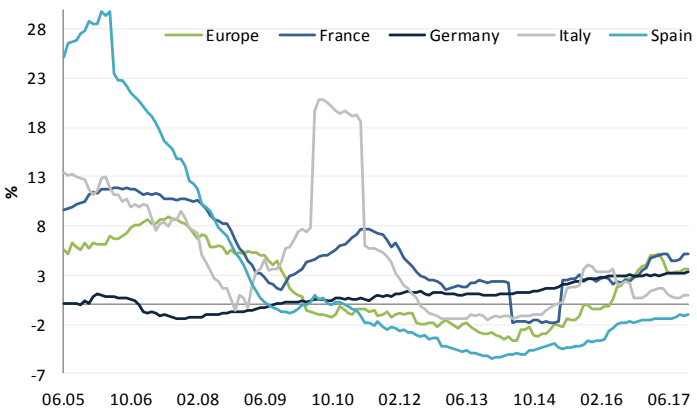

### Eurostat CPI - all items (Eurozone, YoY)



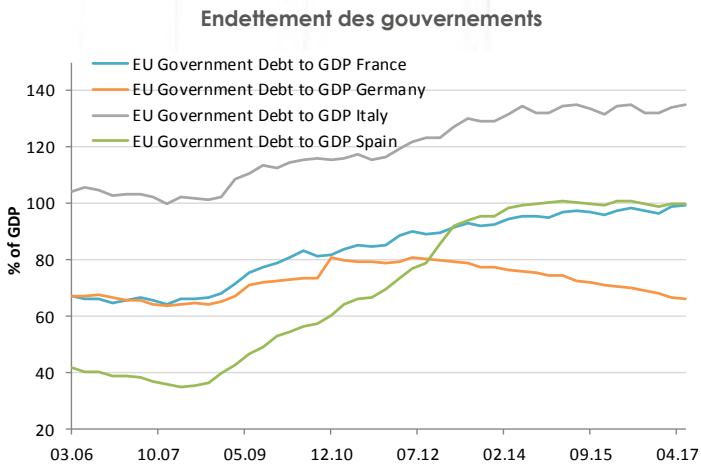

### Confiance des consommateurs - Eurozone



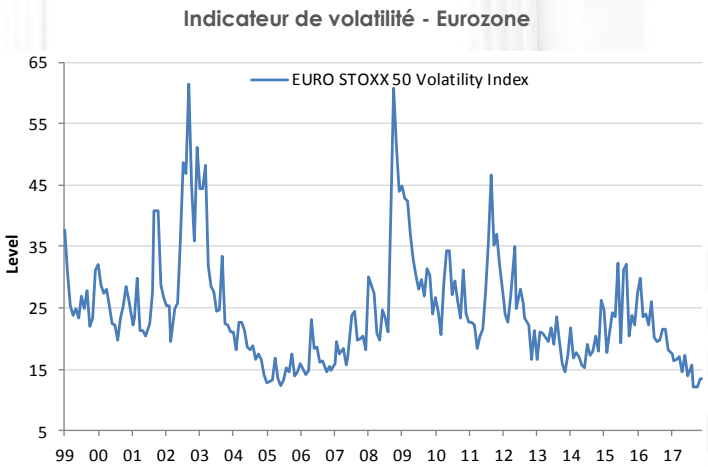

### Prêts et crédits aux ménages (Eurozone - YoY)



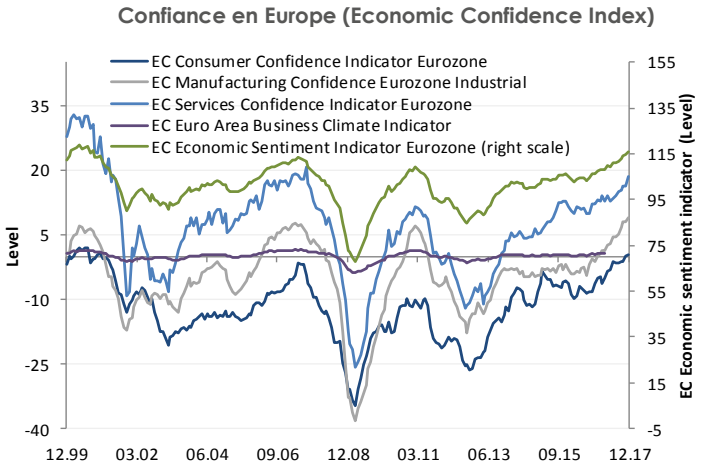

### Endettement des gouvernements




### Indicateur de volatilité - Eurozone




### Confiance en Europe (Economic Confidence Index)




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

## Royaume-Uni

- Enfin des progrès suffisants pour passer à la 2e phase des négociations
- Tous les secteurs de l'économie s'inquiètent des risques règlementaires
- La livre devrait profiter de la reprise du processus de négociation
- Politique monétaire : statu quo probable
- Le marché obligataire ne peut rester indifférent à la reprise de l'inflation

### Enfin des progrès suffisants pour passer à la deuxième phase des négociations

La position européenne était ferme depuis plusieurs mois en exigeant un accord financier de principe pour accepter d'enclencher la deuxième phase des négociations du Brexit. L'absence de progrès notable dans les discussions avec les représentants britanniques avaient hautement contrarié les européens qui peuvent aujourd'hui saluer un accord de principe posant quelques modalités indispensables au divorce souhaité par le peuple britannique. Le parlement européen a ainsi adopté une résolution sur le Brexit en soulignant que les progrès attendus ont finalement, après plusieurs mois de négociations, abouti à un compromis permettant d'envisager une nouvelle étape de discussions qui sera toutefois menée avec une grande vigilance. Cet accord de principe reste cependant fragile, car de l'avis du ministre britannique chargé du Brexit, Mr. David Davis, l'accord entre Theresa May et Michel Barnier, le négociateur en chef de la Commission européenne qui avait durci le ton il y a quelques mois face aux atermoiements des britanniques, n'est qualifié que de « déclaration d'intention ». La résolution adoptée à la majorité par 552 voix met temporairement un terme à l'agacement des parlementaires. Mais ceux-ci ne baissent toutefois pas la garde et avertissent que les prochains progrès devront être obtenus dans une atmosphère constructive et de bonne foi partagée. Les doutes subsistent clairement sur les intentions réelles des représentants du gouvernement du Royaume-Uni d'honorer leurs engagements. Michel Barnier précise que Theresa May s'est engagée au nom du gouvernement et qu'une remise en question de l'accord minimum portant aujourd'hui sur un montant d'environ 45 à 50 milliards d'euro aboutirait très vite à un accord de retrait juridiquement contraignant.

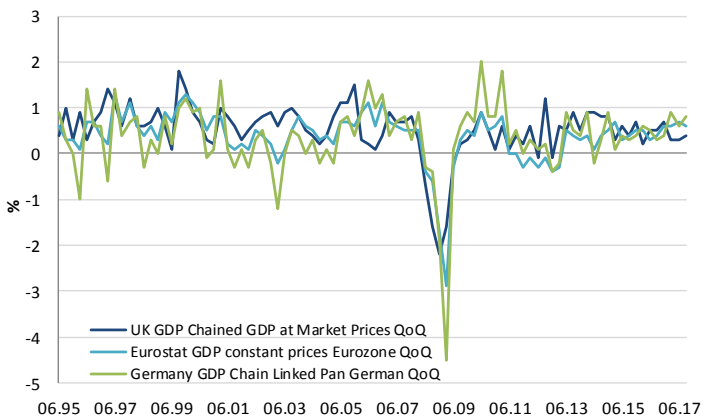
### Capitulation du Royaume-Uni ? Le plus dur reste à faire

La question du règlement des obligations financières était et reste donc au centre de la négociation. Evaluée initialement entre 60 et 100 milliards d'euros, la facture finale pourrait donc être bien moins lourde pour les Britanniques même si la somme reste tout de même considérable. Avec une facture estimée aujourd'hui à 50 milliards, Theresa May à dû accepter de doubler l'offre faite de 20 milliards il n'y a que quelques semaines en entérinant désormais la technique de calcul des européens. Le revirement politique semble cuisant, car la 1ère ministre a finalement dû s'aligner sur les exigences européennes. Elle obtiendra certainement un étalement du paiement de cette ardoise sur de nombreuses années, maigre consolation sans doute, alors que la date butoir (mars 2019) du Brexit s'approche. Cette capitulation ouvre toutefois la porte à la seconde étape indispensable des négociations, mais elle est loin d'en assurer le succès dans les délais. Il faudra encore plancher sur les innombrables difficultés juridiques et légales pour qu'un accord commercial fixant les modalités des relations entre les deux partenaires soit sous toit. La forme de cet accord reste évidemment à définir, mais c'est aux britanniques de proposer une version qui sera discutée. Compte tenu des prises de position fermes sur certains aspects et notamment leur volonté de ne pas se soumettre aux exigences de libre circulation des personnes, des biens, services et capitaux, il semblerait que l'accord futur soit similaire à celui que l'UE a négocié avec le Canada.

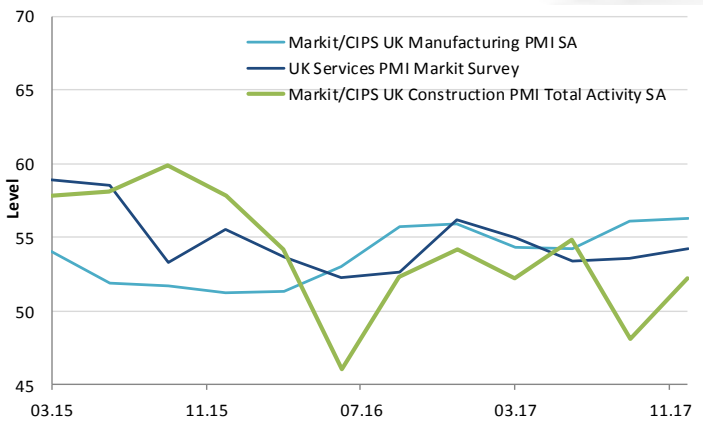
### Tous les secteurs de l'économie s'inquiètent des risques règlementaires

La City semble sereine, mais elle exige une période de transition. La lobbyiste en chef de la place financière britannique semble toujours confiante mais exige de trouver un accord pour une période de transition qui reporterait de plusieurs années l'application concrète et les effets du Brexit. Pendant une période de deux ans à compter du 29 mars, le Royaume-Uni serait ainsi toujours dans le marché unique, mais ne serait plus membre de l'UE. Un délai de deux ans permettrait de conserver temporairement les règlementations en vigueur avant d'introduire de nouvelles règles adaptées à la situation nouvelle. Entre temps, les banques et sociétés financières évaluent les risques et les opportunités, mais certaines en sont déjà à l'application de plan de sauvegarde.

**Croissance trimestrielle du PIB - UK**

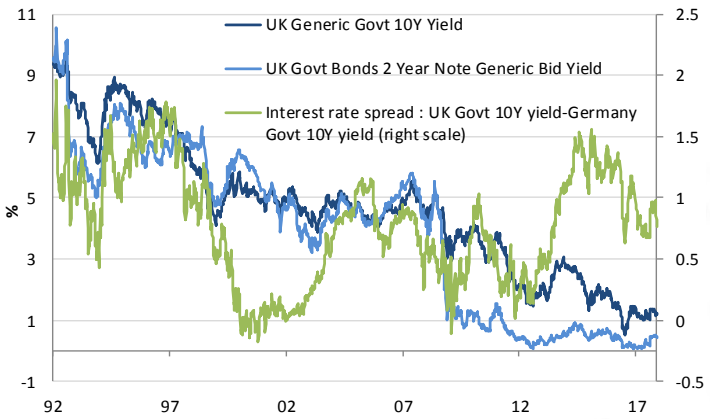



**PMI manufacturier, services et construction - UK**

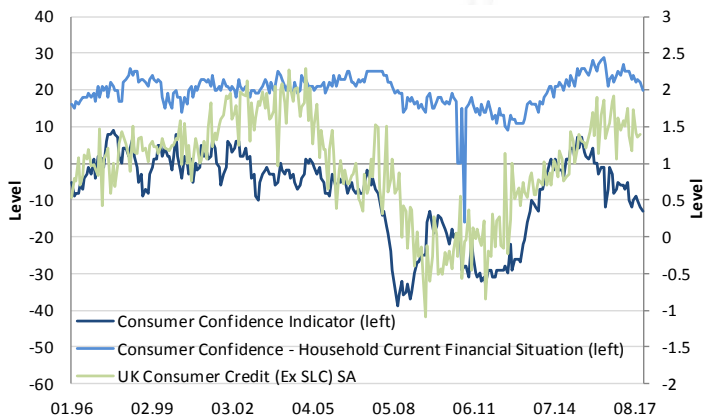



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

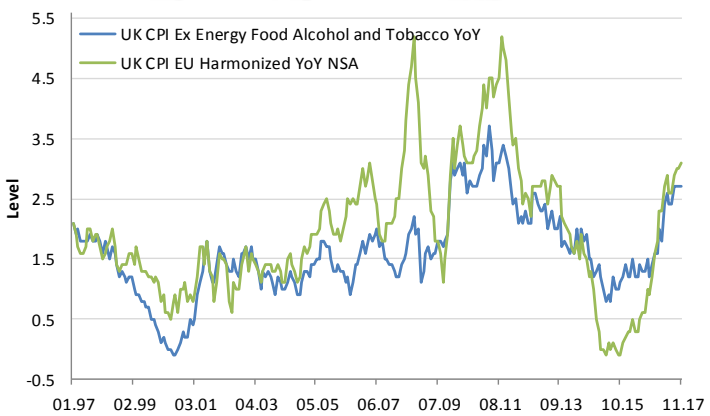
Taux gouvernementaux UK à 2 ans et 10 ans



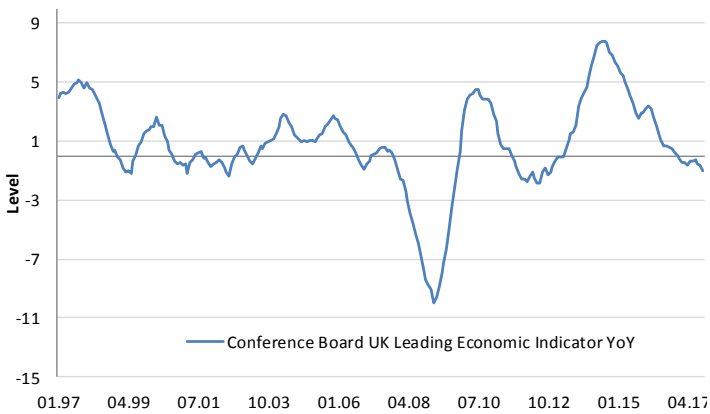

Confiance des consommateurs




Inflation CPI




Indicateur avancé




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Les services financiers ne sont évidemment pas les seuls à monter au créneau pour défendre leurs intérêts. C'est toute l'industrie britannique qui s'inquiète des risques de divergences règlementaires futures qui impliqueront des ajustements difficiles aux entreprises. Une sortie brutale et totale du cadre règlementaire européen aurait des conséquences sévères pouvant remettre en question des années d'investissement. Le secteur pharmaceutique, la chimie, l'aéronautique, l'automobile, tous s'engagent dans la même voie pour recommander au gouvernement de limiter au minimum les règles en vigueur actuellement. L'objectif principal est clairement de limiter au maximum les effets négatifs d'une sortie de l'union douanière sur les exportations britanniques.

### La livre devrait profiter de la reprise du processus de négociation

La devise britannique n'a pas réellement été perturbée par les vicissitudes des négociations du dernier trimestre. Depuis plusieurs mois, nous estimons que la livre est entrée dans une phase de stabilisation contre la plupart des principales monnaies après avoir enregistré la chute historique consécutive au Brexit. Nous relevions déjà au 4ème trimestre 2016 que la livre avait sans doute atteint un niveau de valorisation permettant d'envisager une consolidation durable dans l'attente d'une plus grande visibilité sur les perspectives économiques du pays. Depuis cette date, la volatilité de la monnaie britannique s'est réduite et le taux de change s'est même repris contre le franc (hausse de 1.20 à 1.30) et le dollar notamment (hausse de 1.20 à 1.35). Elle s'est stabilisée au-dessus de 1.10 contre euro dans un contexte favorable pour la monnaie unique. Au début de la nouvelle phase de négociation nous privilégions encore le scénario d'une poursuite de la stabilisation du taux de change pour les prochains mois.

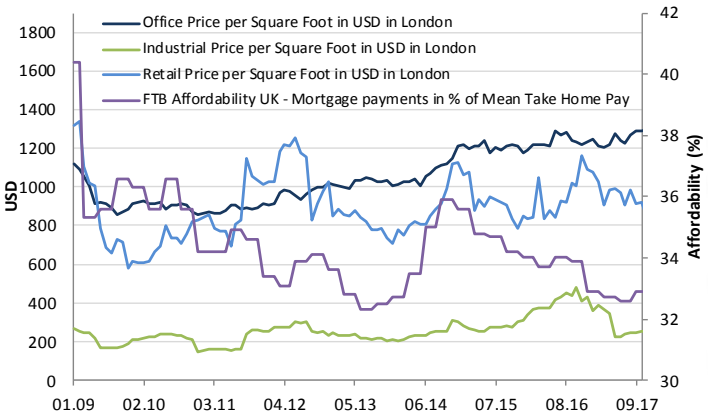
### Politique monétaire : statu quo probable

La Banque d'Angleterre n'a pas modifié ses taux directeurs en décembre après la première hausse depuis 2007 mise en œuvre comme attendu en novembre et qui avait porté les taux directeurs de 0.25% à 0.5%. La croissance du PIB diminue, mais elle reste positive, alors que l'inflation progresse doucement. Nous restons de l'avis que la première hausse de novembre ne sera pas rapidement suivie d'autres phases de resserrement monétaire, même s'il est probable que les taux directeurs suivent une tendance haussière pouvant les porter de 0.5% aujourd'hui à 1% en 2019 dans un contexte de faible croissance et d'inflation modérée. Car la croissance devrait effectivement ralentir encore en 2018 au moment où les négociations concrètes avec l'UE laisseront certainement apparaître de nouvelles incertitudes susceptibles de provoquer un ralentissement plus net de la consommation. Quant à l'inflation, la dynamique pourrait rester suffisante pour soutenir une hausse de l'indice ex-alimentation et énergie au-delà de 3%. Mais comme nous l'annoncions dans notre analyse précédente, la hausse des taux directeurs à 0.5% pourrait bien être suivie d'une longue période d'inaction. La BoE devrait en effet maintenir ce taux ou procéder à des hausses mineures en 2018. La banque d'Angleterre se déclare en effet plutôt satisfaite par l'accord obtenu avec l'UE qui devrait diminuer les probabilités de sortie désordonnée du Royaume-Uni de l'UE. La reprise des négociations aura certainement un impact favorable sur le sentiment des consommateurs et sur la confiance des entrepreneurs. La croissance du PIB devrait donc plutôt se stabiliser.

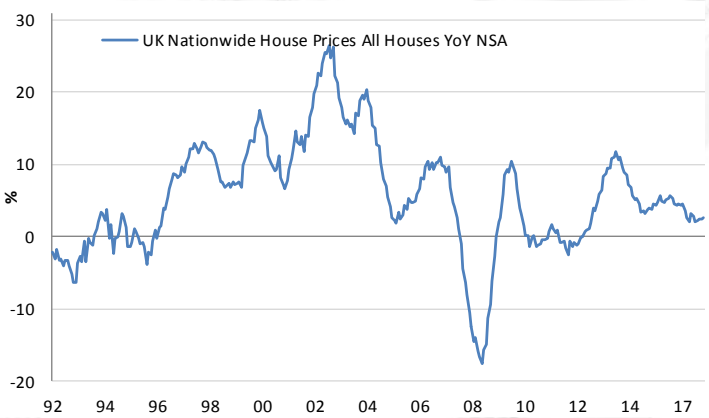
### Le PIB s'effrite alors que les indicateurs avancés suggèrent un tassement conjoncturel

Le PIB du 3ème trimestre (+0.4%) confirme à nouveau l'effritement déjà observé de la dynamique économique au Royaume-Uni sans aggravation notable portant de la dynamique. La performance sur un an se stabilise à +1.5%, ce qui conforte notre prévision d'une croissance inférieure sur l'ensemble de l'année 2017. Les exportations ont vu leur contribution diminuer de +1.7% au 2ème trimestre à -0.7% au 3ème trimestre. La consommation a plutôt favorablement surpris en progressant de +0.2% à +0.6%, ce qui permet clairement au PIB de consolider son rythme de croissance, soutenu par ailleurs par une reprise de +0.3% des dépenses publiques. Les indicateurs avancés soutiennent l'argument d'un affaiblissement de la résilience du PIB. En effet, les derniers indices publiés suggèrent une croissance dans le secteur manufacturier, le PMI manufacturier est

**Prix de l'immobilier au m2**




**Croissance des prix de l'Immobilier**




en effet en nouvelle progression de 56.3 à 58.2, son plus haut niveau de l'année. Du côté des services, l'image est un peu moins positive, le PMI glisse de 55.6 à 53.8, mais il reste largement en zone de croissance. En ce qui concerne le secteur de la construction, l'indicateur avancé s'est renforcé de 50.8 à 53.1 et laisse entrevoir une relance de l'activité pour les prochains mois. Globalement, l'indicateur composite est tout de même plus faible et affiche un déclin de 55.8 à 54.9. La confiance des consommateurs n'est toujours pas au beau fixe, elle décline en effet un peu plus en novembre. Le baromètre des affaires ne subit pas de modification majeure mais reste dans une tendance plutôt morose depuis le début 2016. Dans ce contexte, le taux de chômage surprend favorablement en restant relativement stable (4.3%), mais le marché de l'emploi se dégrade pourtant en perdant 56'000 emplois en octobre. Ces constations confirment notre précédente prévision que l'embellie précédente ne devait pas durer. Le taux de participation au marché de l'emploi à parallèlement encore décliné, ce qui suggère à la fois un impact plutôt négatif sur les perspectives économiques pour le début 2018, mais aussi une diminution sur les risques de pressions haussières sur les salaires. La production industrielle faiblit un peu en octobre (+0.1%), comme la production manufacturière (+0.1%). Les perspectives de croissance pour l'économie britannique sont moins optimistes. La croissance du 4ème trimestre pourrait encore être de +0.3%, mais le ralentissement devrait être plus net en 2018.

### Les prix de l'immobilier avancent de +3.9%

Nous réitérons nos récents commentaires suggérant que la stabilisation de la livre devrait apporter un soutien à la demande résidentielle, en raison de l'intérêt toujours présent d'investisseurs internationaux et d'une demande domestique encore suffisante pour excéder le niveau de l'offre. Les derniers mois confirment cette prévision puisque les prix de l'immobilier ont enregistré leur cinquième progression consécutive en novembre selon Halifax, réalisant même leur meilleure hausse sur trois mois depuis janvier. Globalement, la croissance des prix en base annuelle décline toutefois de 4.5% à 3.9%. Le marché immobilier a ralenti cette année, mais on n'observe pas encore de réel changement dans les conditions du marché, l'offre restera certainement inférieure à la demande en début 2018.

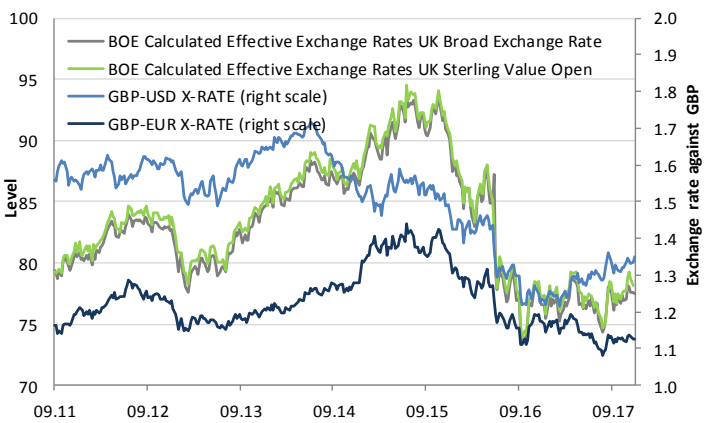
### Le marché obligataire ne peut rester indifférent à la reprise de l'inflation

L'inflation progresse doucement mais surement au Royaume-Uni. En novembre, l'indice des prix à la consommation a doublé en douze mois pour atteindre +3.1%. L'indice CPI avait touché son plus bas en avril 2015 à -0.1%. La reprise est significative et encore plus nette lorsque l'on observe l'évolution de l'indice des prix à la production sur la même période. Nous maintenons notre prévision de progression de l'inflation au-dessus de l'objectif de la BoE de 2% au cours des prochains trimestres, et celle-ci pourrait même atteindre 4% à l'horizon 2020. Il est étonnant, dans ce contexte de hausse généralisée des prix, que les taux d'intérêt à long terme ne subissent pas plus d'ajustements des anticipations. En effet, malgré la hausse des prix, les rendements exigés sur la dette gouvernementale britannique ont plutôt suivi l'évolution des marchés obligataires internationaux et ne reflètent que peu la hausse de l'inflation domestique. Les rendements réels en livre sterling sont donc relativement stables et déclinent même légèrement de 1.4% en octobre à 1.3% à la fin novembre. Le marché obligataire britannique devrait pourtant prochainement être plus affecté par les fondamentaux domestiques, qui pousseront les taux longs à nouveau plus haut.

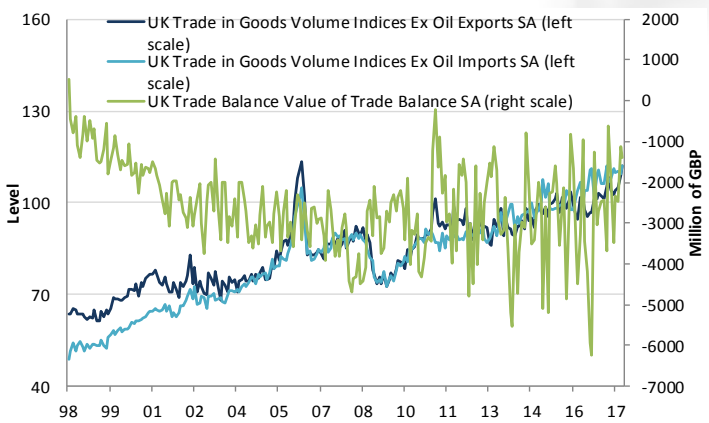
### Léthargie du marché des actions

Le marché britannique est entré dans une longue phase de consolidation horizontale en 2017 qui pourrait durer encore quelques mois. La performance en monnaies locales n'est que de +2% depuis le début de l'année, un résultat nettement en retrait de ceux réalisé par la plupart des marchés de l'UE. A environ 14x les profits 2018, le marché britannique reste encore légèrement plus cher, mais son rendement est toujours un peu supérieur (4.3%). La stabilisation de la livre a stoppé la progression des valeurs britanniques comme nous l'attendions. Nous recommandons toujours la prudence à l'égard de ce marché, qui pourrait plus tard être pénalisé par les effets plus perceptibles des négociations du Brexit sur les résultats des entreprises.

**Taux de change effectifs de la livre sterling**




**Balance commerciale - Exportations - Importations**




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

## Japon

- Plus longue expansion économique depuis le milieu des 90s
- Le PIB aura besoin de la contribution de la demande intérieure
- Espoirs pour la consommation privée
- Hésitation de quelques indicateurs avancés
- L'affaiblissement du yen devrait se poursuivre

### Plus longue expansion économique depuis le milieu des années 90

Après un résultat particulièrement solide au 2ème trimestre (+2.5% annualisé), la croissance du PIB du 3ème trimestre semblait un peu moins enthousiasmante en première estimation. Le PIB semblait avoir enregistré une nouvelle progression de +0.3% (+1.4% annualisé), ce qui marquait sa septième avancée consécutive et l'une des plus importantes séquences d'expansion des dix dernières années, mais ce développement montrait un certain tassement dans la performance économique du pays avant la révision de ce jour. Les chiffres révisés montrent une progression finalement bien supérieure, le PIB avancerait finalement de +0.6% sur trois mois, soit à nouveau +2.5% en rythme annuel. Ce résultat ne remet donc pas en question les attentes d'une reprise plus nette en 2017 pouvant porter la croissance annuelle au-delà des attentes du début d'année. L'économie japonaise a en fait encore été soutenue par la poursuite de la reprise des exportations déjà observée au cours des précédents trimestres et par une reprise de l'investissement. La dynamique s'est donc avérée supérieure qu'en première analyse. Les exportations ont avancé de +1.5% au cours du trimestre pour un résultat de +14.1% sur un an.

### Le PIB ne peut croître sans une contribution de la demande intérieure

L'économie japonaise ne profite toujours pas assez de la demande intérieure, qui peine à s'affirmer. Les dépenses publiques ont pesé sur les chiffres du PIB en raison d'une contraction de -2.5% qui a suivi la hausse de +5.8% du trimestre précédent. La demande privée, représentée par la consommation des ménages, a elle aussi marqué le pas en restant stable (0%) après une contribution de +0.7% au 2ème trimestre. Hors inventaire, la consommation privée à en fait décliné de -0.5%, certainement en raison toujours d'une faible progression des salaires et de conditions météorologiques contraires. Ces développements sont en fait relativement décevants et de nature à questionner les prévisions pour le second semestre. Nous envisagions un développement économique plus favorable pour l'économie nipponne au H2 en raison d'une reprise attendue de la consommation qui pourrait encore se matérialiser. La croissance du PIB ne peut être supportée exclusivement par la demande extérieure. La bonne tenue des exportations devrait se poursuivre, mais les doutes subsistent sur la capacité de la demande intérieure à redevenir un contributeur suffisant et surtout durable pour la croissance globale en 2018. Nos perspectives tablent toutefois sur une croissance malgré tout à nouveau un peu plus équilibrée entre les trois facteurs déjà mentionnés.

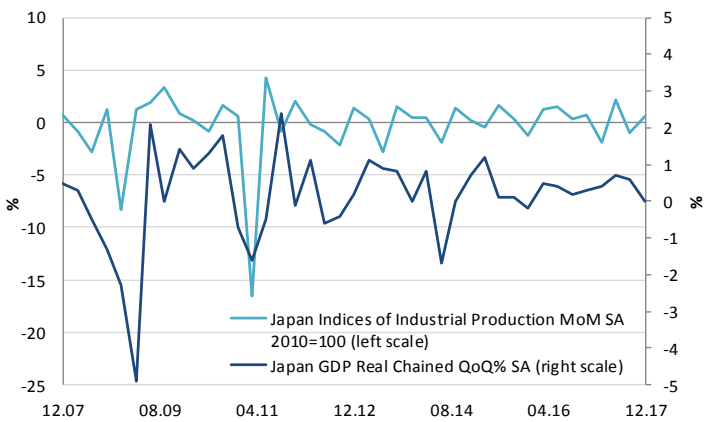
### Répartition trop déséquilibrée des revenus

La consommation privée et publique devrait reprendre et supporter une poursuite de la contribution positive du secteur industriel et exportateur soutenu par un yen faible et une demande mondiale plus forte. Mais attention à la problématique toujours persistante au Japon d'une répartition déséquilibrée des revenus. La reprise actuelle est bienvenue, mais elle ne produit toujours pas les effets escomptés sur le marché du travail et sur le rééquilibrage attendu des revenus. La profitabilité des entreprises est élevée, mais cette situation ne se modifie toujours pas en faveur des salariés comme l'a toujours espéré la BoJ. La croissance est structurellement faible en raison de l'impossibilité des ménages d'accroître leur niveau de consommation. Cette faiblesse persistante ne peut être directement stimulée par les Abenomics. En l'absence d'un partage des revenus plus équitable, par exemple par une hausse des salaires, la politique de la BoJ restera expansionniste, les taux resteront proches de zéro et l'endettement public devrait encore croître. Dans ce contexte il ne faut peut-être pas être trop optimiste pour l'évolution du PIB japonais, nous tablons sur +2.5% en 2018.

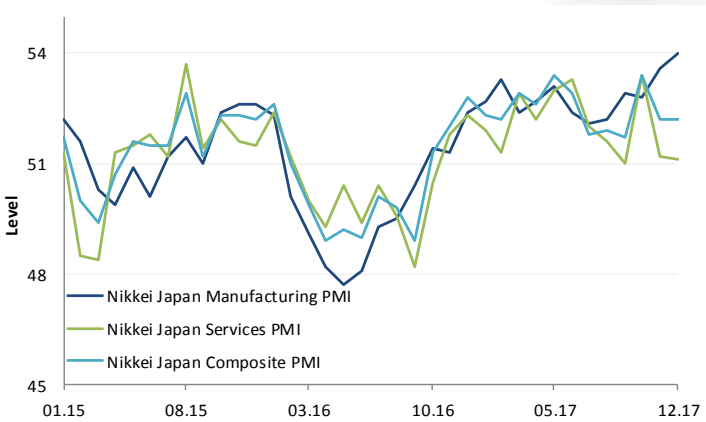
### Espoirs pour la consommation privée

Les consommateurs japonais restent globalement prudents. Les indicateurs ont en effet de la difficulté à mettre en évidence une tendance solide, mais la consommation devrait toutefois gagner un peu en vigueur avec l'évolution positive du marché de l'emploi et de l'économie. La progression réduite des revenus et des salaires constitue toujours une raison importante de ce manque d'enthousiasme.

**PIB et production industrielle**

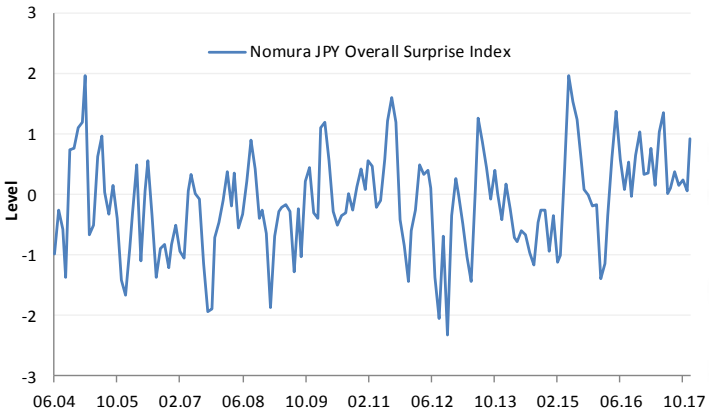



**PMI Composite, manufacturier, services - Japon**

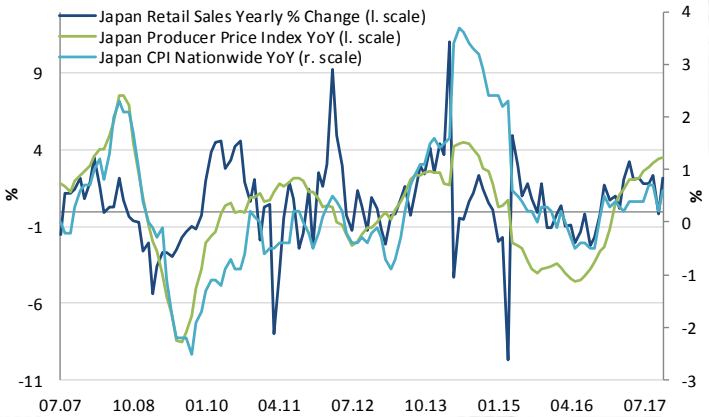



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

**Indicateur de surprise économique**




**Inflation (CPI et PPI) et ventes de détail**




La consommation restera donc un moteur faible pour la croissance du PIB, dans l'attente d'un développement plus net du revenu des ménages. Globalement, l'évolution des dépenses réelles des ménages est décevante, après un net rebond de +0.6% en août, les dépenses stagnent en octobre. La bonne surprise provient sans doute de l'évolution positive de la confiance des ménages qui progresse nettement depuis trois mois de 43.3 à 44.9 et qui s'approche ainsi du maximum de la décennie atteint en 2013. La situation du marché du travail contribue certainement à l'amélioration du sentiment des ménages, car le taux de chômage semble avoir atteint un plancher (2.8%) et peut-être déjà un seuil proche du plein emploi. Le ratio des offres d'emploi par rapport à la demande est logiquement aussi à son plus haut niveau des trente dernières années à 1.55 encore un peu plus haut que le trimestre précédent. La consommation est structurellement faible en raison d'une répartition déséquilibrée des revenus. Les résultats des entreprises sont excellents en 2017, mais les effets d'une amélioration très sensible de ces derniers sur les revenus des travailleurs restent très limités. La hausse des salaires n'est que de +0.5%, certainement très insuffisante pour relancer la demande intérieure. Pourtant, c'est bien sur cette transmission des revenus que comptait la BoJ pour relancer l'inflation et la consommation. Si ces conditions n'ont pas encore été réunies elles ont selon nous de meilleures chances de se réaliser désormais.

### Hésitation de quelques indicateurs avancés

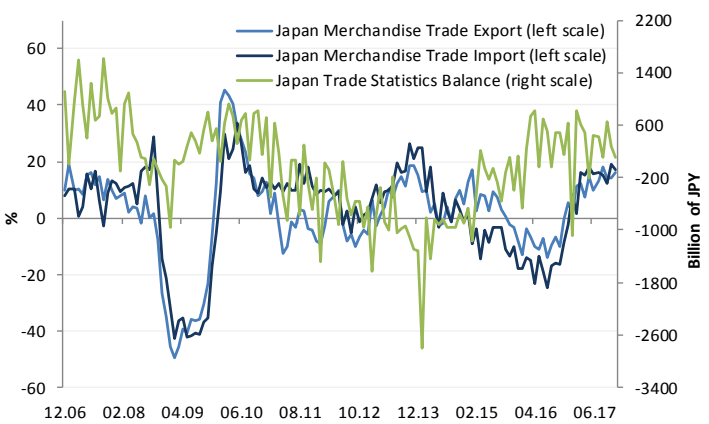
Les chiffres du 3ème trimestre sont donc plutôt bons, la troisième économie du monde se porte mieux et les indicateurs avancés semblent aussi pointer vers un renforcement de cette situation malgré quelques hésitations temporaires. La relance des exportations et de la demande externe, en partie soutenue par le cycle conjoncturel international plus favorable et par des investissements en croissance en Asie, a maintenant un effet visible sur la production industrielle et sur les perspectives du secteur, qui semblent toutefois manquer de soutien de la part des indicateurs avancés pour escompter une accélération au 4ème trimestre et en début d'année 2018. En octobre la production industrielle a pourtant encore progressé de +0.5%, et de +5.9% en rythme annuel.

Les indicateurs avancés suggéraient déjà une poursuite de la relance économique au Japon au 3ème trimestre qui s'est confirmée, mais depuis quelques mois ils montrent quelques signes d'hésitation. La hausse des inventaires des derniers mois laisse présager une diminution de l'activité à venir et de la production industrielle. Le PMI manufacturier pour novembre atteint 53.6, soit légèrement plus haut qu'en février dernier, mais l'indice global (52.2) subit l'impact de la correction du PMI des services en contraction de 53.4 à 51.2.

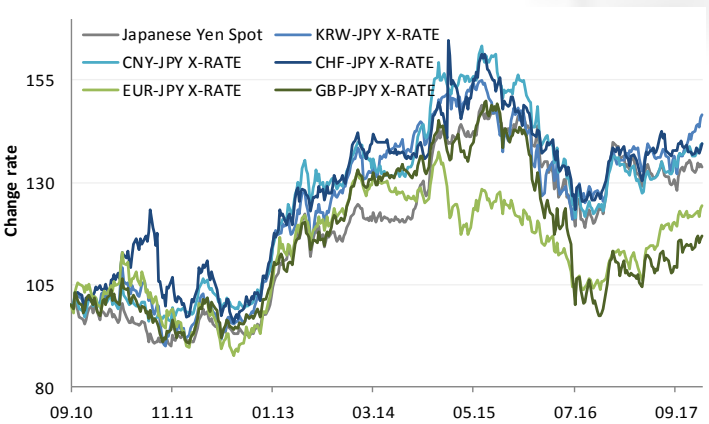
### L'affaiblissement du yen devrait se poursuivre

La Banque du Japon n'a toujours pas beaucoup plus de marge de manœuvre pour tenter d'atteindre son objectif d'inflation de 2%. Elle n'a pas modifié son analyse des conditions économiques et poursuit sa politique monétaire de taux bas et d'injections monétaires. Elle espère toujours que la conjoncture japonaise, sera suffisante pour permettre une hausse de l'inflation vers l'objectif souhaité. L'objectif de taux à court terme reste inchangé (-0.1%), comme celui de piloter les taux à 10 ans à un niveau proche de 0%. La corrélation observée avec les mouvements de taux longs impliquera un léger changement de définition des objectifs, la BoJ considérera sans doute le taux de 0% comme la limite basse de son objectif. Le président Kuroda ne modifiera certainement pas sa politique, qui devrait rester un facteur important dans le futur déclin de la devise nippone. Nous sommes toujours d'avis que l'amélioration des fondamentaux n'aura pas d'impact immédiat sur le yen, qui restera certainement encore délaissé par les investisseurs en raison d'un environnement de taux d'intérêt totalement défavorable. La politique gouvernementale cherche donc toujours à affaiblir le yen, alors que les différentiels de taux d'intérêt devraient s'accroitre et pénaliser la monnaie nippone. La mise en œuvre de la normalisation de la politique monétaire américaine ainsi que des perspectives de nouvelles hausses des taux longs aux Etats-Unis pèseront sans doute encore un peu sur le yen en 2018. L'affaiblissement du taux de change était l'un des éléments clés de la politique suivie par le gouvernement pour relancer l'inflation et les exportations. Cette politique reste d'actualité. Le yen devrait revenir dans une bande de fluctuation comprise entre 115 et 120 yen pour un dollar au cours des prochains trimestres.

**Balance commerciale en Milliards de JPY**




**Taux de change (base 100)**




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

## Chine

- La croissance chinoise tient le cap pour une hausse de +6.5%
- Indicateurs avancés toujours bien orientés
- Des réformes pour réduire l'endettement ?
- Le marché actions encore privilégié en 2018

### La croissance chinoise tient le cap pour une hausse de +6.5% du PIB en 2018

L'économie chinoise devrait terminer l'année sur un rythme de croissance proche de +6.8%, en enregistrant une progression de +1.6% au dernier trimestre. En 2018, nous estimons que le PIB chinois devrait encore croître de +6.5% La production industrielle est restée soutenue en fin d'année et se stabilisait sur un rythme de croissance similaire de +6.6%. La consommation a maintenu son taux de croissance, les ventes de détails avançaient de +10% sur un an. Les objectifs économiques du gouvernement pour les trois prochaines années restent de +6.5% et devraient pouvoir être atteints sous l'influence de facteurs domestiques et internationaux favorables.

Le secteur immobilier contribue encore positivement au développement, les prix de l'immobilier progressant en novembre, tandis que la construction affichait une robustesse satisfaisante. Le président Xi Jinping rappelait, lors du 19ème congrès du parti, que « les maisons étaient faites pour habiter et pas pour la spéculation », soulignant à nouveau que l'un des objectifs gouvernementaux est effectivement de réformer le marché immobilier par l'introduction de mécanismes appropriés à long terme.

Les chiffres publiés pour le commerce extérieur chinois démontrent un renforcement de la dynamique des exportations en croissance de +10.3% (+12.3% en dollars), en nette progression par rapport au mois précédent dépassant les attentes. La balance commerciale en yuan a naturellement encore progressé dans ce contexte pour atteindre 253.7 milliards de yuan (40.2 milliards de dollars). Le renforcement de la conjoncture mondiale profite toujours un peu plus en fin d'année à l'économie chinoise, ce qui constitue également un facteur encourageant pour une poursuite de la tendance en 2018.

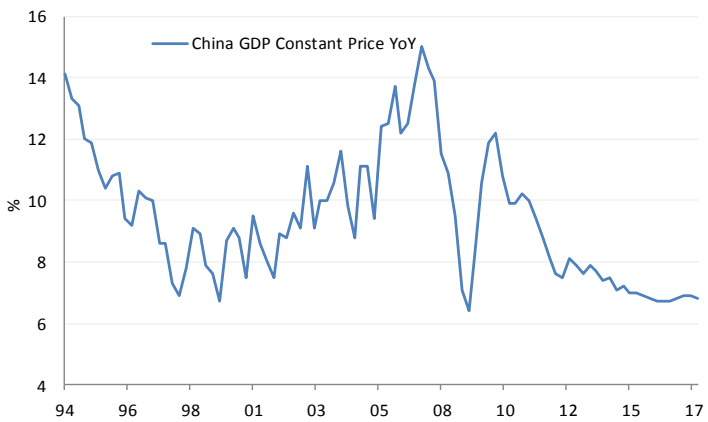
### Inflation sous contrôle

Les pressions inflationnistes ont légèrement décliné en fin d'année, les indices de prix à la consommation restent toujours bien en-dessous de l'objectif de +3% du gouvernement pour 2017 et glissaient même de +1.9% en octobre à +1.7% sur un an en novembre, grâce à une évolution plus modérée des prix de l'alimentation (-1.1%) que de celle des autres biens (+2.5%). Les indices de prix à la production ont eux plutôt réagi à l'évolution des prix des matières premières et réduisent leur progression de +6.9% à +5.8% sur un an. L'évolution plus modérée des indices de prix donne un peu plus de marge de manœuvre à la banque centrale pour ajuster sa politique monétaire. Ces résultats devraient certainement l'engager à ne pas remonter ses taux directeurs trop rapidement.

### Les indicateurs avancés restent toujours bien orientés

Les derniers indicateurs avancés PMI, sans être spectaculaires, pointent encore vers une activité soutenue en début d'année 2018. Les indices PMI manufacturiers officiels restent relativement stables (51.6), tandis que le PMI Caixin manufacturier se renforce en décembre. L'indice PMI non-manufacturier s'améliore très légèrement, alors que l'indice PMI des services enregistre une hausse très significative de 51.9 à 53.9 et se situe au plus haut depuis 2015. D'autres indicateurs avancés suggèrent également un bon comportement de l'économie chinoise en 2018, notamment le PMI flash des exportations, qui pointe sur une poursuite d'une forte demande externe en début d'année. L'enquête de la PBOC sur l'évolution de la marche des affaires montre aussi une poursuite nette du renversement de tendance observé depuis 2016.

**Croissance du PIB YoY**




**PMI et production industrielle**

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

**Investissement immobilier, infrastructures et industrie (YoY)**

**Exportations - Importations (YoY)**

## Des réformes pour réduire l'endettement ?

Le gouvernement chinois semble bien décidé à assurer la pérennité de la croissance économique en accélérant les réformes qui permettront d'assurer la qualité du développement et un meilleur contrôle des risques financiers. En particulier, l'objectif de réduction des effets de leviers et de l'endettement est encore annoncé comme l'une des tâches centrales qui devrait progressivement toucher les entreprises, les ménages et le secteur immobilier, après avoir tout d'abord été centré sur le secteur financier.

L'endettement de la Chine, déjà proche de 260% du PIB, ne pourra pourtant certainement pas être réduit sans un impact sur le taux de croissance. Aussi louable que soit l'objectif, il est donc relativement peu probable que le gouvernement accepte de sacrifier la croissance pour permettre une diminution du levier d'endettement. Ce dernier devrait donc encore progresser au cours des trois prochaines années à notre avis.

La croissance du crédit s'est en fait avérée encore élevée et au-delà des prévisions en novembre, à l'image de l'évolution des nouveaux prêts atteignant 1.12 trillions de yuan contre 800 milliards projetés.

Cette progression démontre la difficulté de concilier l'objectif de maintenir la liquidité nécessaire au bon fonctionnement de l'économie et de réduire en même temps la croissance du crédit.

## Taux de change, politique monétaire et budgétaire

En ce qui concerne le taux de change, le gouvernement ne semble pas vouloir modifier son langage et parle toujours de stabilisation du yuan. Dans le même temps, les réserves de devises de la Chine ont progressé de +4.7% en 2017 sous l'influence de plusieurs facteurs conjoints tels que le surplus commercial, le contrôle de capitaux, la force du yuan et une croissance soutenue. Après la chute des réserves enregistrées depuis 2014, cette stabilisation devrait se poursuivre en 2018.

En termes de politique monétaire, le contexte actuel devrait permettre à la PBOC de mettre en œuvre sa stratégie prudente et neutre en 2018. Les éventuelles hausses des taux d'intérêt visant à lutter contre l'effet de levier seront certainement très graduelles. Le taux de réserve exigé par la PBOC pour les principales banques chinoises devrait rester inchangé à 17% et l'objectif de taux directeur, actuellement de 4.35%, devrait certainement rester stable lui aussi en 2018.

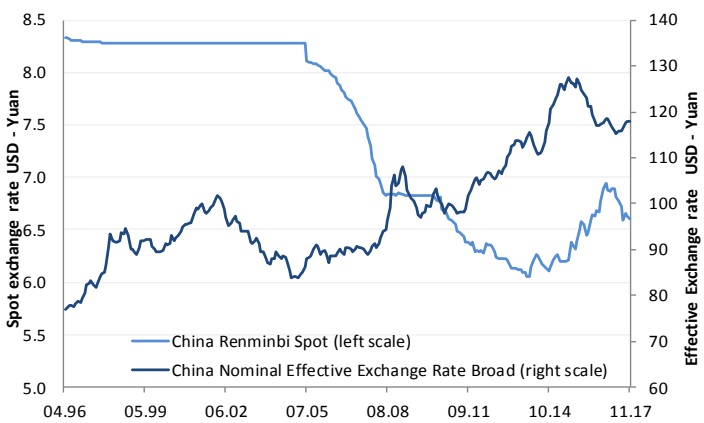
La politique fiscale devrait être un peu moins déterminante en 2018; le gouvernement devra équilibrer son action entre la volonté de soutenir certains domaines de développement spécifiques, tout en réduisant les dépenses globales. Les dépenses d'infrastructures devraient ainsi croître à un rythme réduit de 18% probablement en 2017 à environ 15% en termes réels en 2018.

## Marchés actions encore privilégié en 2018

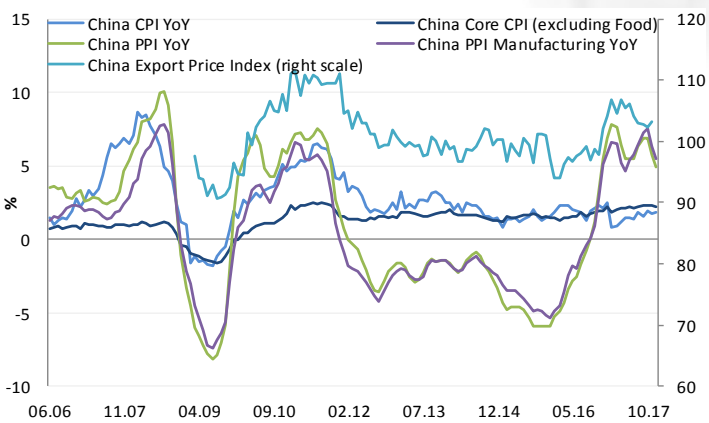
Les profits des entreprises industrielles chinoises ont enregistré une excellente progression de +21.9% en novembre, soutenant la hausse de l'indice des actions chinoises. La croissance des profits devrait être plus faible en 2018 mais rester soutenue. Le « bull market » des actions chinoises devrait pouvoir s'alimenter encore en 2018 d'une croissance des profits supérieure en comparaison internationale.

Nous avons déjà évoqué les effets positifs sur la perception des valeurs chinoises auprès des investisseurs internationaux, suite à la décision de MSCI d'inclure les actions « A » dans son indice des marchés émergents. Ce facteur restera positif en début 2018 et soutiendra la demande croissante des investisseurs étrangers. Les investisseurs devraient se concentrer en 2018 sur l'amélioration de la qualité de la croissance en Chine, laquelle est aussi un gage important de durabilité des profits des entreprises.

**Taux de change effectif et USD/Yuan**




**Inflation CPI - Core CPI**




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# SCENARIO MACROECONOMIQUE

## Émirats Arabes Unis

- L'année 2017 s'est révélée difficile pour les EAU et le CCG
- Reprise économique pour les EAU en 2018
- Abu Dhabi sera le contributeur principal à la croissance du PIB
- Une autre année difficile pour le marché boursier des EAU ?
- Introduction d'une TVA et pressions inflationnistes

### L'année 2017 s'est avérée être une année difficile pour les EAU ainsi que l'ensemble des pays du CCG

L'année 2017 a été marquée par une performance économique modérée pour les EAU, avec une croissance du PIB réel qui devrait s'établir à seulement +1.3%, soit le taux de croissance du PIB réel le plus bas depuis 2009 à la suite de la crise financière mondiale. Parallèlement, la croissance globale des pays du CCG devrait se situer à +1.3% en 2017, ce qui représente une forte baisse par rapport à la croissance de +5.7% du PIB de la région en 2016. Entre-temps, l'inflation a chuté de 4,1% en 2015 à 1,8% en 2017, reflétant une demande intérieure plus faible et des loyers en baisse. Malgré une année difficile, l'économie des EAU a démontré qu'elle pouvait s'adapter aux nouvelles réalités du marché pétrolier. En effet, les exportations de pétrole du pays (y compris les produits pétroliers et gaziers) ont diminué de près de moitié entre 2014 (USD 101,9 milliards) et 2016 (USD 52,4 milliards), avant de bénéficier d'une reprise favorable des prix du pétrole en 2017 qui devrait rapporter au pays 57,5 milliards de recettes pétrolières. La baisse des recettes pétrolières pour les Émirats Arabes Unis et pour la plupart des pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient est due à la baisse des prix du pétrole ainsi qu'au ralentissement de la croissance de la production pétrolière. En raison de la baisse des prix du pétrole, le gouvernement s'est vu contraint de prendre des mesures drastiques pour équilibrer son budget, menant ainsi à l'ajournement ou au report de certains grands projets d'infrastructures et de dépenses publiques. Cependant, malgré une consolidation fiscale continue de la part du gouvernement des EAU, la baisse des recettes pétrolières a porté le déficit global à 4,3% du PIB contre 3,4% en 2015. En conséquence, le surplus du compte courant est passé de 4,7% du PIB à 2,4% en 2015. Le ralentissement économique s'est traduit par un niveau de risque élevé pour les banques locales, entraînant une augmentation du provisionnement, mais en général, les banques locales restent bien capitalisées et bénéficient des réserves financières des EAU, du statut de valeur-refuge au Moyen-Orient ainsi que de l'économie du pays diversifiée et favorable aux entreprises.

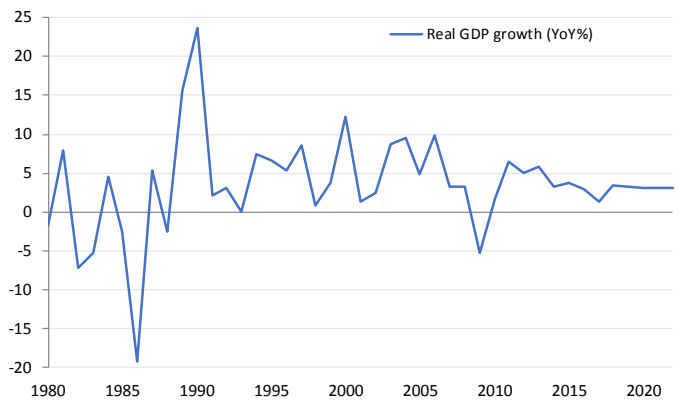
### Relance économique pour les EAU en 2018

Avec la baisse des revenus pétroliers entraînant d'importants déficits budgétaires et un ralentissement de la croissance, le gouvernement des EAU reste à la pointe des efforts régionaux afin d'équilibrer son déficit budgétaire actuel tout en s'assurant qu'il crée d'avantage d'emplois pour sa population jeune. Ces efforts devraient se traduire par une réduction supplémentaire de la dépendance du pays vis-à-vis du pétrole, un renforcement de son budget et, surtout, encourager un secteur privé plus dynamique à diversifier son économie et à moins dépendre des dépenses publiques. La combinaison des réformes gouvernementales, des indicateurs économiques globalement favorables et de la reprise du prix du pétrole, qui pour la première fois depuis 2015 a dépassé 60 $ / baril vers la fin décembre 2017, devrait renforcer progressivement l'économie des EAU en 2018 malgré l'introduction d'une TVA de 5% qui pourrait faciliter le rythme de la consolidation budgétaire. Le FMI s'attend à ce que la croissance économique des Emirats Arabes Unis soit presque multipliée par 3 en 2018 et bondisse à +3,4% alors que le plus grand émirat du pays, Abu Dhabi, bénéficierait d'une reprise attendue des prix du pétrole. A vrai dire, la majeure partie de la reprise devrait résulter d'une contribution positive de la croissance du PIB liée au pétrole qui devrait atteindre +3,2% au lieu de -2,9% en 2017 - alors que la croissance des secteurs non-pétroliers devrait légèrement augmenter de 3,3% en 2017 à 3,4% en 2018, reflétant la stabilité globale de l'investissement public et des volumes du commerce mondial. Parallèlement, l'inflation devrait augmenter légèrement de 2,2% en 2017 à 2,9%.

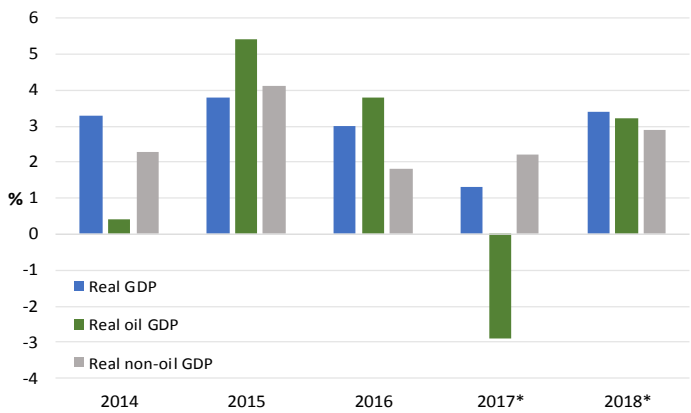
### Abu Dhabi, principal contributeur à la croissance du PIB en 2018

L'expansion attendue du produit intérieur brut des EAU de 1,3% en 2017 à 3,4% en 2018 repose largement sur les prévisions selon lesquelles la croissance de l'émirat riche en pétrole d'Abu Dhabi, qui détient environ 6% des réserves mondiales avérées de pétrole, va augmenter de +0,3% en 2017 à +3,2% en 2018 selon les dernières prévisions du FMI.

**PIB réel (Emirats Arabes Unis)**

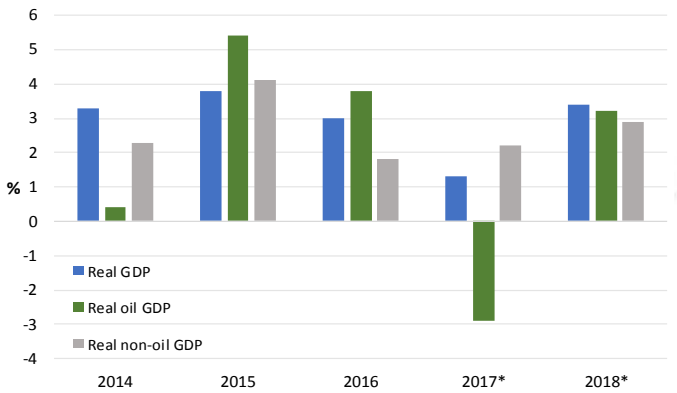



**Secteur pétrolier (Emirats Arabes Unis)**

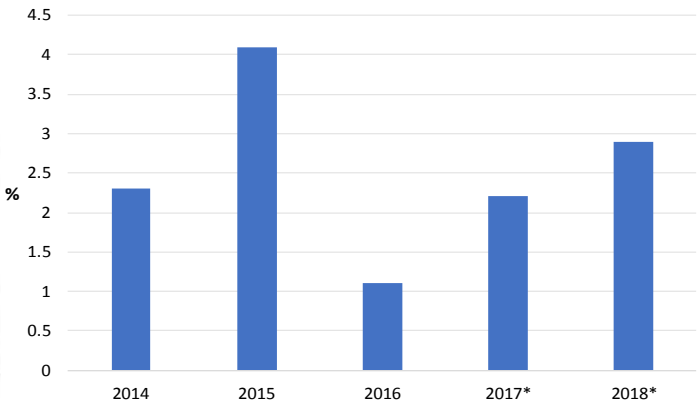



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

**Secteur pétrolier / non pétrolier (Emirats Arabes Unis)**




**Inflation (Emirats Arabes Unis)**




La reprise de la performance économique d'Abu Dhabi devrait être principalement due à une reprise de la production pétrolière en 2018 à la suite de la baisse des exportations en 2017 résultant de l'accord de l'OPEP sur la réduction de la production. Parallèlement, la production de Dubaï devrait s'accélérer de façon plus marginale, passant de +3,5% à +3,3% en 2017. Il est encourageant de constater que les secteurs non pétroliers d'Abu Dhabi et de Dubaï devraient croître d'environ +3,3% en 2018, soulignant la résilience du secteur non pétrolier du pays à la volatilité des prix du pétrole.

### Une autre année difficile pour les marchés boursiers ?

Nous nous attendons à l'avenir à ce que la dynamique économique s'accélère, favorisée par une conjoncture économique mondiale globalement saine et principalement grâce à une stabilisation progressive des prix du pétrole autour de 55-65 USD. Même si cette fourchette de prix attendue pour le prix du pétrole n'est toujours pas assez élevée pour ralentir le rythme des réformes structurelles initiées par le gouvernement, celui-ci devrait assouplir ses programmes d'austérité, ce qui devrait contribuer à créer un climat favorable aux marchés boursiers. En conséquence, le cabinet des EAU a approuvé un budget fédéral record de 54,7 milliards USD pour les années 2018-2021, dont 13,9 milliards USD pour l'année 2018, ce qui représente une augmentation de +5,6% par rapport au budget 2017, sans prévision de déficit. Dans l'année à venir, la performance du marché des actions devrait s'articuler autour de quatre grandes variables: les bénéfices, l'inflation, les taux d'intérêt et l'environnement politique.

Une croissance positive du PIB et moins de mesures d'austérité devraient stimuler les marchés boursiers en améliorant les bénéfices. Cependant, malgré l'amélioration des perspectives économiques des EAU, il faut garder à l'esprit que la région du CCG reste confrontée dans son ensemble à des défis importants.

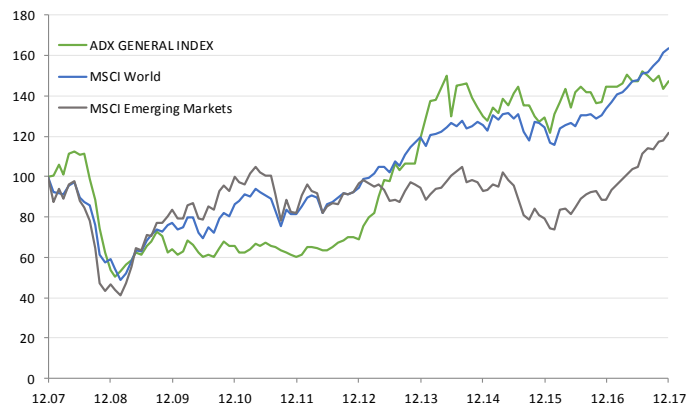
L'inflation régionale devrait augmenter à la suite de l'introduction de la TVA et, en ce qui concerne les EAU, nous pensons que la baisse marginale attendue des loyers ne compensera pas la hausse des prix à l'importation et se traduira par un taux d'inflation plus élevé que prévu. Sur le front des taux d'intérêt, l'ancrage sur le dollar US se traduira également par des taux d'intérêt plus élevés en phase avec la normalisation progressive de la politique monétaire américaine. Celle-ci devrait constituer un contexte négatif pour les marchés boursiers qui devraient sous-performer l'indice MSCI Emerging Markets, à moins que les prix du pétrole ne s'établissent à un niveau plus élevé que les prix projetés. Sur le front politique, les tensions régionales et les incertitudes politiques en cours devraient constituer un autre obstacle, susceptible de décourager les investisseurs domestiques et internationaux.

### Introduction d'une taxe sur la valeur ajoutée et pressions inflationnistes

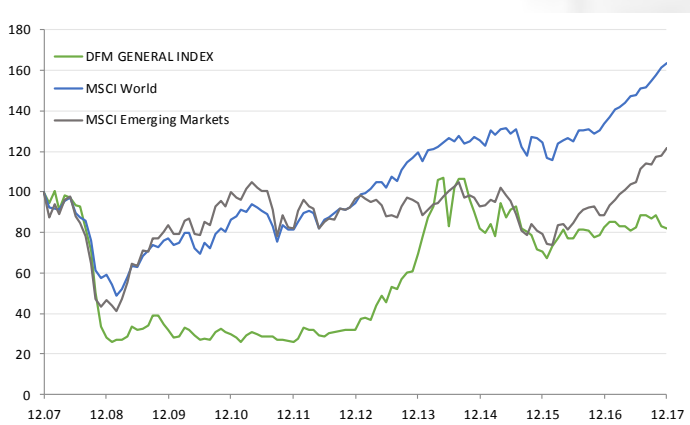
Le gouvernement fédéral a mis en place une taxe sur la valeur ajoutée (TVA) de 5%, suite à un accord signé entre les six pays du CCG qui a pour but d'ouvrir la voie à l'introduction d'une taxe sur la valeur ajoutée unifiée dans l'ensemble du CCG en 2018. Avec un impact capital sur l'économie des EAU, l'introduction de la TVA constitue une transformation fondamentale pour les entreprises et un changement majeur dans la politique fiscale du pays. Cela s'inscrit dans le cadre de la diversification accélérée de l'économie, visant à réduire sa dépendance aux revenus du pétrole brut. Ainsi, la mise en place d'une taxe sur la TVA de 5% devrait ajouter 3,27 milliards de dollars aux caisses des EAU en 2018 et ajouter 1,5% au PIB, soit 5,45 milliards en 2019 selon le ministre d'État aux affaires financières. L'introduction de la TVA devrait également être bénéfique au secteur financier en améliorant la transparence des états financiers des petites et moyennes entreprises, facilitant ainsi leur financement par les banques.

Toutefois, nous pensons que l'introduction de la TVA augmentera la pression inflationniste, malgré le ralentissement marginal anticipé sur les valeurs locatives.

**ADX vs. MSCI World et MSCI Emerging Markets**




**DFM vs. MSCI World et MSCI Emerging Markets**




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

## Marchés émergents

- Excellents résultats pour les marchés émergents en 2017
- L'amélioration des fondamentaux est généralisée
- Année électorale pour de nombreux pays en 2018 : attention aux risques politiques

Avec une progression de +37.46% en 2017, les actions des marchés émergents ont largement surperformé les actions internationales (+22.40%), pourtant déjà très dynamiques. L'évolution des marchés boursiers témoigne de l'amélioration généralisée des fondamentaux. La plupart des pays devraient maintenir leur dynamique en 2018.

### Situation économique par pays

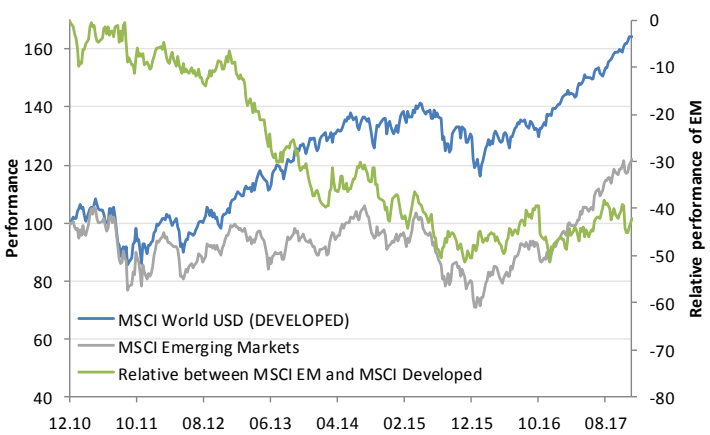
**Brésil** - Dans notre dernière édition, nous relevions le retour dans les chiffres noirs de la croissance du PIB en rythme annuel au deuxième trimestre (+0.3%), après douze trimestres dans le rouge. Au troisième trimestre, la progression du PIB sur un an atteint maintenant +1.4%, même si la hausse trimestrielle (+0.1%) s'est toutefois avérée inférieure aux attentes des prévisionnistes (+0.3%). La production industrielle reprend des couleurs; les dernières données publiées font état d'une hausse de +0.2% en rythme mensuel et de +5.3% en rythme annuel en octobre, un niveau qui n'avait pas été atteint depuis avril 2013. L'indice Markit du PMI manufacturier s'affichait aussi à 53.5 en novembre, au plus haut depuis le début du calcul de la statistique en janvier 2015, avant de retomber légèrement en décembre (52.4). Les indices « Composite » et des services présentent toutefois des tendances plus timides; après avoir atteint 51.1 et 50.7 en septembre, les deux indices sont retombés respectivement à 48.9 et 46.9 en novembre.

L'inflation demeurant contenue (+2.80% pour l'inflation IBGE en rythme annuel), la banque centrale a pu procéder à une nouvelle diminution de ses taux directeurs en décembre, de 7.50% à 7%. Rappelons que le taux « selic » était encore de 13.75% il y a un an. Malgré l'amélioration timide des conditions économiques, à dix mois des élections présidentielles, les défis qui se poseront au vainqueur demeurent considérables. Les économistes insistent sur l'effort de réforme, qui devra être maintenu, notamment d'un point de vue fiscal, et des mesures concrètes de soutien à la croissance sont encore attendues.

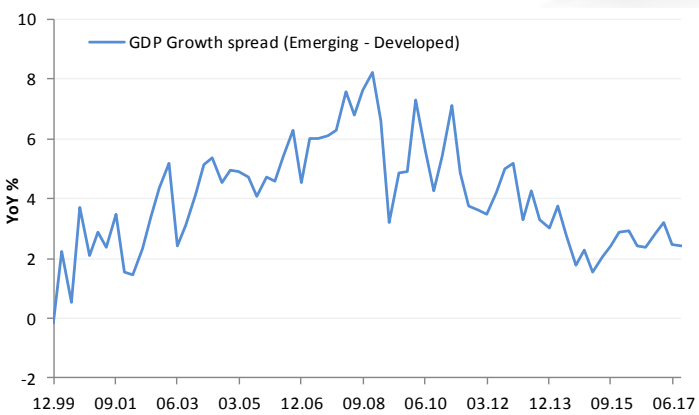
**Chine** – Les premiers indicateurs de l'année, les indices Caixin des directeurs d'achat laissent présager une croissance plus rapide de l'activité économique en 2018. L'indice PMI manufacturier rejoint, à 51.5, son plus haut niveau depuis quatre mois, tandis que l'indicateur des services, à 53.9, affiche son plus haut niveau depuis l'instauration de l'indicateur en janvier 2015. Les exportations connaissent également un fort rebond en novembre (+12.3% sur un an en yuan). Parmi les prévisionnistes, l'optimisme pour l'année à venir, même s'il reste prudent, gagne du terrain. Les observateurs sont désormais plus nombreux à tabler sur un maintien de la croissance en 2018, et ceci, malgré les efforts demandés pour contenir le risque financier. Cela n'a échappé à personne; depuis la crise financière, le gouvernement central s'est engagé dans un modèle de croissance fondé sur la dette, mettant en œuvre une politique monétaire accommodante pour stimuler les dépenses d'infrastructure et le développement immobilier. Alors que Xi Jinping consolidait son pouvoir au congrès national du Parti communiste à la fin de l'année dernière, sa marge de manœuvre pour poursuivre le désendettement, élément central des réformes structurelles du côté de l'offre, s'en trouvait fortement renforcée. Si de nombreux efforts restent à fournir en ce qui concerne le désendettement, qui nécessite un pilotage de grande précision par les autorités, l'un des avantages de la Chine à délaisser son économie du secteur manufacturier traditionnel réside aussi dans le fait que la croissance économique du pays sera moins dépendante du crédit à l'avenir ; la transition vers la « nouvelle économie » contribue donc également aux efforts de désendettement en Chine.

La vigueur de la croissance américaine et la prudence de la BCE quant à la remontée des taux d'intérêt soutiennent la demande extérieure. La menace de différends commerciaux avec les États-Unis et l'Europe demeure toutefois présente. L'Académie chinoise des sciences sociales prévoit que le PIB augmentera d'environ +6.7% en 2018 contre une estimation de +6,8% en 2017. Beijing devrait fixer un objectif de croissance de +6.5% pour 2018, inchangé par rapport à 2017.

**Performance marchés émergents et développés**

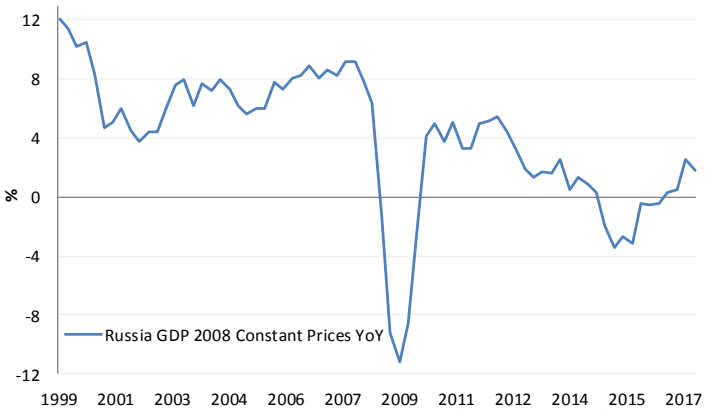



**Écart de taux de croissance**

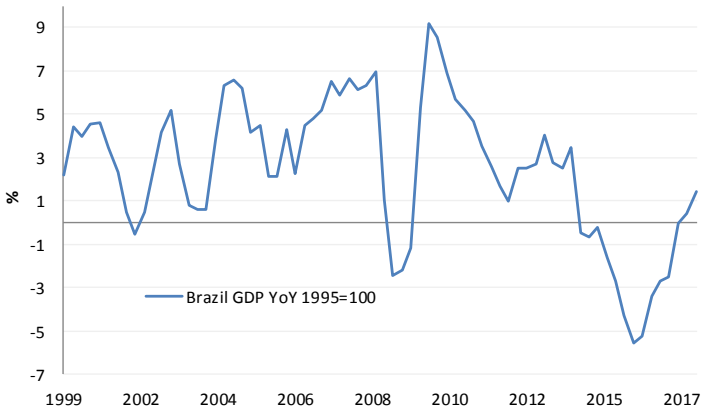



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PIB Russie (YoY)




PIB Brésil (YoY)




**Colombie** – L'économie colombienne, qui sous-performe la plupart des marchés émergents depuis la chute des cours du brut en 2014, pourrait enfin reprendre des couleurs en 2018. Si le PIB progressait de +2.0% au troisième trimestre sur un an – le meilleur résultat depuis juin 2016 – la plupart des données macroéconomiques restent cependant décevantes. L'indice de confiance des consommateurs demeure en terrain négatif depuis le début de l'année 2016. La production industrielle décevait également, en reculant de -0.3% en rythme annuel en octobre. Après la nouvelle baisse des taux directeurs de 5.0% à 4.75% par la banque centrale lors de sa réunion du mois d'octobre, l'inflation demeure sous contrôle mais progresse depuis son plus bas de 3.40% en juillet à 4.12% sur un an en novembre.

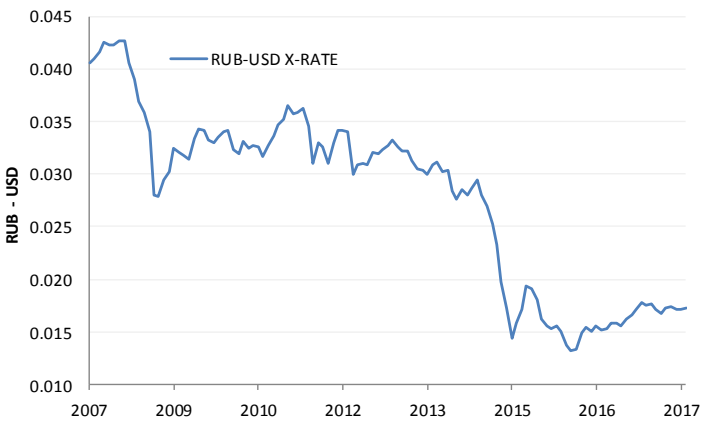
**Inde** – Il y a seulement un an, l'Inde était sur la bonne voie pour devenir un important moteur de croissance pour l'économie mondiale. L'économie indienne présentait, en effet, la plus forte croissance en 2016, surpassant même la Chine qui avait connu un ralentissement. Entre janvier et décembre 2016, le PIB progressait de +7% chaque trimestre en rythme annuel. Au deuxième trimestre 2017, la croissance est tombée à +5.7%, son plus bas niveau en trois ans, avant de remonter légèrement au troisième trimestre 2017 à +6.3%. L'économie a été impactée par deux décisions majeures en matière de politique économique : d'abord la démonétisation, puis les difficultés liées à la mise en œuvre de la plus grande révision fiscale depuis l'indépendance. Parmi les bonnes nouvelles, 2017 a également accueilli des réalisations majeures, notamment le bond de 30 points pour rejoindre les 100 meilleurs pays en ce qui concerne l'indice de « facilité de faire des affaires » de la Banque mondiale ou la révision de la note souveraine de l'Inde par Moody's, pour la première fois depuis 2004, à Baa2 contre Baa3 précédemment.

M. Modi doit encore relever de nombreux défis en 2018 et l'accélération de la croissance économique sera l'objectif principal du gouvernement fédéral en 2018. La création d'emplois demeure cruciale mais les plus petites entreprises ont été durement touchées par la réforme fiscale et ont souvent renoncé à créer de nouveaux postes. Le consensus table toutefois sur une reprise du rythme de croissance en 2018. Le Fonds monétaire international estime que l'économie indienne progressera de +7,4% au cours du prochain exercice. Les dernières données des indicateurs avancés faisaient état d'une progression de 52.6 à 54.7 de l'indice PMI manufacturier et de 48.5 à 50.9 pour l'indice PMI des services. L'inflation repassait, quant à elle, au-dessus de l'objectif de la banque centrale (4%) à 4.88% en novembre en rythme annuel contre 3.58% le mois précédent, tirée notamment par la hausse des cours du brut.

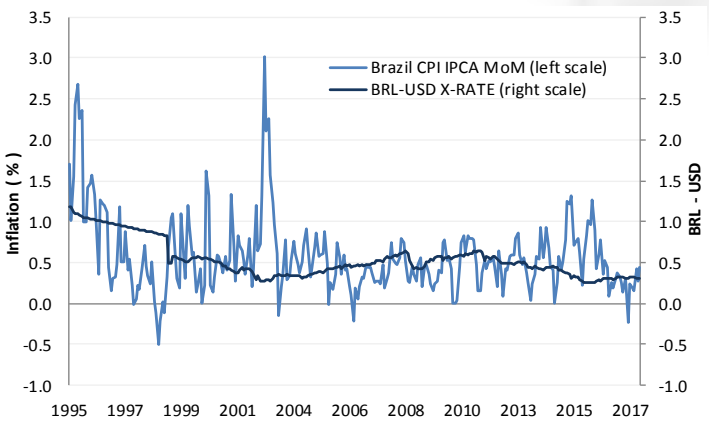
**Indonésie** – L'économie indonésienne a progressé de +5.06% en rythme annuel au troisième trimestre, après avoir progressé de +5.01% au deuxième trimestre. Le PIB a franchi une étape importante en atteignant 1 000 milliards de dollars US l'an dernier, mais l'ambiance n'était pas festive puisque le gouvernement continuait à manquer ses objectifs de recettes. La croissance économique 2017 sera probablement inférieure aux +5,2% initialement prévus. Les réformes fiscales sont cruciales, car le gouvernement perçoit peu de taxes auprès de ses citoyens. Les recettes publiques ont été de 14% du PIB en 2016, inférieures à celles de ses homologues, et un obstacle majeur à une accélération de la croissance et à la mise à niveau des crédits. Tout l'équilibre consiste à ne pas mettre une pression supplémentaire sur les entreprises, d'autant plus que la montée du conservatisme islamique marque un défi majeur pour l'Indonésie et le président Jokowi.

**Mexique** – L'économie mexicaine, impactée par les deux séismes consécutifs du mois de septembre et les conditions générales défavorables, a tout de même profité de la vigueur de l'économie américaine dont il dépend pour presque toutes ses exportations. Mais l'économie a progressé de +1.5% au troisième trimestre sur un an, soit tout de même son rythme de croissance le plus faible depuis le quatrième trimestre 2016. Aux dernières nouvelles, la production industrielle demeure en berne (-1.1% sur un an en octobre), tout comme les ventes au détail (-0.1% sur un an). Pour tenter de contrôler l'inflation (qui était encore de 6.63% en novembre sur un an), la banque centrale a relevé à nouveau le niveau de ses taux d'intérêts directeurs de +0.25 point à 7.25% en novembre, après trois hausses consécutives en mars, mai et juin. Une décision qui ne facilitera pas la reprise de la croissance

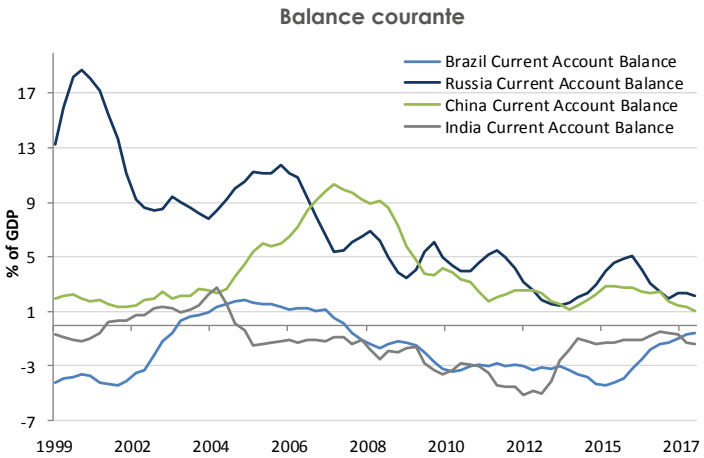
Rouble VS USD

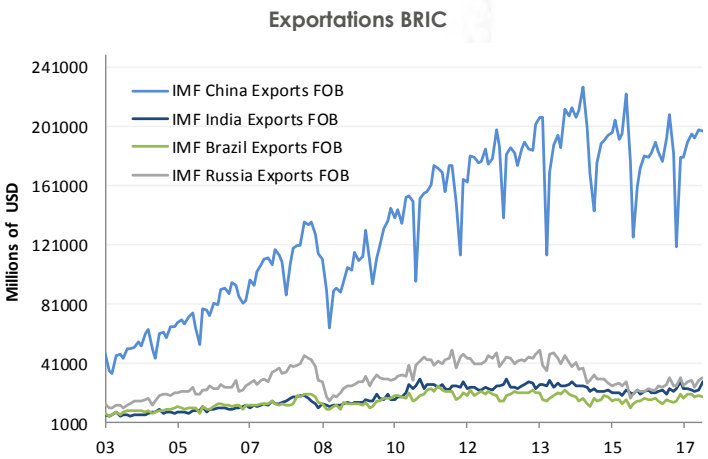


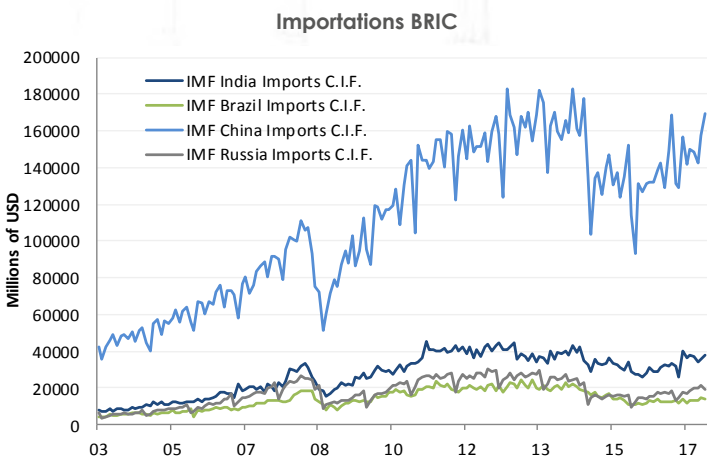

Inflation et taux de change




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group




en 2018, d'autant plus qu'il s'agira d'une année électorale au Mexique et que le favori, Andrés Manuel López Obrador, est un candidat nationaliste de gauche abhorrant l'ALENA tout autant que Donald Trump.

**Taïwan** – Après une progression de +2.13% au 2ème trimestre, le PIB affiche une croissance de +3.10% au troisième trimestre 2017. Dans notre dernière publication, nous soulignions notamment l'impact positif de la production des nouveaux modèles de smartphones, pour le pays qui produit une partie des composants, notamment pour Apple. L'année 2017 a effectivement vu les exportations connaître un rebond important et même le plus net depuis 2010, avec +14.8% par rapport à décembre 2016.

**Russie** – L'année 2017 fut celle du retour dans les chiffres noirs pour l'économie russe. Après sept trimestres de récession, le PIB a retrouvé des niveaux plus appréciables dès le quatrième trimestre 2016. Après une croissance de +2.5% au deuxième trimestre 2017 sur un an, le troisième trimestre décevait toutefois, en s'affichant en-dessous des attentes à +1.8% contre 2.0% attendu. L'inflation demeure désormais contenue (+2.5% en décembre sur un an), ce qui permet à la banque centrale de continuer à diminuer les taux d'intérêts directeurs. Après plusieurs baisses en mars, avril, et juin, puis à nouveau en septembre, octobre et novembre, les taux ont ainsi été ramenés de 10% en janvier 2017 à 7.75% en décembre. Les indicateurs avancés PMI présentent également des perspectives, désormais, plus positives pour l'économie russe : l'indice PMI manufacturier affichait 52.0 en décembre, en hausse par rapport au mois de novembre (51.5). L'indice des services demeure très élevé (56.8), bien qu'en léger retrait par rapport aux données impressionnantes du mois précédent (57.4). Alors que la baisse de l'inflation a entraîné une hausse des salaires réels sur un an (+5.4% en novembre), le revenu disponible réel (hors produits alimentaires et services publics) demeure stagnant (-0.3% en rythme annuel) et ne devrait que modérément augmenter en 2018. Rappelons que 2018 est également une année électorale en Russie, même si l'issue du scrutin laisse déjà peu de place au doute quant à la réélection du président Vladimir Poutine.

**Turquie** – Le PIB turc a connu un bond de +11.1% au troisième trimestre en rythme annuel, dépassant largement les attentes des prévisionnistes (+8.5%). L'économie profite notamment d'un retour des touristes étrangers depuis le début de l'année – l'évolution sur un an est positive depuis le mois d'avril et s'affichait même en hausse de +46.4% en rythme annuel en août, avant de retomber à +22.1% en novembre – et d'une reprise des exportations, en hausse de +11.2% sur un an au mois de novembre.

**Roumanie, Pologne, Hongrie, République Tchèque**

La Roumanie a vu son PIB progresser de +8.8% au troisième trimestre (en première lecture), un rythme de croissance qui n'avait plus été observé depuis neuf ans. Le pays est aujourd'hui le plus dynamique parmi les pays de l'UE, propulsé par le secteur IT et manufacturier, ainsi qu'un niveau élevé d'investissements étrangers.

En République Tchèque, le PIB a progressé de +5.0% au troisième trimestre et connaît depuis le début de l'année 2017 une reprise après cinq trimestres de décélération en 2016.

L'économie polonaise affiche également une croissance dynamique de +4.9% au troisième trimestre en rythme annuel, profitant notamment d'une consommation solide (ventes au détail en hausse de +10.2% en décembre sur un an).

Enfin, en Hongrie, le PIB a progressé de +3.9% au troisième trimestre. L'activité industrielle devrait continuer à se renforcer, si l'on en croit le niveau du PMI manufacturier, à 60 en décembre 2017.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# CHALET ROYALP
HÔTEL & SPA

63 ROOMS & SUITES
AND
30 RESIDENCES

1200 M2
SPA BY ROYALP

3 RESTAURANTS
Jardin des Alpes
One Michelin Star,
2018

BUSINESS
EVENTS

THE LEADING HOTELS OF THE WORLD

CHALET ROYALP HÔTEL & SPA • Domaine de Rochegrise • CH-1884 Villars-sur-Ollon • Switzerland
T +41 24 495 90 90 • info@RoyAlp.ch • www.RoyAlp.ch

HEALING HOTELS OF THE WORLD

# PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

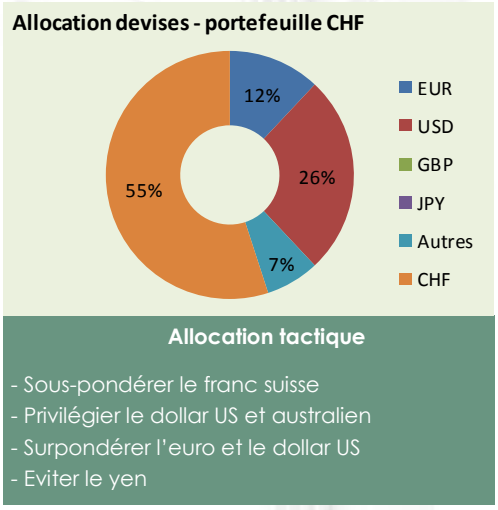
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

## Devises

- Appréciation du dollar après trois ans de consolidation
- Perte de momentum de l'euro et affaiblissement du yen
- Surprises positives pour le dollar australien, les devises liées aux matières premières et les couronnes suédoises et norvégiennes

| LIQUIDITES/DEVISES | Expected Return | | ALLOCATION (Portefeuille CHF) | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | sous exposition | | | neutre | surpondération | | |
| | 3mois | 1an | --- | -- | - | = | + | ++ | ++ |
| EUR vs CHF | ↗ | ↗ | | | | | | | |
| USD vs CHF | ↗ | ↗↗ | | | | | | | |
| GBP vs CHF | → | → | | | | | | | |
| JPY vs CHF | → | → | | | | | | | |
| EUR vs USD | ↘ | ↘ | | | | | | | |
| USD vs JPY | → | → | | | | | | | |
| GBP vs USD | → | → | | | | | | | |




**Allocation tactique**

- Sous-pondérer le franc suisse
- Privilégier le dollar US et australien
- Surpondérer l'euro et le dollar US
- Eviter le yen

### Appréciation du dollar après 3 ans de consolidation

La dynamique économique américaine devrait encore être bien souvent supérieure à celle des autres économies développées au cours du 1er semestre 2018. Par conséquent, le différentiel de taux d'intérêt devrait encore s'élargir sur l'ensemble de la courbe de taux et favoriser le billet vert.

La réforme fiscale adoptée ne semble plus tout à fait être perçue de la même manière, au moins par les membres du FOMC, qui ne la considèrent pas comme un accélérateur de dynamique économique pouvant induire un changement radical de politique monétaire. Il reste difficile de déterminer si cette réforme soutiendra la consommation ou si les entreprises investiront plus. Le rythme de hausse des taux directeurs restera certainement contenu à deux ou trois décisions. Les tensions inflationnistes resteront limitées et ne devraient pas motiver un durcissement de l'action de la Fed.

Dans ce contexte, la faiblesse enregistrée par le dollar en 2017 semble injustifiée. La dépréciation de près de -10% enregistrée par l'indice « trade weighted USD » contre un panier de monnaies a effacé près de la moitié de la hausse du billet vert enregistrée entre 2014 et 2015. La valorisation de la devise américaine devrait donc certainement s'ajuster dans les prochains mois, à moins que les perspectives de dégradation des finances publiques liées à la réforme fiscale ne prennent l'ascendant et pénalisent le dollar.

Nos perspectives sont finalement positives et soutiennent une hausse au-dessus de 1 franc pour le dollar et proche de 1.15 contre euro.

### Rebond récent des positions spéculatives depuis les plus bas

Dans cet environnement plutôt favorable au dollar, les positions spéculatives « long dollar index » reportées au CFTC sont encore faibles et se situent à des niveaux extrêmes de désintérêt. Pourtant, cet indicateur mériterait que l'on s'y intéresse de plus près, car au cours des dix dernières années, chaque hausse du dollar significative a été précédée par un ratio étonnamment déprimé. La dernière fois que le niveau actuel a été atteint en mars 2014, le dollar s'est apprécié de +25% en douze mois. On observe depuis quelques semaines un léger rebond de cet indicateur qui suggère le retour encore timide de positionnements positifs. Nous estimons qu'il est probable que le dollar renoue maintenant avec la hausse contre la plupart des devises principales et émergentes.

### La hausse de l'euro est justifiée mais elle devrait désormais être limitée

La hausse de l'euro pose peut-être déjà un problème à la BCE, laquelle pourrait commencer à s'inquiéter de ses effets indésirés sur les perspectives d'inflation et sur le niveau de compétitivité de l'industrie européenne. Ainsi, si nous estimons que la hausse de l'euro a certainement atteint son zénith à court terme, l'amélioration indéniable des fondamentaux économiques et la perspective de renversement de politique monétaire renforceront dans un second temps l'intérêt des investisseurs pour la monnaie unique.

L'évolution du taux de change euro/dollar a été une des tendances importantes en 2017. La hausse d'environ +15% de l'euro était certainement en partie due à la faiblesse du dollar, mais c'est avant tout l'amélioration des conditions économiques en zone euro qui a redonné de l'attrait à la monnaie unique. L'euro s'est ainsi apprécié contre de nombreuses monnaies et en particulier contre le franc.

Nous avions prévu, dès le changement de politique monétaire de la BNS en 2015, que l'introduction de taux d'intérêt négatifs provoquerait à terme un désintérêt progressif pour le franc, qui pourrait pousser à nouveau le taux de change vers le niveau de 1.20. On s'en approche désormais de plus en plus et, malgré les bons résultats attendus de l'économie européenne en 2018, la phase de revalorisation de l'euro nous semble déjà assez largement engagée pour justifier quelques prises de profits.

Nous estimons que la hausse de l'euro devrait perdre en intensité en début d'année 2018 contre le franc et le dollar notamment.

Mais après une période de stabilisation et de consolidation, il est probable que l'amélioration indéniable des fondamentaux économiques de la zone euro et la perspective de renversement de politique monétaire motiveront un nouvel intérêt des investisseurs pour la monnaie unique.

Le différentiel de taux est désormais beaucoup plus favorable après la hausse des taux en dollars, mais il reste relativement inchangé contre le franc à environ 50 points de base.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Nous estimons toutefois qu'il est désormais plus probable de voir les taux se normaliser plus rapidement en zone euro qu'en Suisse et favoriser ainsi la devise européenne.

### L'affaiblissement du yen devrait se poursuivre

La Banque du Japon n'a toujours pas beaucoup plus de marge de manœuvre pour tenter d'atteindre son objectif d'inflation de 2%. Elle n'a pas modifié son analyse des conditions économiques et poursuit sa politique monétaire de taux bas et d'injections monétaires. Elle espère toujours que la conjoncture japonaise sera suffisante pour permettre une hausse de l'inflation vers l'objectif souhaité. L'objectif de taux à court terme reste inchangé (-0.1%), comme celui de piloter les taux à 10 ans à un niveau proche de 0%. La corrélation observée avec les mouvements de taux longs impliquera un léger changement de définition des objectifs; la BoJ considérera sans doute le taux de 0% comme la limite basse de son objectif. Le président Kuroda ne modifiera certainement pas sa politique, qui devrait rester un facteur important dans le futur déclin de la devise nippone. Nous sommes toujours d'avis que l'amélioration des fondamentaux n'aura pas d'impact immédiat sur le yen, qui demeurera certainement encore délaissé par les investisseurs en raison d'un environnement de taux d'intérêt totalement défavorable.

La politique gouvernementale cherche donc toujours à affaiblir le yen, alors que les différentiels de taux d'intérêt devraient s'accroître et pénaliser la monnaie nippone. La mise en œuvre de la normalisation de la politique monétaire américaine ainsi que des perspectives de nouvelles hausses des taux longs aux Etats-Unis pèseront sans doute encore un peu sur le yen en 2018. L'affaiblissement du taux de change était l'un des éléments clés de la politique suivie par le gouvernement pour relancer l'inflation et les exportations. Cette politique reste d'actualité. Le changement de politique monétaire n'est effectivement pas pour 2018, même si on constate que la BoJ a sensiblement réduit le rythme de ses achats de titres au point que son bilan a enregistré sa première contraction presque imperceptible en décembre. Nous ne pensons pas que cet événement soit déjà annonciateur d'une nouvelle politique monétaire. Le yen devrait revenir dans une bande de fluctuation comprise entre 115 et 120 yen pour un dollar au cours des prochains trimestres.

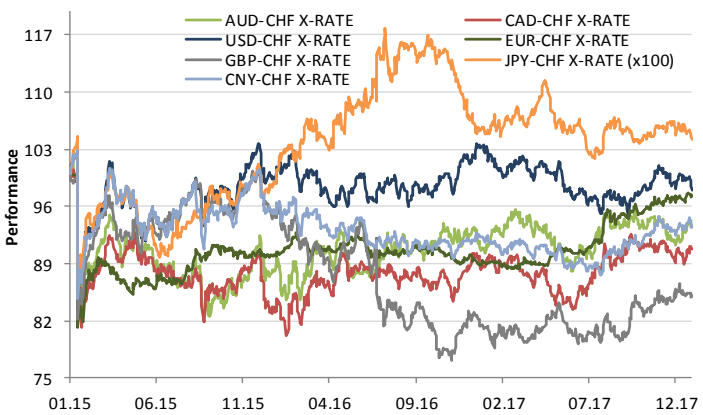
### La livre devrait profiter de la reprise du processus de négociation

La devise britannique n'a pas réellement été perturbée par les vicissitudes des négociations du dernier trimestre au sujet du Brexit. Depuis plusieurs trimestres, nous estimons que la livre est entrée dans une phase de stabilisation contre la plupart des principales monnaies, après avoir enregistré la chute historique consécutive au vote du Brexit. Nous relevions déjà au 4ème trimestre 2016 que la livre avait sans doute atteint un niveau de valorisation permettant d'envisager une consolidation durable, dans l'attente d'une plus grande visibilité sur les perspectives économiques du pays. Depuis cette date, la volatilité de la monnaie britannique s'est réduite et le taux de change s'est même repris contre le franc (hausse de 1.20 à 1.30) et le dollar notamment (hausse de 1.20 à 1.35). Elle s'est stabilisée au-dessus de 1.10 contre euro dans un contexte favorable pour la monnaie unique.

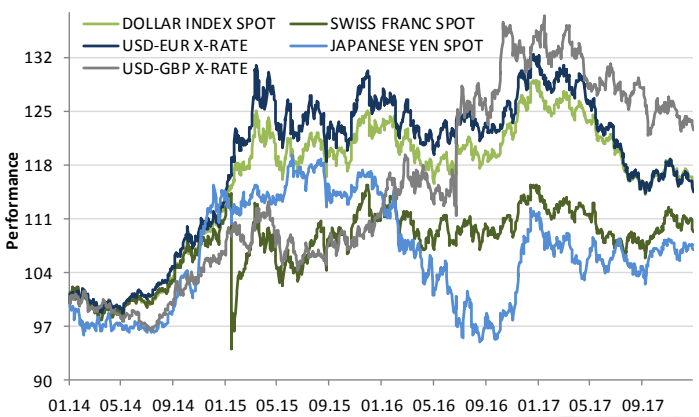
### Nouvelle hausse probable pour le dollar australien

Le dollar australien a été relativement volatile en 2017 et, s'il a finalement progressé de +6% contre le dollar américain, il s'est plutôt déprécié contre l'euro et le yuan, tout en restant assez stable contre le franc. La banque centrale australienne pourrait bien surprendre en montant ses taux directeurs pour la première fois en juin, en raison de l'excellente performance économique et d'un marché du travail tendu. La hausse des matières premières attendue pour 2018 devrait contribuer à l'évolution positive du taux de change contre la plupart des monnaies.

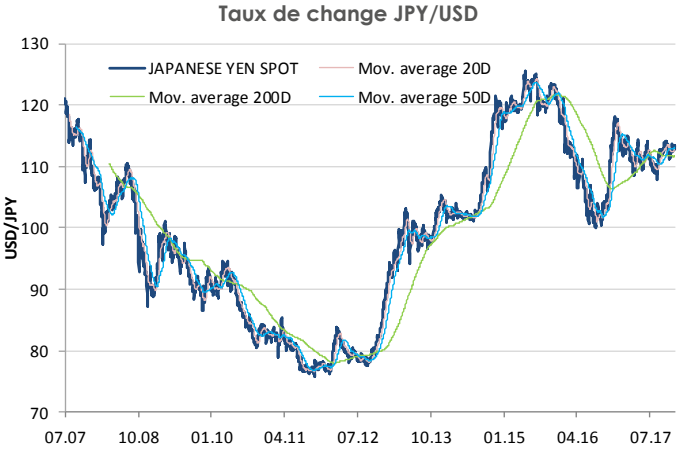
**Evolution des 7 principales devises contre CHF (base 100)**



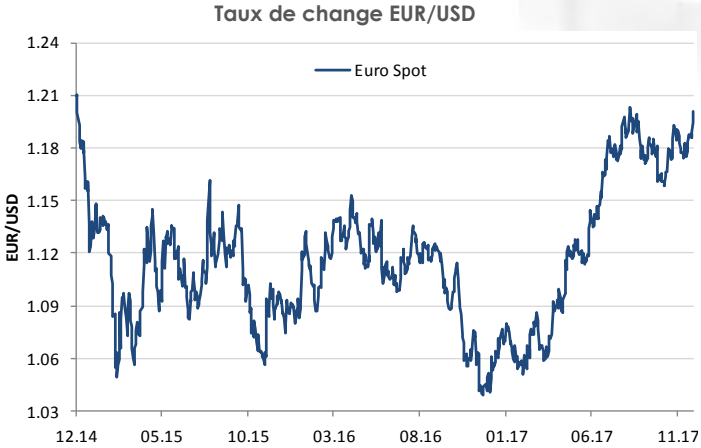

**Dollar Trade-weighted index & cross rates (base 100)**




**Taux de change JPY/USD**




**Taux de change EUR/USD**




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

### Surprises positives pour les couronnes norvégienne et suédoise

En Europe, les couronnes norvégienne et suédoise pourraient aussi s'apprécier contre le dollar et l'euro. Les taux directeurs en Norvège pourraient aussi être remontés plus rapidement qu'escompté en 2018, en regard de la croissance du PIB de +3.2% en 2017. Un réajustement des taux directeurs serait une surprise pour une devise qui semble, par ailleurs, parmi les plus sous-évaluées en termes réels. En Suède, la Risksbank pourrait même ajuster à deux reprises ses taux directeurs, poussant ainsi l'attrait de la couronne suédoise également plutôt sous-évaluée contre dollar et euro.

### Scénario positif pour les devises liées aux matières premières

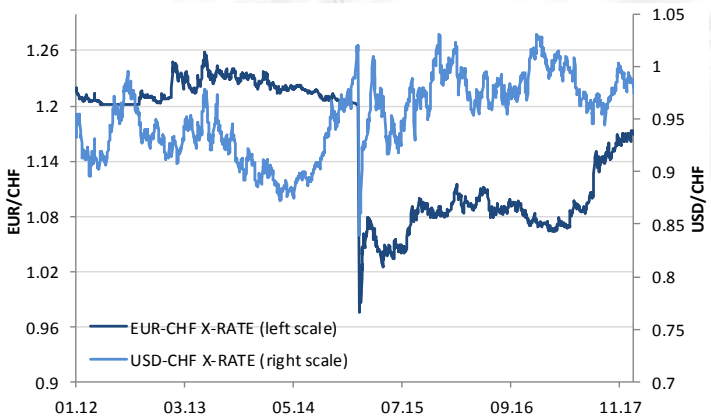
En Russie, au Brésil en Indonésie et plus généralement dans les pays producteurs de matières premières, le rebond des cours des métaux industriels, des métaux précieux et des cours du brut ont renversé les tendances baissières et amorcent de nouvelles tendances plus soutenues. L'amélioration du contexte général induite par le rebond des matières premières et des perspectives économiques mondiales plus solides aura un effet positif croissant sur la valorisation de ces devises. Dans ces pays, c'est contrairement aux situations décrites plus haut, la conjonction de facteurs tels que l'amélioration de la croissance du PIB couplée à un meilleur contrôle de l'inflation et une baisse des taux directeurs soutiendra la hausse des taux de change.

## DEVISES

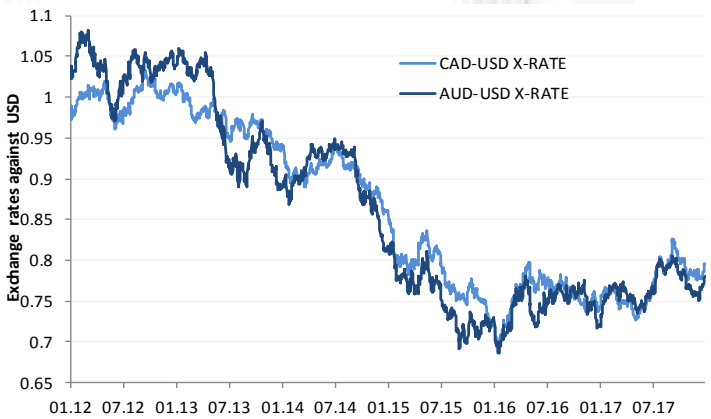
31.12.2017

| Name | Last price | 7 d % | 1 m % | 3 m % | 6 m % | YTD % |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **CONTRE DOLLAR** | | | | | | |
| EUR-USD X-RATE | 1.2 | 1.2 | 0.9 | 2.3 | 5.8 | 14.1 |
| CHF-USD X-RATE | 1.0 | 1.4 | 0.2 | 0.0 | -0.9 | 4.5 |
| GBP-USD X-RATE | 1.4 | 1.1 | 0.3 | 1.8 | 4.6 | 9.5 |
| JPY-USD X-RATE | 0.0 | 0.5 | -0.4 | 0.1 | 0.5 | 3.8 |
| CAD-USD X-RATE | 0.8 | 1.2 | 0.9 | -0.5 | 2.9 | 6.9 |
| AUD-USD X-RATE | 0.8 | 1.3 | 2.6 | -0.2 | 2.7 | 8.3 |
| RUB-USD X-RATE | 0.0 | 1.1 | 2.1 | 0.4 | 3.0 | 6.7 |
| CNY-USD X-RATE | 0.2 | 0.8 | 1.2 | 2.3 | 4.4 | 6.7 |
| INR-USD X-RATE | 0.0 | 0.2 | 1.0 | 2.8 | 1.3 | 6.5 |
| BRL-USD X-RATE | 0.3 | 0.7 | -1.7 | -4.8 | -0.1 | -1.8 |
| **CONTRE FRANC SUISSE** | | | | | | |
| USD-CHF X-RATE | 1.0 | -1.4 | -0.2 | 0.0 | 0.9 | -4.4 |
| EUR-CHF X-RATE | 1.2 | -0.2 | 0.8 | 2.3 | 6.9 | 9.2 |
| GBP-CHF X-RATE | 1.3 | -0.4 | 0.1 | 1.8 | 5.6 | 4.7 |
| JPY-CHF X-RATE (x100) | 0.9 | -0.9 | -0.6 | 0.0 | 1.4 | -0.7 |
| CAD-CHF X-RATE | 0.8 | 0.0 | 0.9 | -0.4 | 4.0 | 2.4 |
| AUD-CHF X-RATE | 0.8 | -0.2 | 2.4 | -0.2 | 3.7 | 3.6 |
| RUB-CHF X-RATE | 0.0 | -0.4 | 2.0 | 0.4 | 4.0 | 2.4 |
| CNY-CHF X-RATE | 0.1 | -0.5 | 1.1 | 2.3 | 5.4 | 2.1 |
| INR-CHF X-RATE | 0.0 | -1.3 | 1.3 | 2.7 | 2.7 | 2.0 |
| BRL-CHF X-RATE | 0.3 | -0.7 | -2.0 | -4.9 | 0.7 | -6.1 |

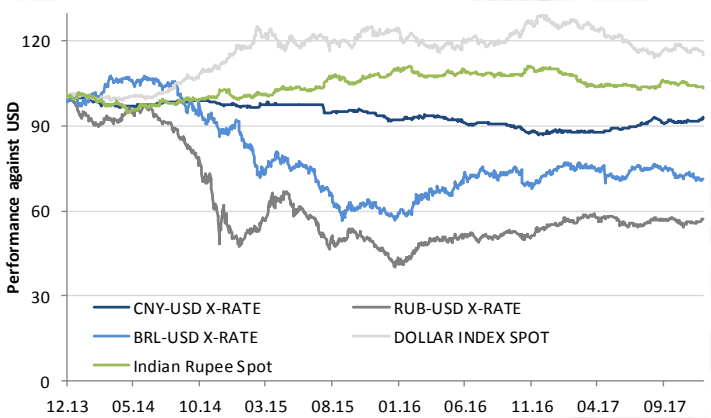
Taux de change EUR/CHF - USD/CHF



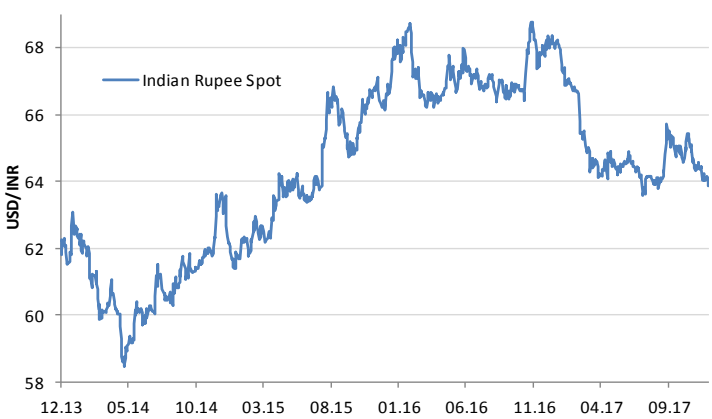

Taux de change CAD/USD - AUD/USD




Monnaies émergentes VS USD (base 100)




Roupie Indienne

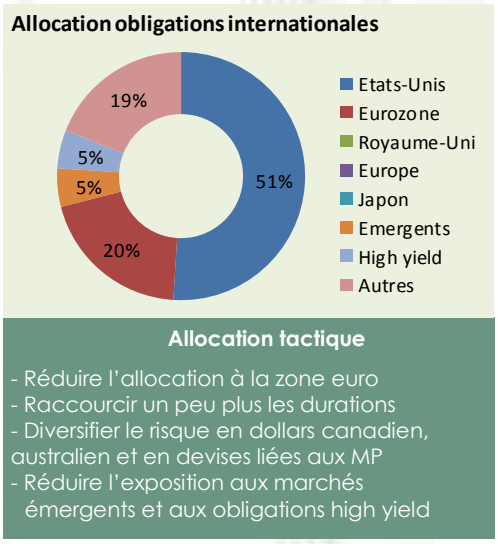



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

# Obligations internationales

- Une reprise de l'inflation serait la surprise de 2018 aux Etats-Unis
- Hausse des taux longs en zone euro
- Le marché britannique ne restera pas indifférent à l'inflation
- Toujours aucune perspective pour le marché japonais




| OBLIGATIONS (Régions/devises) | Expected Return 3mois | Expected Return 1an | ALLOCATION (Portefeuille CHF) --- | -- | - | = | + | ++ | ++ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Suisse | ↘ | ↘↘ | | | | | | | |
| Etats-Unis | ↘ | ↘ | | | | | | | |
| Eurozone | ↘ | ↘↘ | | | | | | | |
| Royaume-Uni | ↘ | ↘ | | | | | | | |
| Europe | ↘ | ↘↘ | | | | | | | |
| Japon | ↘ | ↘ | | | | | | | |
| Emergents | → | → | | | | | | | |
| Autres (AUD, CAD, NOK…) | → | → | | | | | | | |

**Allocation tactique**

- Réduire l'allocation à la zone euro
- Raccourcir un peu plus les durations
- Diversifier le risque en dollars canadien, australien et en devises liées aux MP
- Réduire l'exposition aux marchés émergents et aux obligations high yield

### Une reprise de l'inflation serait la surprise de l'année aux Etats-Unis

Les derniers chiffres publiés pour l'inflation en novembre (+2.2%) montraient une stabilisation des indices de prix légèrement en dessus de l'objectif de +2% de la Réserve fédérale. La hausse de l'indice hors alimentation et énergie (+1.7%) sur un an était un peu inférieure aux attentes et encore en-dessous de 2%. Ceci démontre que l'inflation a clairement eu des difficultés à gagner en dynamique au second semestre 2017, malgré des statistiques indiquant une accélération de la performance économique aux Etats-Unis.

La banque centrale ne montre pourtant aucun signe d'inquiétude ou d'impatience. Elle relève plutôt que des facteurs temporaires ont pour l'instant retenu la hausse des prix. La vigueur de l'économie et un taux de chômage au plus bas depuis seize ans développeront des tensions et des hausses de prix permettant à l'inflation de dépasser les objectifs fixés. Les pressions sur les salaires tardent pourtant à se concrétiser, malgré un marché de l'emploi en constante amélioration. Contrairement à la théorie, les pressions inflationnistes sont encore faibles, alors que le taux de chômage décline régulièrement et touche le niveau historique de 4%, s'approchant de facto certainement du niveau de plein-emploi. La Fed reste pourtant de son côté relativement sereine et convaincue que la relation entre emploi et inflation existe toujours, même s'il apparaît que la courbe de Phillips est pour l'instant certainement beaucoup plus plate qu'auparavant. Les prix importés ont bondi de +3.7% sur un an essentiellement en raison de la hausse des prix du pétrole en novembre. Cette tendance devrait se poursuivre en 2018 avec le renforcement conjoncturel. Les prévisions pour l'évolution de l'inflation anticipée progressent en fin d'année et atteignent +2.7% sur un an et +2.4% pour l'horizon temps 5 à 10 ans. Les pressions inflationnistes ont été limitées en 2017 et principalement liées à des facteurs externes.

Aux Etats-Unis, comme dans la plupart des économies, la progression de l'inflation a effectivement été induite par la hausse des cours du brut enclenchée en 2016, qui a développé des effets jusqu'en 2017. L'année 2017 restera, en fait, celle du succès des politiques menées par les banques centrales pour stopper la déflation et tirer l'inflation vers les objectifs qu'elles s'étaient fixés de 2% en règle générale. L'inflation a donc retrouvé un niveau « normal » alors que l'emploi s'améliore et que les tensions dans le marché du travail ne sont pas encore apparues. L'année 2018 pourrait bien être celle des surprises sous l'impulsion de facteurs agissant de concert. En effet, le contexte macroéconomique devrait être propice à de nouvelles négociations salariales et à des tensions également sur les cours des matières premières, soutenant une hausse des prix à la production et à la consommation.

### Hausse des taux longs et aplatissement de la « yield curve »

Un retour de l'inflation dans un contexte économique robuste devrait rapidement conduire ces prochains mois à de nouveaux ajustements de taux nominaux à long terme. Après quelques trimestres de stabilisation, les taux longs américains devraient être les premiers à relancer la tendance. Nous relevions déjà, il y a quelques mois, que la correction de 2.6% à 2.1% des taux à 10 ans du Trésor observée jusqu'à la fin de l'été n'était pas du tout compatible avec nos anticipations d'accélération de l'activité économique dans la zone de +3% de croissance et d'une normalisation de la politique monétaire régulière de la Fed. Nous estimions alors qu'il était très probable de voir une nouvelle poussée des taux longs se préciser en seconde partie d'année 2017 puis en 2018 ensuite.

### INDICES OBLIGATIONS (en monnaies locales)

31.12.2017 — Total Return Performance

| Name | | Last price | Curr. | 7 d% | 1 m % | 3 m % | 6 m % | YTD % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| OBLIGATIONS SUISSES | SBI AAA-BBB | 136.4 | CHF | 0.1 | 0.1 | 0.5 | 0.5 | 0.1 |
| OBLIGATIONS UE | Barclays EuroAgg | 248.7 | EUR | -0.3 | -1.0 | 0.5 | 1.2 | 0.7 |
| OBLIGATIONS UE - SHORT DURATION | ISHARES EURO GOV BND 1-3 | 144.4 | EUR | -0.2 | -0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| OBLIGATIONS US | JPM U.S. Aggregate Bond Index | 632.7 | USD | 0.5 | 0.2 | 0.4 | 1.5 | 3.7 |
| OBLIGATIONS US - SHORT DURATION | BGF-USD ST DURATN BOND-USDA1 | 8.5 | USD | 0.0 | 0.0 | -0.1 | 0.3 | 1.3 |
| OBLIGATIONS EMERGENTES | JPMorgan Emerging Markets Bond | 551.8 | USD | 0.3 | 0.7 | 1.1 | 4.0 | 10.5 |
| OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - USD | JPM Global Aggregate Bond Index | 570.0 | USD | 0.8 | 0.2 | 1.3 | 3.1 | 7.0 |
| OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - EUR | JPM Global Aggregate Bond Index | 623.3 | EUR | -0.7 | -0.9 | -1.0 | -2.5 | -6.0 |
| OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - CHF | Barclays Global Agg Corporate | 144.8 | CHF | -0.6 | -0.4 | 1.7 | 5.0 | 4.6 |
| OBLIGATIONS CONVERTIBLES (UE) | Exane Europe Convertible Bond | 7731.3 | EUR | -0.3 | 0.3 | 0.7 | 1.4 | 3.5 |
| OBLIGATIONS HIGH YIELD | Markit iBxx Gbl Dev Lq HY USD | 144.5 | USD | 0.6 | 0.4 | 0.9 | 3.6 | 10.4 |
| OBLIGATIONS HIGH YIELD - SHORT DURATION | AB SHORT DURATION HI YD-AT | 15.0 | USD | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.9 | 3.1 |

1) Obligations courtes à moyennes (1-5 ans)
2) Obligations émergentes corporate
3) Obligations émergentes Europe de l'Est

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Celle-ci s'est matérialisée par une hausse de 2.1% à 2.5% sur les taux à dix ans au 31 décembre et devrait dès lors se poursuivre dans les prochains mois. Les taux longs sont donc à nouveau proches de leurs sommets atteints en mars et dans la partie haute de la bande de fluctuation de l'année 2017. Au premier semestre 2018, la confirmation de données économiques solides devrait en effet être accompagnée d'une hausse des cours du brut et des matières premières susceptibles de provoquer de nouveaux ajustements de valorisation dans les marchés de taux.

La dernière réunion de la Réserve fédérale a été l'occasion d'une nouvelle hausse attendue des taux directeurs à 1.5%. Le nouveau président Jerome Powell entrera en fonction après la prochaine réunion de janvier, sans risques de modification significative de la politique annoncée. La politique de normalisation du bilan restera très modérée, pour ne pas dire imperceptible. Parallèlement, l'objectif de taux directeur (Fed Funds) progressera certainement pour atteindre 2% à 2.25% en 2018. L'analyse de la situation conjoncturelle et de l'état de l'économie américaine est restée relativement inchangée en décembre pour les membres du FOMC. Nous estimons que la plupart des échéances devraient subir un ajustement global de 0.5% au cours des prochains mois qui pousseront les taux à dix ans du Trésor au-dessus de 3%.

### La hausse des taux longs se profile aussi en zone euro

La hausse des taux longs est encore, pour le moment, totalement bridée par le maintien du statu quo de la politique monétaire de la BCE. La position développée par Mario Draghi de poursuivre la stratégie d'achat d'obligations jusqu'en septembre 2018 et au-delà agit comme un frein à toute velléité de vouloir ajuster le niveau des taux longs à l'évolution des données fondamentales et macroéconomiques. Par ailleurs, comme l'évolution de l'inflation ne montre pas de signe clair d'emballement, la nécessité d'ajuster le niveau des taux d'intérêt n'est pas criante.

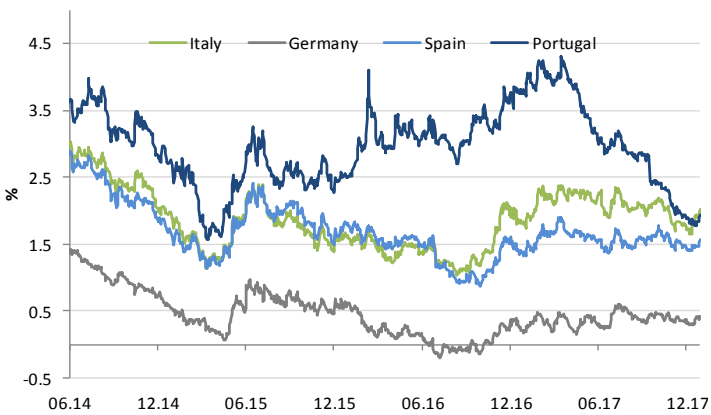
L'inflation se stabilise en effet autour de +1.5% depuis plusieurs mois, après une nette reprise de 0% à 2% constatée entre juin 2016 et février 2017. La hausse de l'euro est un facteur sans doute clé dans cette évolution récente, comme l'a été la stabilisation des cours de l'énergie avant sa dernière progression de 42$ à 60$.

Il est certainement encore trop tôt pour voir une relance nette de l'inflation liée au marché de l'emploi, encore trop éloigné pour l'instant de son point de friction, pour que des hausses de salaires concourent à une hausse des prix. L'objectif de la BCE de ramener l'inflation à 2% sera certainement difficile à réaliser, même si la banque centrale poursuit sa politique monétaire accommodante en 2018, en particulier si l'euro s'avère durablement plus fort. L'évolution des coûts salariaux est effectivement lente et le taux de chômage dans la zone euro, malgré son déclin sensible, reste à un niveau absolu encore élevé.

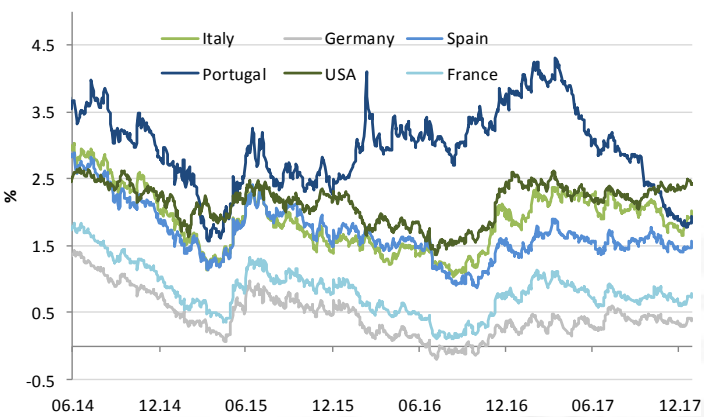
Sans accélération de l'inflation et des perspectives de hausse des prix, les taux longs peuvent rester encore un temps influencés par l'action de la BCE. L'évolution des taux longs est désormais de plus en plus contenue dans une zone de valorisation étroite de moins de 20 points de base pour les taux à 10 ans du gouvernement allemand qui termineront l'année proche de 0.3%. Un retour de l'inflation au-dessus de +2% ne nous semble pourtant pas une condition indispensable pour soutenir une prochaine hausse des taux d'intérêt à long terme en euro.

Les taux européens devraient certainement suivre une tendance haussière provoquée par la normalisation de la politique américaine et la relance des taux longs aux Etats-Unis. Le différentiel de taux longs nous semble de moins en moins justifié en raison du rattrapage de croissance opéré par l'économie européenne. Si le premier trimestre devrait encore être caractérisé par une certaine stabilité des taux longs, il est au contraire probable selon nous qu'ensuite, on assiste enfin à un net changement de perception des risques des investisseurs. Nous recommandons de ne pas attendre avant de réduire très sensiblement le risque obligataire en euros.

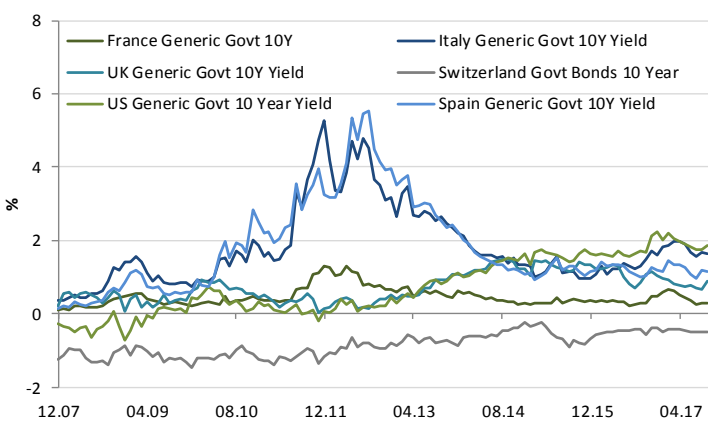
**Taux à 10 ans - Gvt Europe**



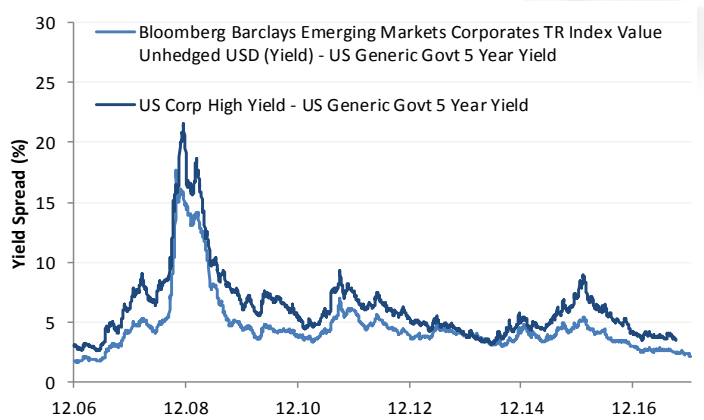

**Taux à 10 ans - Gvt**




**Prime de risque vs Gvt allemand**




**Prime de risque vs US Treasury**




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

### Le marché obligataire britannique ne peut rester indifférent à la reprise de l'inflation

L'inflation progresse doucement mais sûrement au Royaume-Uni. En novembre, l'indice des prix à la consommation a doublé en douze mois pour atteindre +3.1%. L'indice CPI avait touché son plus bas en avril 2015 à -0.1%. La reprise est significative et encore plus nette lorsque l'on observe l'évolution de l'indice des prix à la production sur la même période. Nous maintenons notre prévision de progression de l'inflation au-dessus de l'objectif de la BoE de 2% au cours des prochains trimestres et celle-ci pourrait même atteindre 4% à l'horizon 2020. Il est étonnant, dans ce contexte de hausse généralisée des prix, que les taux d'intérêt à long terme ne subissent pas plus d'ajustements des anticipations. En effet, malgré la hausse des prix, les rendements exigés sur la dette gouvernementale britannique ont plutôt suivi l'évolution des marchés obligataires internationaux et ne reflètent que peu la hausse de l'inflation domestique. Les rendements réels en livre sterling sont donc relativement stables et déclinent même légèrement de 1.4% en octobre à 1.3% à la fin novembre.

Le marché obligataire britannique devrait pourtant prochainement être plus affecté par les fondamentaux domestiques, lesquels pousseront les taux longs à nouveau plus haut.

### L'inflation ne décolle pas au Japon, mais les obligations n'offrent toujours pas de perspectives

La reprise des indices de prix s'essouffle déjà et l'indice CPI national replonge de +0.7% à +0.2% en octobre. L'inflation est donc à nouveau loin de l'objectif de la BOJ. Un nouvel affaiblissement du yen semble toujours la condition la plus probable à tout espoir de relance durable des prix. Le changement de situation sur le plan de l'inflation est encore un phénomène trop récent et de trop faible amplitude pour avoir un impact notable sur les taux d'intérêt. Le tassement de la croissance et des perspectives réduites pour 2018 ne contribuent pas à l'amélioration des prévisions pour les indices de prix.

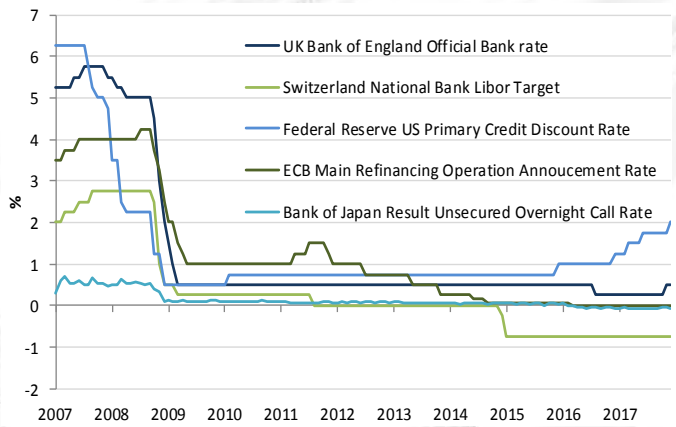
La Banque du Japon n'a toujours pas beaucoup plus de marge de manœuvre pour tenter d'atteindre son objectif d'inflation de 2%. Elle n'a pas modifié son analyse des conditions économiques et poursuit sa politique monétaire de taux bas et d'injections monétaires. Elle espère toujours que la conjoncture japonaise sera suffisante pour permettre une hausse de l'inflation vers l'objectif souhaité. L'objectif de taux à court terme reste inchangé (-0.1%), comme celui de piloter les taux à 10 ans à un niveau proche de 0%. La corrélation observée avec les mouvements de taux longs impliquera un léger changement de définition des objectif et la BoJ considérera sans doute le taux de 0% comme la limite basse de son objectif. Le président Kuroda ne modifiera certainement pas sa politique, laquelle devrait rester un facteur important dans le futur déclin de la devise nippone.

Le marché obligataire japonais n'offre pour l'instant toujours pas de perspectives intéressantes pour un investisseur étranger.

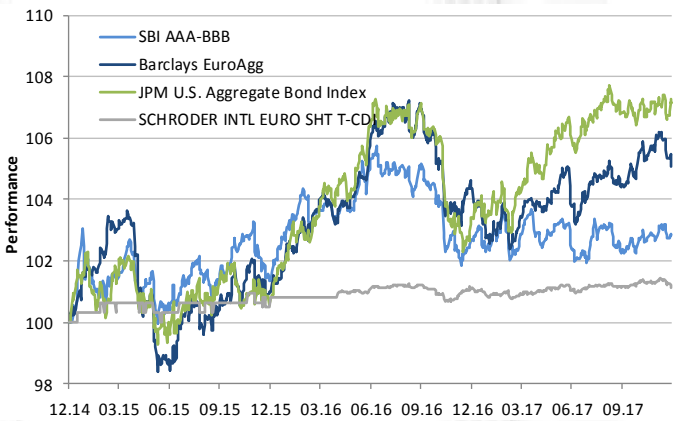
### Privilégier les échéances courtes et adopter une position de prudence sur les débiteurs périphériques

L'année 2018 sera donc celle du rebond attendu des taux d'intérêt et probablement aussi celle de l'élargissement des « spreads » de crédit. La prudence va être déterminante pour éviter des moins-values conséquentes lors du changement de paradigme. Le rendement à court terme de la dette grecque est désormais inférieur à celui du Trésor américain. La performance de la dette périphérique européenne sera certainement décevante. Globalement, les primes de risques devraient augmenter en 2018 avec le rebond des taux d'intérêt. Nous privilégions les obligations de qualité en dollars américains, canadiens, australiens au détriment des obligations en euro et en yen.

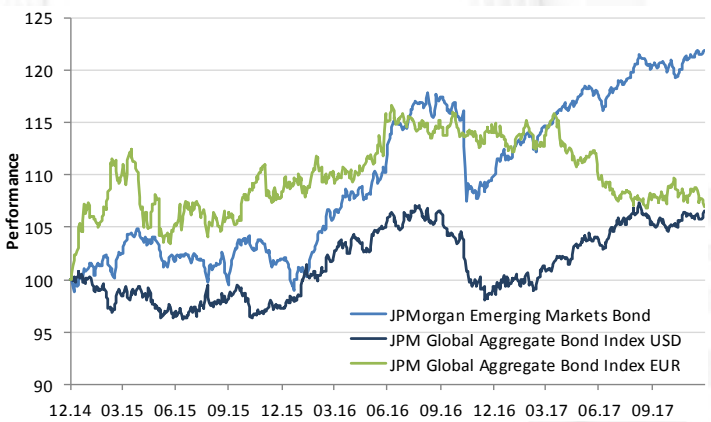
**Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)**



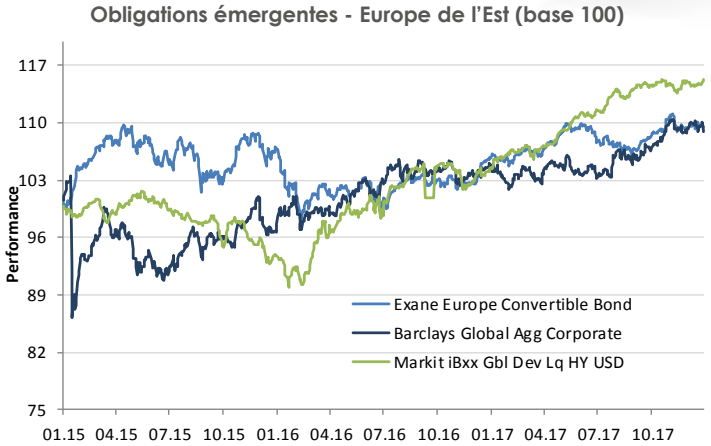

**Performance YTD des indices obligataires 1- 5 ans (base 100)**




**Performance obligations émergentes (base 100)**




**Obligations émergentes - Europe de l'Est (base 100)**



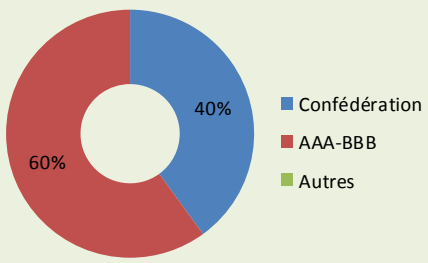

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

## Obligations suisses

- La conjoncture internationale affecte le marché des taux CH
- Inflation enfin positive en 2017 après 5 ans de déflation
- Hausse des taux longs et pentification de la courbe des taux
- La BNS encore en mode « wait and see »
- Privilégier la qualité et les maturités courtes

**Allocation obligations suisses**




| OBLIGATIONS Débiteurs | Expected Return 3mois | 1an |
|---|---|---|
| Gouvernement | ↘ | ↘ |
| Corporate (IG) | ↘ | ↘ |
| Autres | ↘ | ↘ |

| ALLOCATION (Portefeuille CHF) | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| sous exposition | | | neutre | surpondération | | |
| --- | -- | - | = | + | ++ | ++ |
| | | | | | | |
| | | | | | | |
| | | | | | | |

**Allocation tactique**

- Sous-pondérer les titres de la Confédération
- Surpondérer le segment "IG"
- Duration nettement réduite sur tous les segments

### La conjoncture internationale affecte le marché des taux suisses

La normalisation des taux longs en Suisse a débuté à l'été 2016, dans le sillage du changement de tendance observé aux Etats-Unis. Les taux de la Confédération à dix ans ont rebondi depuis leur niveau de -0.6% début juillet pour se stabiliser légèrement en dessous de zéro. Dans ce contexte, le différentiel de taux longs entre le Bund allemand et la Confédération est resté relativement stable à 0.5%, ce qui est certainement encore insuffisant pour motiver une hausse de l'euro au-delà de 1.20. Toutefois, la situation conjoncturelle en zone euro nous semble déjà suffisamment positive pour provoquer une hausse des taux longs en 2018 qui permettra un élargissement de cet écart de rendement. Le taux de change a déjà réagi à ce changement de paradigme et s'approche rapidement du niveau de 1.20. La hausse de l'euro est donc déjà bien engagée suite à l'ajustement de +20% du taux de change depuis la clôture du 15 janvier. Une intensification de la croissance en zone euro et un élargissement du différentiel de taux d'intérêt seront des facteurs de soutien à la poursuite de la hausse à 1.20 de la devise européenne. L'évolution macro-économique en zone euro, l'évolution du taux de change et le comportement du marché de taux en euro provoqueront certainement une réaction des taux longs en Suisse.

### Inflation enfin positive en 2017 après 5 ans de déflation

L'inflation a désormais dépassé 0.8% en Suisse, elle devrait être renforcée par l'affaiblissement du franc en 2018. Elle soutiendra ainsi le prochain mouvement de normalisation des taux en 2018. La bulle obligataire devrait donc commencer par se dégonfler, sans signe immédiat de panique, avant de s'intensifier.

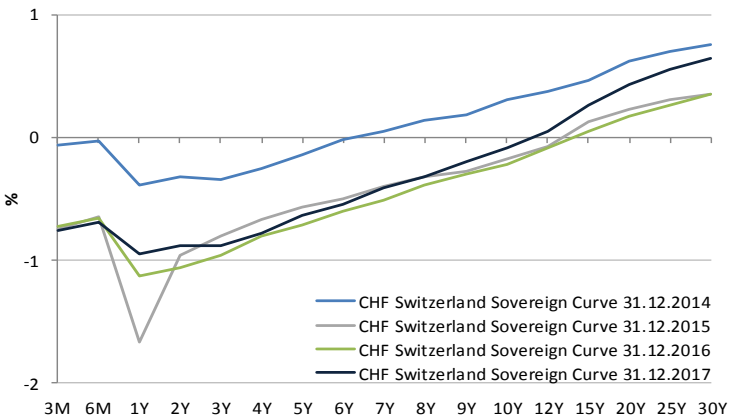
### Hausse des taux longs et pentification de la courbe de taux

La « yield curve » en Suisse est restée relativement stable en 2017, mais nous estimons que ce phénomène ne se reproduira pas en 2018. L'absence d'action rapide de la BNS devrait en effet maintenir les taux courts en zone négative, tandis que sous l'influence des hausses de taux longs dans la plupart des marchés et de l'affaiblissement du franc, les taux longs devraient déjà se tendre en Suisse. La hausse de l'euro permettra aussi à la BNS d'envisager un changement de politique monétaire, mais nous n'anticipons pas un mouvement très rapide de celle-ci qui restera pendant un temps en mode « wait and see ». Les taux directeurs ne devraient pas rapidement s'ajuster, mais les anticipations d'un changement de politique pourraient déjà être de nature à pousser les taux longs à la hausse au cours des prochains mois.

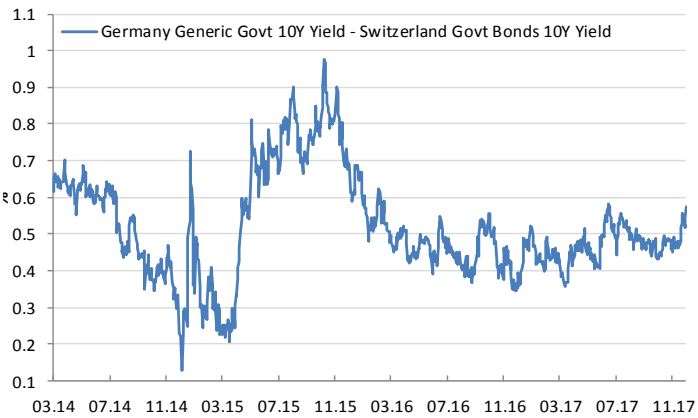
### Privilégier la qualité et les maturités courtes

Les taux d'intérêt réels négatifs devraient être temporaires et se corriger progressivement à mesure de la hausse des taux longs au-dessus du niveau d'inflation. Ils resteront néanmoins négatifs en 2018 et préfigureront encore une prochaine correction de valorisation des marchés obligataires. Nous privilégions la qualité et les maturités courtes.

**Courbe de taux Confédération**

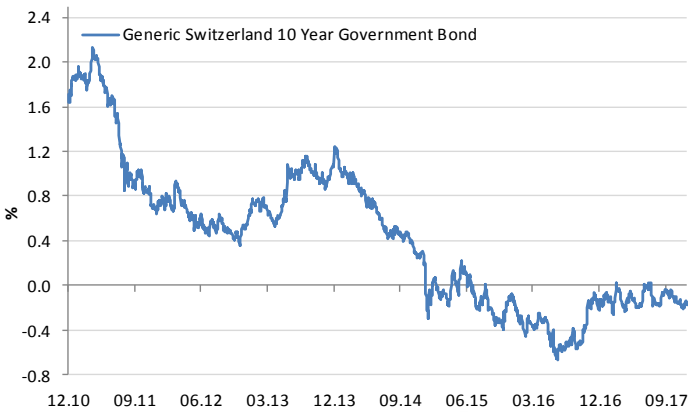



**Différentiel de taux longs (Bund allemand - Confédération)**

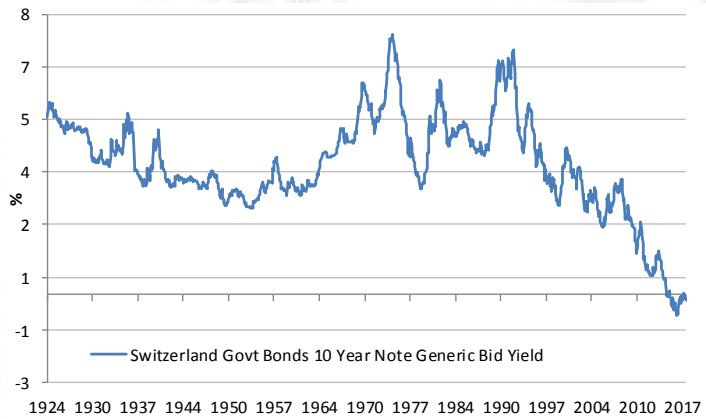



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

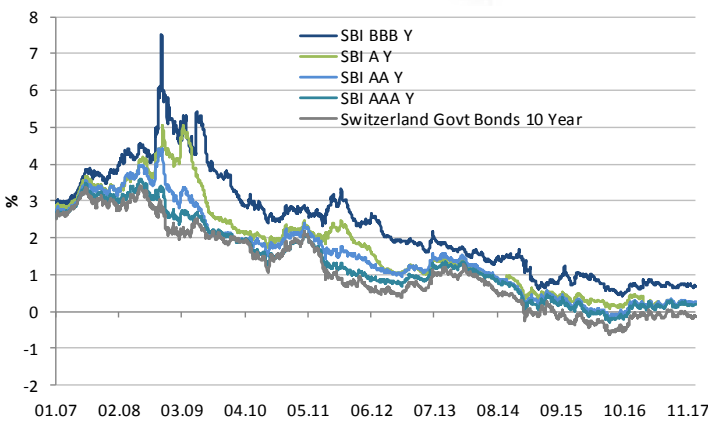
### Obligations de la Confédération - taux 10 ans



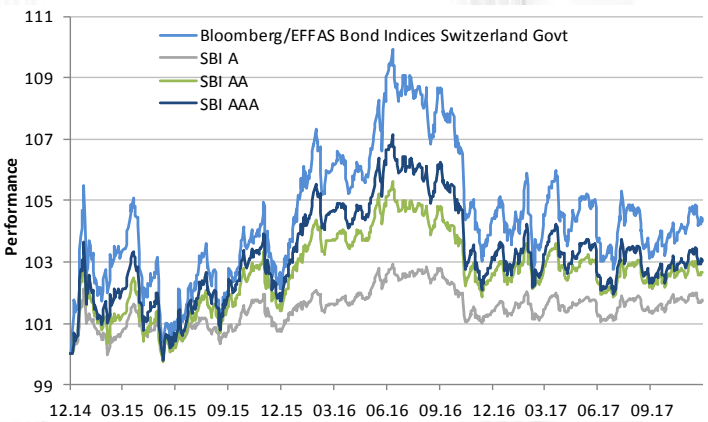

### Taux longs de la Confédération depuis 1924



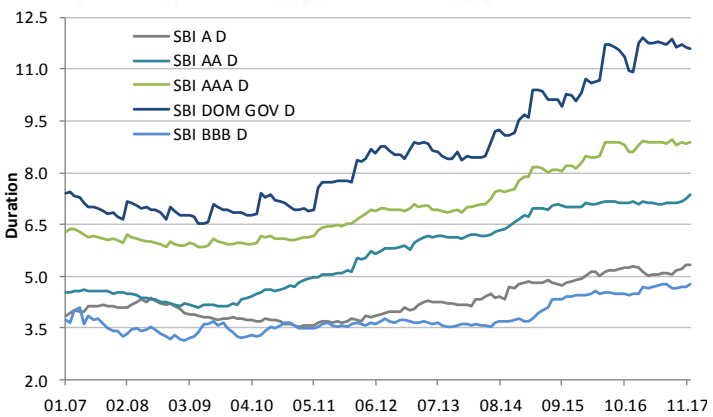

### Rendement (en %) par type de débiteur



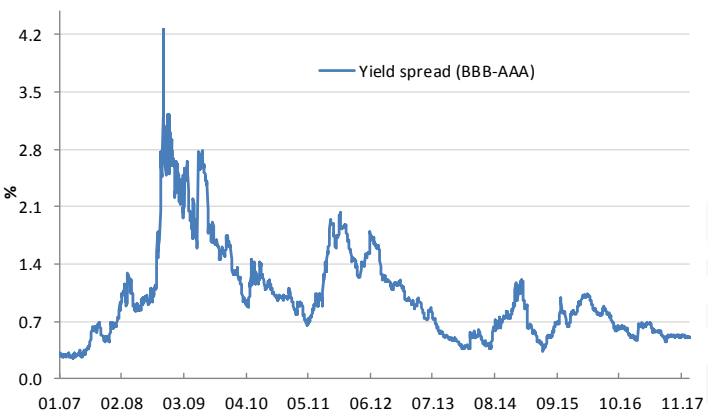

### Performance des obligations suisses (base 100)



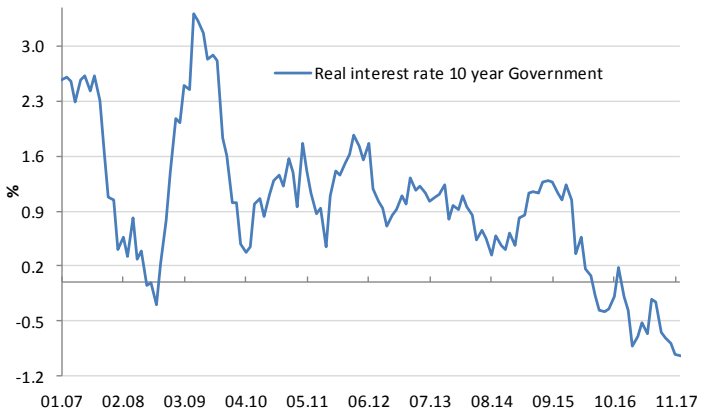

### Duration des indices obligataires suisses




### Ecart de rendement




### Taux d'intérêt réels




### INDICES OBLIGATIONS SUISSES (en CHF)

31.12.2017 — Total Return Performance

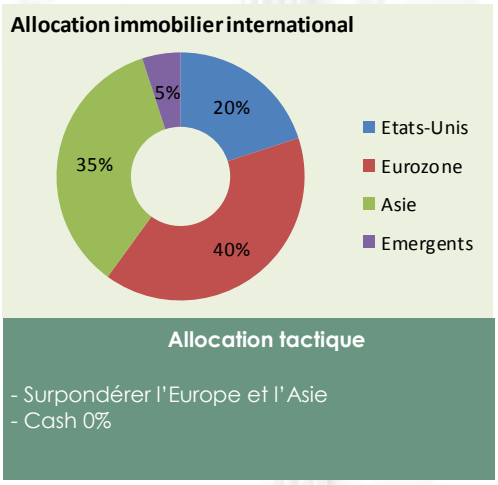
| | Last price | Curr. | 7 d % | 1 m % | 3 m % | 6 m % | YTD % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bloomberg Barclays Series-E Switzerland Govt All > 1 Yr Bond Index | 261.3 | CHF | 0.1 | 0.2 | 0.9 | 0.7 | -0.1 |
| SBI A-BBB | 136.2 | CHF | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.5 | 0.8 |
| SBI AA-BBB | 134.7 | CHF | 0.1 | 0.1 | 0.4 | 0.5 | 0.4 |
| SBI AAA-AA | 136.0 | CHF | 0.1 | 0.1 | 0.5 | 0.5 | -0.1 |
| SBI BBB | 147.7 | CHF | 0.0 | 0.1 | 0.3 | 0.6 | 1.4 |
| SBI AAA-BBB | 136.4 | CHF | 0.1 | 0.1 | 0.5 | 0.5 | 0.1 |
| SBI DOM GOV AAA-BBB 1-3P | 70.9 | CHF | 0.0 | -0.2 | -0.7 | -1.4 | -3.5 |
| SBI DOM GOV AAA-BBB 3-7P | 89.5 | CHF | 0.0 | -0.1 | -0.4 | -0.9 | -2.8 |
| SBI DOM GOV AAA-BBB 7+ P | 129.0 | CHF | 0.1 | 0.2 | 1.1 | 0.2 | -1.8 |

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

# Immobilier international

- Poursuite de la hausse de l'immobilier en 2018
- Les taux d'intérêt ne constituent pas encore une menace
- Taux réels historiquement bas
- La zone euro et l'Asie profitent de meilleurs fondamentaux




| IMMOBILIER Région | Expected Return 3mois | Expected Return 1an | ALLOCATION (Portefeuille CHF) sous exposition --- | -- | - | neutre = | surpondération + | ++ | ++ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Suisse | ↗ | ↗ | | | | | | | |
| Etats-Unis | ↗ | ↗ | | | | | | | |
| Eurozone | ↗ | ↗↗ | | | | | | | |
| Royaume-Uni | ↗ | ↗ | | | | | | | |
| Asie | ↗ | ↗↗ | | | | | | | |
| Emergents | ↗ | ↗↗ | | | | | | | |
| Liquidités | | | | | | | | | |

### Poursuite de la tendance haussière de l'immobilier en 2017 et 2018

L'immobilier international a profité au dernier trimestre de l'amélioration du sentiment général des investisseurs et du renforcement des perspectives de croissance mondiale pour 2018. L'indice immobilier global (Epra Nareit Global Index TR en USD) a enregistré une nouvelle progression de +4% au 4ème trimestre et termine ainsi l'année 2017 sur une excellente performance de +15% en dollars (+10% en CHF), représentant la meilleure progression annuelle depuis 2012. Notre stratégie privilégiait depuis le début de l'année la zone euro dans notre allocation régionale, ce qui a largement contribué favorablement au succès de notre politique d'investissement. En effet, la contribution de la zone euro a été particulièrement positive en 2017 (meilleur marché global) grâce à une hausse de +17.8% en euro et +29.1% en USD (meilleure performance historique depuis 2009). Ce segment de marché a contribué de manière importante à la progression l'indice global à ces niveaux plus élevés.

En monnaies locales, la zone euro enregistre une avancée nettement supérieure à celle du Royaume-Uni (+8.6% et +4.4% en euro) qui tire plutôt bien son épingle du jeu dans le contexte pourtant toujours extrêmement incertain du Brexit. Les marchés asiatiques développés ont progressé de +12.2% en dollars et ceux de la zone Asie pacifique de +22.6%. Les performances des marchés asiatiques surpassent donc également celles obtenues par l'immobilier aux Etats-Unis (+2.3%), largement à la traine de la croissance de l'immobilier titrisé en 2017.

La normalisation des taux directeurs aux Etats-Unis et les rendements en dollars plus élevés ont réduit l'attrait d'une diversification en titres immobiliers américains. En zone euro, la diminution des incertitudes politiques a largement profité à l'Italie qui enregistre la plus forte progression (45.8%). L'Allemagne progresse de +28.7% sur l'année et le marché français s'illustre surtout en enregistrant un très bon rattrapage au 4ème trimestre de +9.9%. Au Royaume-Uni, la stabilité observée peut surprendre ; les valeurs immobilières cotées ne subissent en effet pas de dégagements et réalisent un résultat honorable dans le contexte du Brexit.

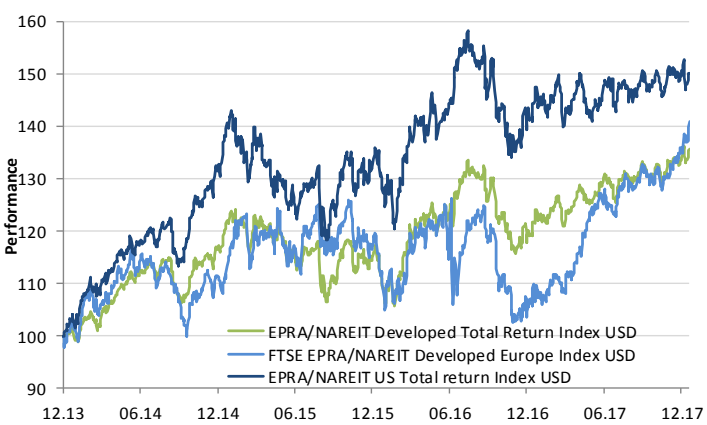
La performance globale de l'immobilier titrisé international est donc particulièrement satisfaisante en 2017 et devrait encore être positive en 2018.

Les facteurs macroéconomiques nous semblent en effet toujours favoriser des développement positifs en 2018 et les risques essentiellement liés aux nouveaux paradigmes des cycles de liquidité et de taux d'intérêt ne devraient pas encore développer d'effets négatifs avant 2019.

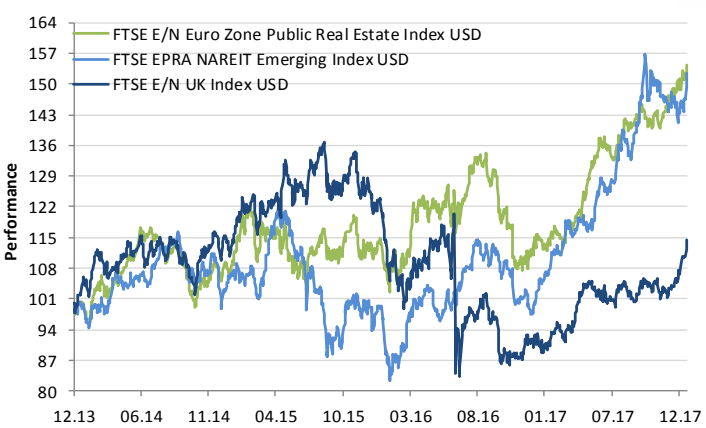
### Accélération de la croissance mondiale à +3.7%

La croissance mondiale sera en 2018 certainement la plus élevée depuis 2011 et bénéficiera de la synchronisation des cycles conjoncturels régionaux. Selon les experts de l'OCDE la croissance mondiale devrait ainsi dépasser +3.7% en 2018. Les pays développés et émergents

**Indices EPRA Nareit - USA, Europe, Monde (en USD)**




**Indice EPRA Nareit - Eurozone, Royaume-Uni, Emergents (en USD)**




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

participeront donc tous à ce renforcement de l'activité. Ces révisions des anticipations à la hausse vont aussi bénéficier aux investissements à long terme dans l'immobilier, qui profiteront donc de l'amélioration des facteurs conjoncturels et de la hausse probable de la demande de surfaces commerciales et résidentielles. Nous estimons toujours que cette hausse de la demande globale aura un effet relativement sensible tant sur le niveau de taux d'occupation que sur les loyers dans un environnement caractérisé par une offre moins dynamique. L'environnement macroéconomique devrait donc soutenir les investissements immobiliers, en raison d'une combinaison positive de plusieurs facteurs.

### Les taux d'intérêt ne constituent pas encore une menace en 2018

L'année 2018 sera certainement celle du changement de paradigme global en matière de politique monétaire. La Réserve fédérale est déjà engagée dans un processus de normalisation qui la conduit à la fois à remonter graduellement ses taux directeurs et à retirer très progressivement une partie de la liquidité injectées au cours de la dernière décennie dans l'économie. Cette tendance sera suivie par la BCE et la BoJ et marquera alors précisément un changement important dans l'évolution des politiques monétaires internationales. Les taux d'intérêt à long terme suivront aussi une tendance haussière en 2018, mais nous estimons que cette relance des taux longs restera tout à fait insuffisante pour affecter la valorisation des placements immobiliers ou même concurrencer cette classe d'actif dans les stratégies de diversification des investissements.

Les écarts de rendements (ou primes de risque) entre les taux d'intérêt à long terme et les rendements des placements immobiliers indirects se sont légèrement contractés mais ils restent toujours attrayants en comparaison historique, en particulier en zone euro.

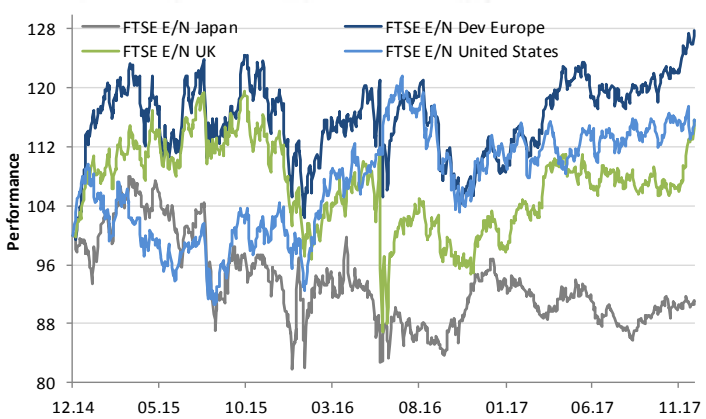
La normalisation des taux d'intérêt n'est même pas encore significativement engagée dans plusieurs zone économiques (Euro zone et Japon) il est dès lors prématuré de craindre ses effets négatifs sur les taux de capitalisation des placements immobiliers en 2018 en général. Au point actuel es du cycle économique mondial, ce phénomène ne devrait pas avoir d'effet durable sur les fondamentaux immobiliers à l'exception du marché américain dont le cycle de revalorisation est déjà bien engagé.

### L'inflation maintiendra des taux réels historiquement bas

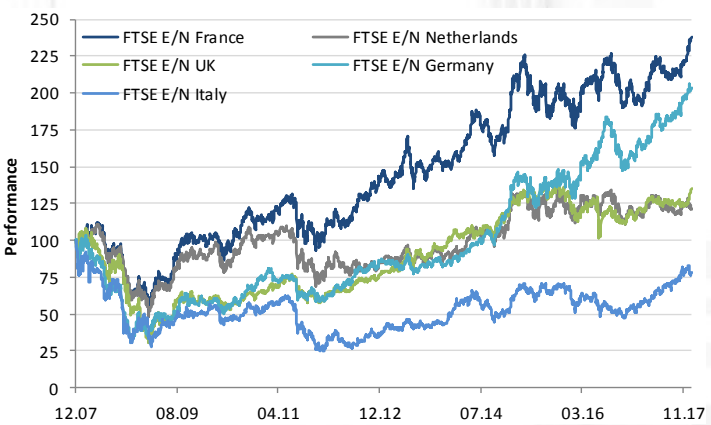
La surprise de l'année 2018 pourrait bien être l'évolution plus positive des indices de prix. Cette tendance pourrait s'intensifier et affecter un peu plus encore le niveau des taux d'intérêt réels. En dépit de la normalisation en cours de la politique monétaire aux Etats-Unis et plus tard en zone euro, la remontée de l'inflation sera selon nous plus rapide que celle des taux longs.

On devrait donc encore assister au cours des prochains trimestres à une évolution à la baisse des taux d'intérêt réels, un phénomène favorable aux marchés immobiliers aux Etats-Unis, en Europe et au Japon notamment. La progression régulière de l'inflation ne fera que renforcer cette tendance que nous estimons effectivement favorable au secteur. Les performances des marchés immobiliers devraient donc être supérieures lorsque les taux d'intérêt réels sont bas et lorsque les perspectives de croissance sont égales ou supérieures à leur moyenne historique. Le renforcement de la dynamique économique mondiale sera accompagné d'anticipations de croissance des loyers plus importantes et favorables à la valorisation des actifs immobiliers.

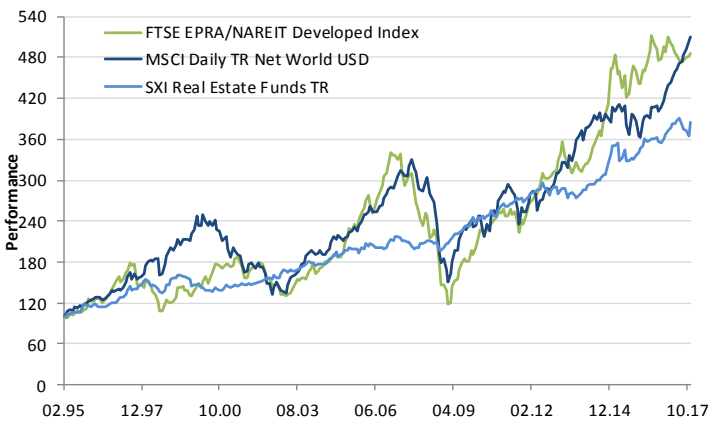
**Marchés immobiliers en monnaies locales**




**Marchés immobiliers européens en monnaies locales**




**Performance long terme : immobilier international, immobilier suisse (CHF) et actions internationales (base 100)**




**INDICES IMMOBILIER INTERNATIONAL** (en monnaies locales)

31.12.2017

| | Name | Last price | Curr. | Total Return Performance 7 d % | 1 m % | 3 m % | 6 m % | YTD % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **GLOBAL** | FTSE EPRA/NAREIT Glb TR | 2687.5 | USD | 1.9 | 1.9 | 4.0 | 6.7 | 15.0 |
| **DEVELOPED** | EPRA/NAREIT Dev TR USD | 4984.9 | USD | 1.6 | 1.5 | 4.1 | 5.2 | 11.4 |
| **DEVELOPED EUROPE** | FTSE E/N Dev Europe | 2244.3 | EUR | 1.4 | 4.7 | 6.1 | 7.8 | 13.3 |
| **EUROZONE** | FTSE E/N Euro Zone | 2676.0 | EUR | 0.8 | 3.3 | 6.7 | 9.2 | 17.8 |
| **USA** | FTSE E/N United States | 2929.4 | USD | 1.4 | -0.2 | 1.8 | 0.8 | 3.9 |
| **DEVELOPED ASIA** | FTSE E/N Dev Asia | 1518.0 | EUR | -0.3 | 0.6 | 3.3 | 2.6 | 2.0 |

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

### Le cycle immobilier américain perd du « momentum »

Le cycle immobilier américain est en avance sur la plupart des autres cycles régionaux. Les prix de l'immobilier (S&P CoreLogic Case-Shiller Index) ont encore progressés de +5.9% en 2017 pour la sixième année consécutive, enregistrant une hausse globale de +45% qui dépasse désormais de +6% en moyenne le niveau atteint avant l'éclatement de la bulle immobilière en 2007. Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt à court terme seront supérieurs à +2% en 2018 et pourraient dépasser +3% pour des échéances de dix ans. Les taux hypothécaires sont déjà au-dessus de 4% (10 ans) et pourraient aussi atteindre 4.5% en fin d'année. Globalement, la hausse du coût de financement pourrait avoir quelques effets contraignants sur la demande et ralentir la hausse des prix. Parallèlement, les effets de la réforme fiscale sur le secteur immobilier seront plutôt négatifs en raison de la diminution des possibilités de défiscalisation des prêts hypothécaires. En ce qui concerne le segment commercial, la croissance des loyers devrait aussi ralentir. L'offre qui devrait arriver sur le marché devrait empêcher une plus forte croissance de loyers. Les taux de croissance des loyers et des prix seront donc encore sensiblement inférieurs à ceux des autres régions et notamment de la zone euro. La contre-performance des valeurs américaines cotées traduit une situation de perte de vitesse du cycle immobilier. En dépit de bonnes perspectives économiques, l'immobilier titrisé américain est certainement en avance sur le cycle de revalorisation.

Malgré un potentiel d'appréciation, le marché américain devrait sous performer les autres marchés développés et émergents au cours des prochains trimestres. Nous recommandons une sous exposition au marché américain dans une stratégie de placement diversifiée internationalement.

### La zone euro bénéficie toujours de meilleures perspectives

En Europe, nous anticipions dans nos précédentes perspectives une accélération de la dynamique économique qui s'est concrétisée et qui semble bien pouvoir encore se renforcer en 2018 et 2019. Nos perspectives positives pour la croissance économique européenne et notamment celles pour les moteurs de la croissance tels que l'Allemagne, l'Espagne et même la France, devraient avoir des effets positifs sur les marchés immobiliers respectifs. Les risques politiques ont diminués, même si plusieurs mois après les élections allemandes la chancelière Angela Merkel peine encore à constituer un gouvernement de coalition. La reprise des négociations entre l'Union Européenne et le gouvernement britannique ont aussi apaisé les tensions politiques sans pour autant totalement effacer l'incertitude liée au Brexit. Pour la zone-euro, il est important de constater que pour l'instant la perspective du Brexit n'a pas de conséquence sur l'appréciation des conditions économiques futures.

L'inflation dans la zone euro reste encore inférieure aux objectifs déclarés de la BCE et si les mouvements attendus pour 2018 se confirment, il est probable cependant que la BCE ne modifie dans un premier temps sa politique monétaire que par un ajustement de ses opérations de rachat de titres. Sur le front des taux d'intérêt, il n'y a donc que peu de risques de voir les taux directeurs remonter en 2018, même de manière modeste. En ce qui concerne les taux longs, nos prévisions sont haussières essentiellement en raison de la corrélation qui devrait subsister entre les marchés de taux des pays développés. Ainsi, même si très clairement la zone euro n'est pas exactement au même point de son cycle économique que les Etats-Unis, les tensions sur les taux longs en dollars se transmettront certainement aux taux longs en euro. L'accélération de la dynamique européenne justifie par ailleurs déjà un réajustement du niveau des taux longs qui sera probablement plus brutal que celui qui affectera le marché américain.

Pour le marché immobilier européen ce contexte économique de l'année 2018 devrait stimuler la demande pour l'immobilier commercial et progressivement réduire les surcapacités dans certaines grandes villes. Le contexte incertain des années précédentes avait plutôt freiné les projets de développement dans un environnement déjà caractérisé par quelques excès de l'offre.

Ces développements permettront une poursuite de la progression des loyers en Europe.

Le changement de tendance sur les taux d'intérêt augmentera certainement les coûts en matière de financement, mais le coût réel (après inflation) et l'absence d'alternative permettront encore au marché immobilier européen d'attirer de nouveaux investisseurs. Nous ne pensons pas que l'évolution des coûts de financement sera suffisante pour freiner en 2018 l'investissement immobilier. L'écart de rendement des placements immobiliers par rapport au rendement des obligations gouvernementales en euro est encore en ce début d'année 2018 à son plus haut niveau des vingt dernières années. En particulier, le « spread » calculé sur les placements immobiliers bénéficiant d'un positionnement de premier ordre se situe à environ 250 points de base, dans les zones moins centrale l'écart de rendement est bien plus élevé et attrayant en comparaison historique. Nous considérons toujours que les placements immobiliers européens offrent donc une alternative très attrayante aux rendements obligataires.

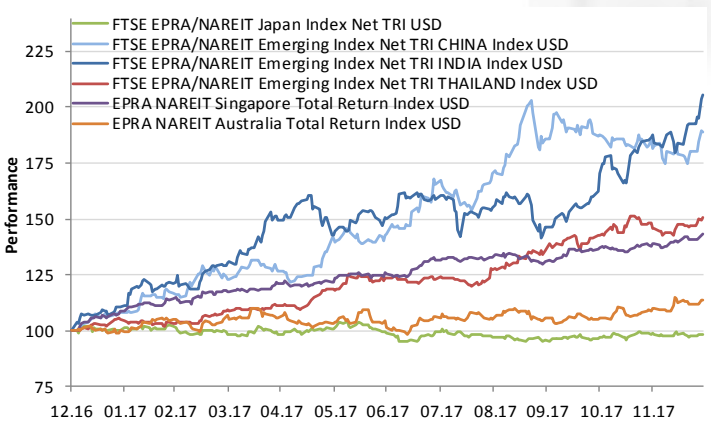
En ce qui concerne l'immobilier titrisé, nous estimons que les risques désormais croissants de moins-value obligataires soutiendront plus largement en 2018 une réallocation des actifs en faveur de l'immobilier dans les portefeuilles institutionnels.

En termes d'allocations régionales, la zone euro devrait encore bénéficier d'un potentiel supérieur de revalorisation des loyers et d'une croissance plus soutenue des prix.

### L'immobilier en Asie profite d'une croissance plus dynamique

En Asie, la croissance économique sera encore solide en 2018, grâce à l'évolution positive de la dynamique régionale. Elle sera encore largement supérieure à celles de l'Europe et des Etats-Unis. mais il sera peu probable d'assister à des hausses significatives de taux d'intérêt. Les perspectives de hausse des loyers sont réelles, bien qu'en partie limitées par l'évolution de l'offre immobilière croissante. Les perspectives de croissance des prix y seront certainement limitées. La progression des loyers en Asie dans le segment bureaux profitera des développements positifs des marchés australiens et indiens. En Chine, les loyers semblent avoir un peu baissé en raison de l'arrivée sur le marché de nouvelles capacités. A Singapour, la demande de relocalisation est restée relativement robuste sans provoquer d'effet notable sur les loyers. A Hong Kong et Tokyo, la demande a cependant un peu faibli. En Inde, la demande de bureaux et de surfaces de vente restera sans doutes solide et soutiendra la progression des loyers. L'Asie profite toujours d'une meilleure dynamique et reste privilégiée dans notre allocation régionale.

**Évolution des marchés immobiliers (USD)**

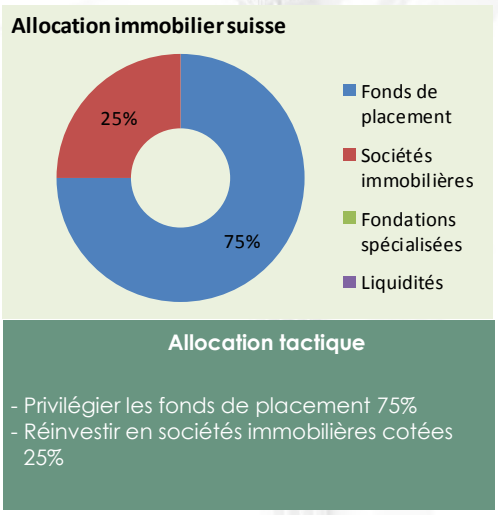



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

## Immobilier suisse

- Les placements immobiliers restent attrayants en 2018
- L'immobilier titrisé offre un rendement légèrement inférieur
- La hausse des taux sera limitée et n'aura pas d'effet sur les prix de l'immobilier en 2018




**Allocation tactique**

- Privilégier les fonds de placement 75%
- Réinvestir en sociétés immobilières cotées 25%

| IMMOBILIER suisse | Expected Return 3mois | 1an |
|---|---|---|
| Fonds de placement | ↗ | ↗ |
| Sociétés immobilières | ↗ | ↗↗ |
| Fondations spécialisées | → | → |
| Liquidités | | |

| ALLOCATION (Portefeuille CHF) | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| sous exposition | | | neutre | surpondération | | |
| --- | -- | - | = | + | ++ | ++ |
| | | | | | | |
| | | | | | | |
| | | | | | | |
| | | | | | | |

### Les placements immobiliers restent attrayants en 2018

Les fonds de placement immobiliers suisse ont finalement enregistré une nouvelle progression de +6.6% en 2017, un peu inférieure à celle des sociétés immobilières cotées (+9.86%), mais sensiblement meilleure que celle obtenue par les fondations immobilières (environ +4%). Ce résultat particulièrement satisfaisant n'a toutefois pas été obtenu sans une certaine volatilité. En effet, la progression déjà importante après six mois a été suivie, tant pour les fonds de placement que pour les sociétés immobilières, d'une période de prises de profits au cours de l'été. Après avoir d'abord suggéré une réduction des risques avant cette période de déclin temporaire pendant l'été, nous estimions ensuite qu'il était à nouveau approprié d' augmenter l'exposition au secteur immobilier suisse de manière sélective pour profiter des cours plus attrayants, ainsi que d'agios moins élevés. La consolidation évoquée des cours de l'immobilier titrisé s'est produite dans un contexte de légère reprise des taux d'intérêt à long terme en Suisse. Mais nous considérons que les fondamentaux n'ont pas été réellement affectés pendant cette période par la hausse très marginale des taux longs d'environ 40 points de base observée en septembre. Elle a temporairement constitué un élément déclencheur à des prises de profits à court terme. Aujourd'hui, les fondamentaux du marché immobilier suisse résidentiel nous semblent toujours favorables à un maintien de certains déséquilibres entre l'offre et la demande.

En ce début d'année 2018, nous maintenons notre vision positive pour l'immobilier suisse comme diversification et alternative la plus appropriée aux obligations sans rendement et recommandons encore de réinvestir dans cet actifs.

### L'immobilier titrisé offre un rendement légèrement inférieur

Les rendements des fonds immobiliers sont désormais un peu inférieurs à 3% alors que le rendement net des placements immobiliers résidentiels est un peu plus élevé. L'écart de rendement avec les obligations à long terme reste très important et séduisant. Nous ne voyons toujours pas de véritable bulle spéculative sur l'immobilier suisse. La demande finale restera solide, mais rationnelle, au cours des prochains trimestres. Le transfert d'allocation d'actifs entre obligations et valeurs immobilières se poursuivra certainement, mais pas à n'importe quel prix.

### La hausse des taux n'aura pas d'effet sur les prix immobiliers en 2018

Les hausses de taux en 2018 seront insuffisantes pour avoir une influence significative sur les prix de l'immobilier et sur les taux de capitalisation. Il ne faut donc pas surestimer les risques de correction des prix des actifs dans cette éventualité.

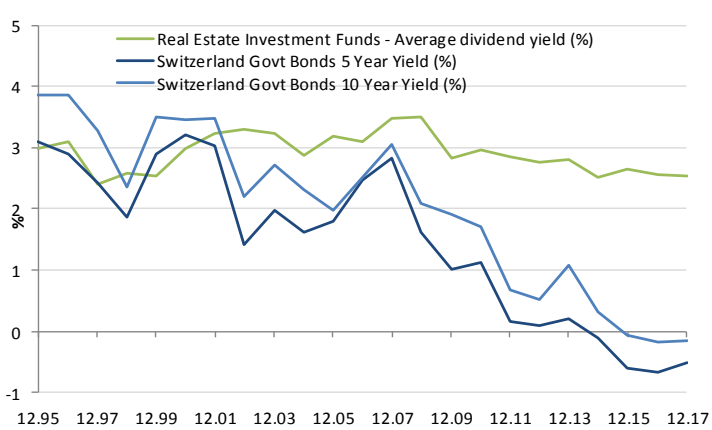
### IMMOBILIER SUISSE

31.12.2017 — Total Return Performance

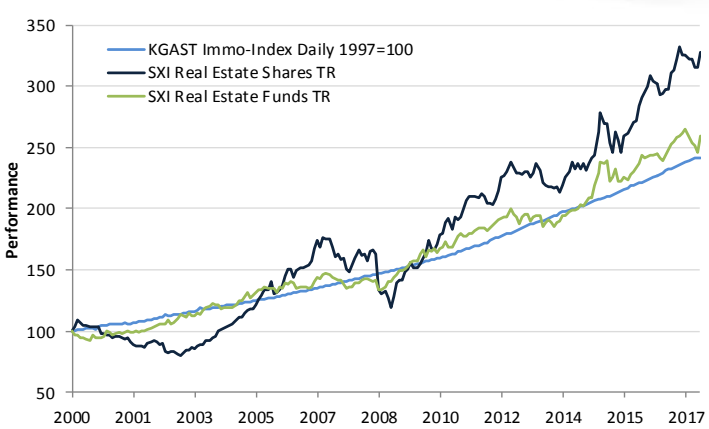
| Name | Last price | 7 d % | 1 m % | 3 m % | 6 m % | YTD % |
|---|---|---|---|---|---|---|
| SXI Real Estate Funds TR | 381.8 | 0.6 | 5.7 | 3.1 | 0.6 | 6.6 |
| SXI Real Estate Idx TR | 2440.6 | 1.3 | 4.5 | 2.0 | 1.3 | 10.1 |
| KGAST Immo-Index* | 270.2 | | | | 2.2 | 4.6 |

* subject to one-month lag

Taux d'intérêt et rendement des fonds immobiliers




Performance de l'immobilier suisse

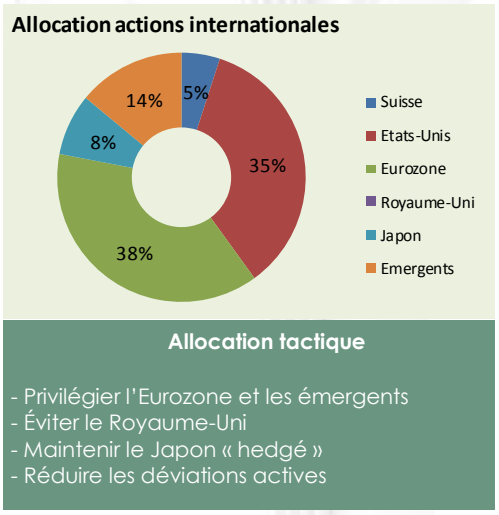



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

## Actions internationales - Régions

- Pressions sur les marges et profits des sociétés américaines
- Contraction des multiples et sous-performance du S&P 500
- Avantage de valorisation pour les actions européennes
- Prendre des profits sur les actions japonaises




**Allocation tactique**

- Privilégier l'Eurozone et les émergents
- Éviter le Royaume-Uni
- Maintenir le Japon « hedgé »
- Réduire les déviations actives

| ACTIONS Régions | Expected Return 3mois | 1an | ALLOCATION (Portefeuille CHF) sous exposition --- | -- | - | neutre = | surpondération + | ++ | ++ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Suisse | ↘ | ↗ | | | | | | | |
| Etats-Unis | ↘ | ↗ | | | | | | | |
| Eurozone | ↘ | ↗ | | | | | | | |
| Royaume-Uni | ↘ | ↗ | | | | | | | |
| Europe | ↘ | ↗ | | | | | | | |
| Japon | ↘ | ↗ | | | | | | | |
| Emergents | ↘ | ↗ | | | | | | | |

### Pressions sur les marges et profits des sociétés américaines

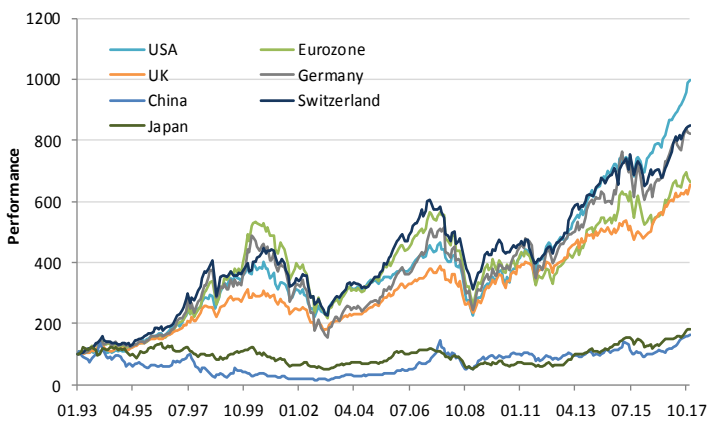
Il semblerait que plus rien ne puisse arrêter la progression des valeurs américaines. Il est vrai que les marges des entreprises sont excellentes et proches de leurs plus hauts historiques à environ 10%. La croissance des profits a aussi été satisfaisante en 2017 et les analystes attendent une nouvelle progression de +11% pour 2018 et +10% en 2019. La valeur globale des bénéfices des entreprises américaines a atteint près de 10% du PIB contre une moyenne historique de 6.5% au cours des 70 dernières années. La répartition de la création de richesse représentée par le PIB a en fait été plus favorable pour les entreprises au cours des dernières années. La masse salariale globale en 2017 était d'environ 43% du PIB, sensiblement moins que la moyenne historique de 47%. L'évolution récente du marché de l'emploi suggère de probables réajustements à venir qui pèseront sans doute sur le niveau des marges et des profits des entreprises. Entre deux tiers et trois quarts des dépenses des entreprises sont représentés par les coûts du travail; une hausse des salaires aura ainsi un effet significatif sur les marges. La croissance des profits des multinationales pourrait donc avoir atteint un sommet et être finalement moins élevée qu'escompté en 2018 et se rapprocher du taux de croissance de l'économie ensuite. La réforme fiscale si positive pour les profits des entreprises pourrait aussi être moins significative pour les multinationales du S&P 500 que pour les entreprises plus domestiques et celles de taille moyenne.

Mais au-delà de la question fondamentale de l'évolution des profits, il faut rappeler que la hausse des actions américaines a surtout été provoquée par une forte phase d'expansion des multiples. Alors que les valeurs américaines se traitaient à moins de 10x les bénéfices en 2009, elles se traitent aujourd'hui à près de 18x les profits. Les phases d'expansion de PE (Price/Earnings) sont en général liées à des périodes de baisses de taux d'intérêt, mais en périodes de hausse de taux on assiste généralement au contraire à des contractions de PE.

### Contraction des multiples et sous-performance du S&P 500

En 2018, la normalisation des politiques monétaires et des taux d'intérêt devrait plutôt constituer un point d'inflexion pour l'évolution des multiples. Il est en effet probable que, quelle que soit l'évolution des profits des entreprises, la hausse des taux d'intérêt mette un terme à cette phase d'expansion de dix ans. Cette expansion de PE, notamment dans le secteur technologique et numérique, a atteint des niveaux extrêmes similaires à ceux observés en 2000 avant l'éclatement de la bulle des valeurs TMT et la correction d'environ 50% du marché global. Le niveau de valorisation de ces valeurs et des GAFA en particulier devrait désormais pour le moins constituer un frein à leurs futures progressions. Le secteur bancaire/ financier, autre poids lourd du S&P 500, pourrait également avoir de nouvelles difficultés à atteindre les résultats escomptés.

**Marchés actions long terme (base 100)**




**Actions chinoises A et B (base 100)**

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

En effet, l'aplatissement de la « yield curve » en cours n'est sans doute pas un facteur favorable pour l'évolution de leurs marges; les déceptions pourraient donc être au rendez-vous. En 2018, le secteur énergie sera certainement l'un des rares à pouvoir réellement présenter des taux de croissance des profits exceptionnels. Mais, compte tenu du poids de ce secteur dans l'indice global, cela n'aura pas l'effet déterminant nécessaire pour soutenir la croissance globale des profits du marché.

En conclusion, la hausse des marchés actions intègre sans doute déjà l'impact favorable attendu par tous de la réforme fiscale sur les profits depuis plus d'un an, alors que nous l'avons évoqué, les multinationales seront certainement moins impactées que les autres entreprises. Nous estimons que les deux effets les moins anticipés à ce jour sont ceux qui pourraient être provoqués par la contraction des marges et celle des PE, lesquelles seraient plutôt de nature à peser sur les cours en 2018.

Nous privilégions une certaine prudence et recommandons une sous-exposition aux valeurs américaines en ce début 2018.

### Avantage de valorisation pour les actions européennes

La phase de revalorisation des actions européennes n'est pas encore terminée. Délaissées, en raison des risques politiques en 2016, les actions européennes ont profité d'une période de revalorisation qui ne leur a pas permis cependant de surperformer en monnaies locales les valeurs américaines dopées par les perspectives de réformes fiscales et par la dynamique des valeurs du numérique au 3ème trimestre notamment. Pourtant, la valorisation des actions européennes n'est pas particulièrement élevée par rapport aux mesures historiques. Elle est même très sensiblement inférieure à celles des titres américains. A 14x les bénéfices 2018, la valorisation des titres européens présente aujourd'hui un discount de 4 points de valorisation par rapport aux actions américaines (PE 2018 de 18x). La survalorisation des titres américains de 30% par rapport aux valeurs européennes ne nous semble pas justifiée dans le contexte macroéconomique de l'année 2018, également favorable aux valeurs européennes.

En termes de rendement du dividende, les valeurs européennes semblent également beaucoup plus attrayantes en offrant un rendement de 4.3%, soit deux fois plus que celui distribué par les titres américains (2%). Le consensus de croissance des profits est désormais beaucoup plus optimiste, à juste titre selon nous, puisque l'amélioration de la situation économique de la zone euro est de plus en plus tangible. Le redressement de la croissance et de la profitabilité des entreprises sont des éléments clés auxquels viennent s'ajouter d'autres facteurs favorables comme la réduction des grandes incertitudes politiques et systémiques et l'amélioration des conditions du secteur bancaire, entre autres. Ces éléments améliorent l'attrait des valeurs européennes qui devraient bénéficier du retour des investisseurs étrangers. La croissance des bénéfices par action en zone euro est désormais de plus en plus proche de celle des sociétés américaines pour 2018 (+10.5% contre +11.9%). Nous estimons que l'écart de valorisation n'est de loin pas justifié. Le discount actuel d'environ 30% en faveur des actions européennes devrait être réduit au moins de moitié en 2018.

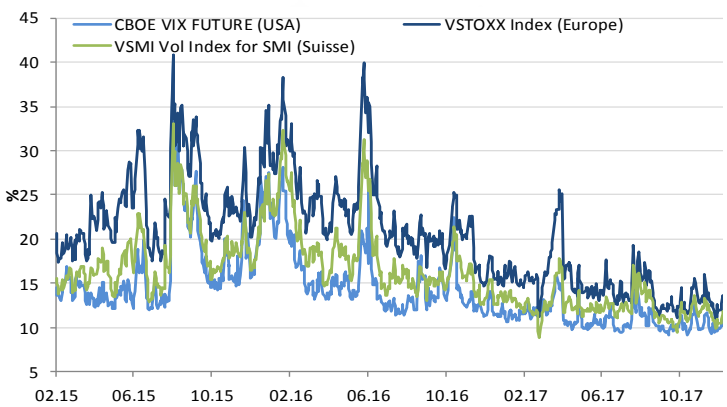
Les actions européennes devraient ainsi assez sensiblement surperformer les valeurs américaines en 2018 en monnaies locales.

### Poursuite de la consolidation du marché des actions au Royaume-Uni

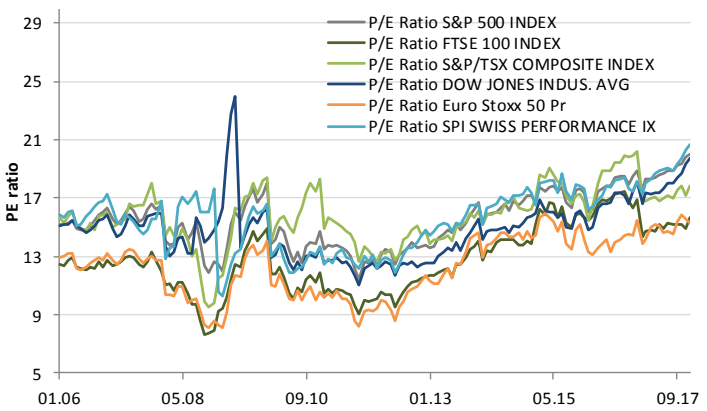
Le marché britannique est entré dans une longue phase de consolidation horizontale en 2017 qui pourrait durer encore quelques mois. La performance en monnaies locales n'est que d'environ +2% depuis le début de l'année, un résultat nettement en retrait de ceux réalisés par la plupart des marchés de l'UE. A environ 14x les profits 2018, le marché britannique reste encore légèrement plus cher, mais son rendement est désormais similaire (4.3%). La stabilisation de la livre a stoppé la progression des valeurs britanniques comme nous l'attendions.

Nous recommandons toujours la prudence à l'égard de ce marché, qui pourrait ultérieurement être pénalisé par les effets plus perceptibles des négociations du Brexit sur les résultats des entreprises.

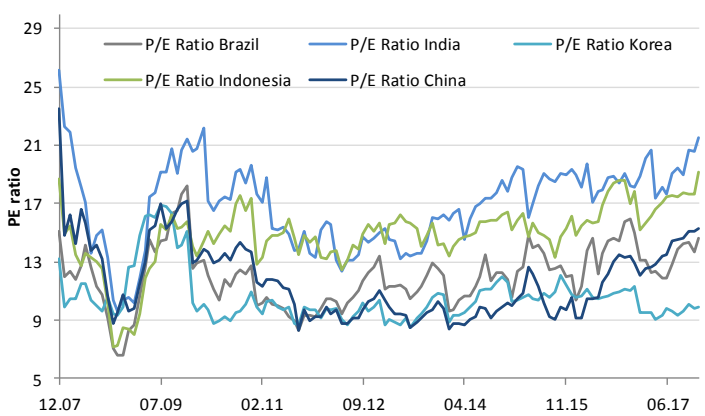
**Indicateurs de volatilité (USA, Europe, Suisse)**



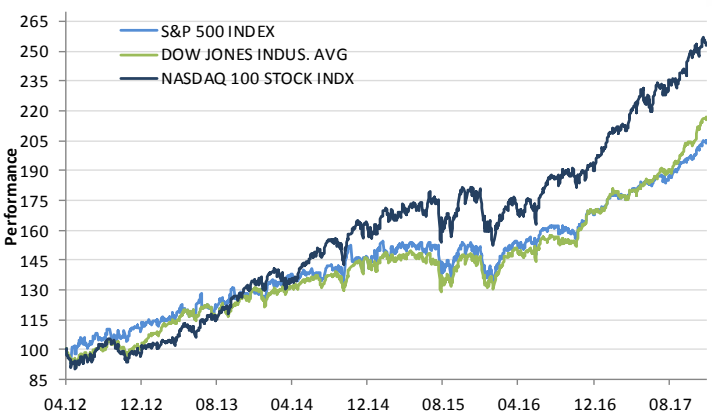

**PE des marchés développés**




**PE des marchés émergents**




**Marchés actions US (base 100)**




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

### Prendre des profits sur le Nikkei

Nous estimions en début d'année qu'une accélération de la croissance des profits des entreprises nippones était hautement probable, en raison notamment de la reprise du cycle économique mondial et de l'affaiblissement du yen. Les résultats publiés ont effectivement été meilleurs que prévus et l'on assiste donc logiquement désormais à des révisions de bénéfices en hausse permettant d'espérer une poursuite de la hausse des profits pour l'exercice au 31 mars 2018 probablement supérieure aux 13 à 15% attendus par le consensus dans un contexte de « forward guidance » certainement un peu prudent. Les dividendes des sociétés cotées qui devraient être distribués pourraient encore progresser pour la cinquième année consécutive. Nous avions évoqué, il y a quelques mois, le fait qu'une baisse du yen serait sans doute le facteur le plus déterminant dans la prochaine phase de hausse de l'indice Nikkei, pouvant pousser les valeurs japonaises vers leurs plus hauts niveaux atteints en 2015. C'est désormais largement le cas, puisque le Nikkei a dépassé de +8.5% le précédent sommet de 21'000 points. Cette hausse extraordinaire (+12%) enregistrée depuis notre dernière prévision du mois de septembre porte la progression YTD à +19.1% en monnaie locale, soit un peu moins que le résultat obtenu par l'indice S&P 500 (+19.4%). En comparaison internationale, les actions japonaises se traitent désormais à 19x les bénéfices attendus pour mars 2018 (17x 2019), ce qui pourrait être raisonnable compte tenu de la probabilité de surprises positives pour l'exercice complet. Leur valorisation est en fait similaire à celle des valeurs américaines. Les bilans sont dans l'ensemble solides et les changements apportés par une meilleure gouvernance sont notables. Il faut cependant garder à l'esprit que la future progression du Nikkei reste, en partie au moins, tributaire du maintien d'un taux de change affaibli contre le dollar. Le risque monétaire est donc à prendre en considération dans une exposition globale aux valeurs japonaises. Le marché offre encore des opportunités de surprises positives et de réajustement des anticipations au cours des prochains trimestres. Cependant, dans un contexte de marchés actions plutôt richement valorisés, nous considérons approprié d'engager un processus de prises de profits dans l'attente de meilleures opportunités.

### Prises de profits tentantes sur les marchés émergents

Les marchés émergents (+37.5%) ont largement surperformé les marchés développés (+22.4%) depuis le début de l'année sur la base de fondamentaux en nette amélioration. Les perspectives de croissance y sont souvent nettement supérieures à celles des pays développés et l'amélioration de la confiance profite à la prise de risque et à la diversification en dehors des marchés développés. Ce sont avant tout les marchés émergents asiatiques qui ont le mieux profité de l'amélioration des perspectives de croissance mondiale. La Chine enregistre un résultat exceptionnel de +51.2% et devance l'Inde en hausse de +37% en dollars. Nous estimons que les perspectives peuvent encore justifier une exposition aux valeurs émergentes mais, dans le contexte de prises de profits attendues dans les marchés développés, nous suggérons une exposition réduite.

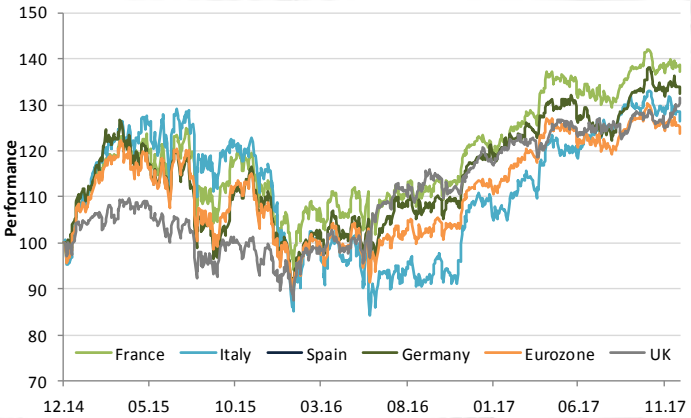
**INDICES ACTIONS - REGION** (en monnaies locales)

31.12.2017 — Total Return Performance

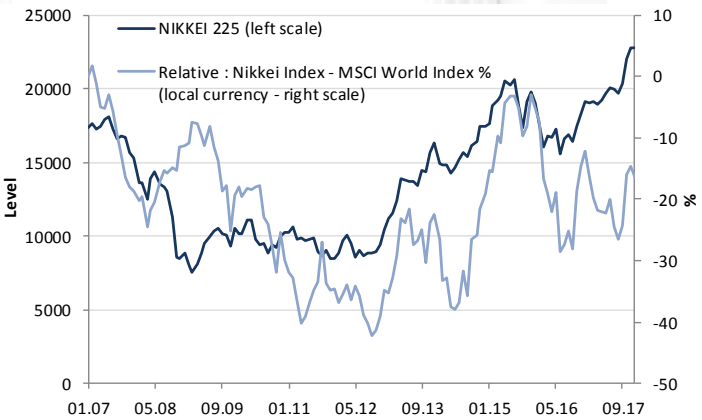
| | Name | Last price | Curr. | 7 d % | 1 m % | 3 m % | 6 m % | YTD % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ACTIONS SUISSES | SPI Swiss Performance Index | 9443.1 | CHF | 0.0 | 1.3 | 2.0 | 5.5 | 19.9 |
| ACTIONS SUISSES SMALL-MID CAPS | SPI Extra Total Return | 2903.8 | CHF | 0.2 | 2.3 | 4.5 | 9.8 | 29.7 |
| ACTIONS EUROPEENNES | STXE 600 € Pr | 394.6 | EUR | -0.3 | 1.5 | 0.1 | 2.6 | 11.2 |
| ACTIONS EUROPEENNES SMALL-MID CAPS | MSCI Europe Small Cap Net TR E | 352.7 | EUR | 0.8 | 3.0 | 2.2 | 7.7 | 19.0 |
| ACTIONS UK | FTSE All-Share Index | 3595.9 | GBP | 1.3 | 5.2 | 4.1 | 6.7 | 13.1 |
| ACTIONS US | S&P 500 Index | 2673.6 | USD | -0.3 | 1.3 | 6.2 | 11.1 | 21.8 |
| ACTIONS US SMALL-MID CAPS | RUSSELL 2500 | 606.1 | USD | -0.1 | 0.6 | 4.2 | 9.5 | 16.8 |
| ACTIONS JAPON | NIKKEI 225 | 22764.9 | JPY | -0.5 | -0.1 | 11.7 | 14.6 | 21.3 |
| ACTIONS JAPON SMALL-MID CAPS | Russell/Nomura Mid-Small Cap I | 936.1 | JPY | -0.1 | 2.0 | 9.5 | 15.3 | 25.4 |
| ACTIONS ASIATIQUES EX JAPAN | MSCI AC Asia Pac Ex Japan | 569.6 | USD | 1.3 | 3.2 | 7.5 | 15.1 | 37.5 |
| ACTIONS ASIATIQUES EX JAPAN SMALL-MID CAPS | MSCI AC Asia Pacific Ex Japan Small Cap | 1088.9 | USD | 1.8 | 3.2 | 9.4 | 14.3 | 29.5 |
| ACTIONS EMERGENTES | MSCI EM | 910.4 | USD | 1.6 | 3.9 | 7.2 | 16.3 | 37.5 |
| ACTIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES (USD) | MSCI Daily TR Net World | 4693.2 | USD | 0.2 | 1.7 | 5.3 | 10.5 | 22.4 |

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

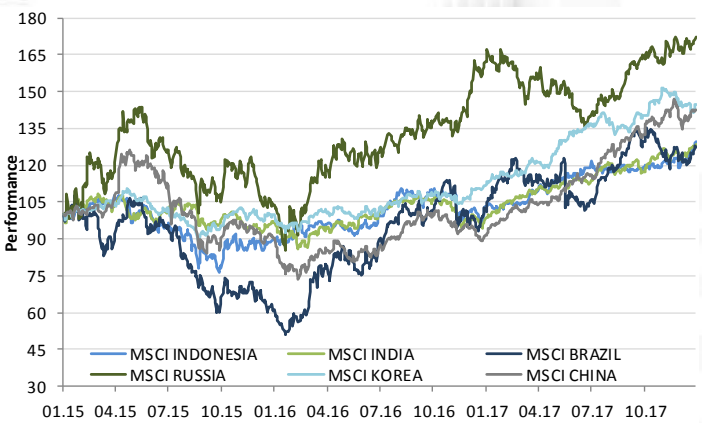
Marchés actions (base 100)



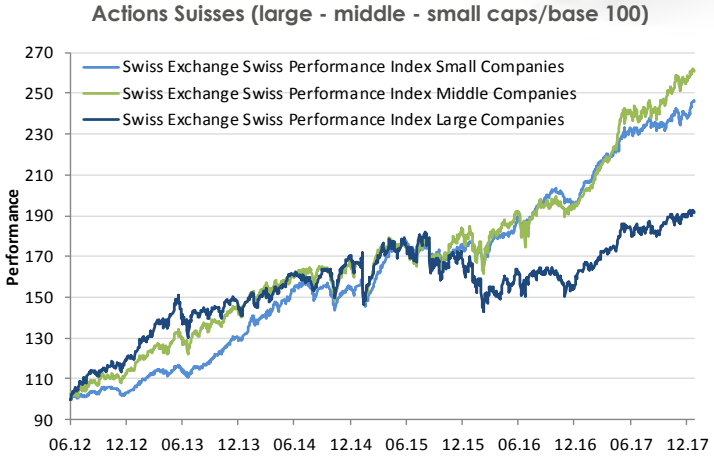

Marchés actions Japon VS MSCI Monde




Marchés actions émergentes (base 100)




Actions Suisses (large - middle - small caps/base 100)

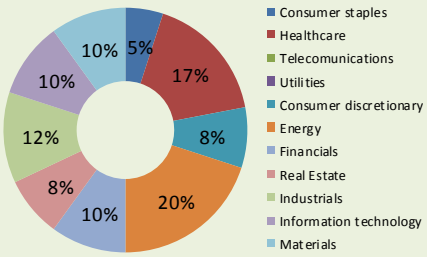


# PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

## Actions internationales - Secteurs

- Privilégier les valeurs cycliques, industrielles et matériaux
- Valorisation excessives des titres technologiques et des GAFA
- Retour en grâce des valeurs de substance
- Surprises positives et croissance supérieure des EPS pour l'énergie

**Allocation actions internationales**




**Allocation tactique**

- Sous-pondérer les valeurs du numérique
- Surpondérer les valeurs de substance
- Surpondérer l'énergie et les matériaux et l'immobilier

| ACTIONS Secteurs | Expected Return 3mois | 1an | ALLOCATION (Portefeuille CHF) sous exposition --- | -- | - | neutre = | surpondération + | ++ | ++ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Consumer staples | ↘ | ↗ | | | | | | | |
| Healthcare | → | ↗ | | | | | + | | |
| Telecommunications | ↘ | → | | | - | | | | |
| Utilities | ↘ | → | | | - | | | | |
| Consumer discretionary | → | ↗ | | | | = | | | |
| Energy | ↗ | ↗↗ | | | | | | ++ | |
| Financials | → | ↗ | | | - | | | | |
| Real Estate | ↗ | ↗ | | | | | | + | |
| Industrials | → | ↗ | | | | | + | | |
| Information technology | ↘ | ↗ | | | - | | | | |
| Materials | ↗ | ↗↗ | | | | | + | | |

### INDICES ACTIONS - SECTEUR

31.12.2017 — Total Return Performance

| Sector | Name | Last price | Curr. | 7 d % | 1 m % | 3 m % | 6 m % | YTD % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| CONSUMER DISCRETIONARY | MSCI WORLD/CONS DIS | 200.9 | USD | -0.1 | 2.6 | 7.6 | 11.6 | 24.2 |
| CONSUMER STAPLES | MSCI WORLD/CON STPL | 208.3 | USD | 0.7 | 2.2 | 5.9 | 5.9 | 17.8 |
| ENERGY | MSCI WORLD/ENERGY | 206.3 | USD | 1.1 | 4.0 | 7.1 | 15.0 | 5.9 |
| FINANCIALS | MSCI WORLD/FINANCE | 105.4 | USD | 0.2 | 2.3 | 5.5 | 10.4 | 23.5 |
| HEALTHCARE | MSCI WORLD/HLTH CARE | 222.5 | USD | 0.2 | 0.3 | 0.1 | 3.6 | 20.4 |
| INDUSTRIALS | MSCI WORLD/INDUSTRL | 196.5 | USD | 0.5 | 2.6 | 5.0 | 11.0 | 25.9 |
| MATERIALS | MSCI WORLD/MATERIAL | 208.5 | USD | 1.4 | 4.5 | 7.4 | 16.6 | 29.5 |
| REAL ESTATE | MSCI WORLD/REAL ESTATE | 192.1 | USD | 1.5 | 0.9 | 4.9 | 6.5 | 15.6 |
| TECHNOLOGY | MSCI WORLD/INF TECH | 145.5 | USD | -0.9 | 0.6 | 8.3 | 18.7 | 38.7 |
| TELECOMMUNICATION | MSCI WORLD/TEL SVC | 71.1 | USD | 0.1 | 1.5 | 2.4 | 6.0 | 6.8 |
| UTILITIES | MSCI WORLD/UTILITY | 113.8 | USD | 0.6 | -4.2 | -0.3 | 3.6 | 14.8 |

Le renforcement de la croissance mondiale en 2018 devrait encore soutenir une progression générale des profits des sociétés. Les secteurs plus cycliques bénéficieront plus nettement que les autres de cette situation. Le changement de paradigme en matière de politique monétaire au niveau mondial et un environnement plus négatif pour l'évolution des taux d'intérêt devrait peser sur les résultats des banques en raison notamment de l'aplatissement des « yield curves ».

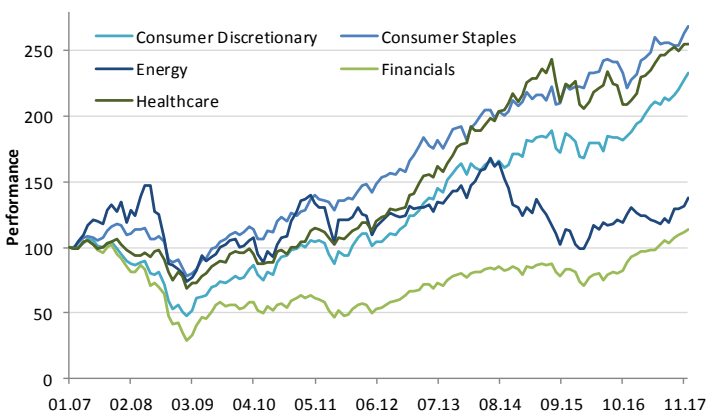
Les **valeurs de croissance** devraient perdre du « momentum » au profit des **valeur de substance** et des secteurs cycliques dans la phase actuelle du cycle économique mondial.

Le secteur **finance & assurances** devrait plutôt subir quelques révisions à la baisse des profits attendus, nous maintenons donc l'exposition sous-pondérée à ce secteur au profit du secteur **immobilier** qui offre une meilleure visibilité. Les niveaux de valorisation des valeurs phares du **numérique** restent élevés et suggèrent encore une position sous-pondérée. Nous conservons aussi une exposition réduite en valeurs du secteur **technologique.**

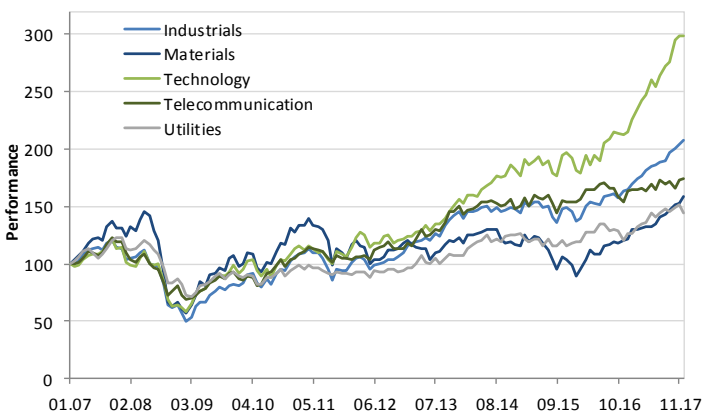
Les secteurs **industriels, énergie** et les **matériaux de base** présentent selon nous les meilleures opportunités de croissance et de revalorisation des bénéfices en 2018. Ces secteurs sont privilégiés dans notre diversification sectorielle et sont donc encore surpondérés. Parmi les secteurs cycliques, le secteur de l'**énergie** demeure selon nous le plus sous-évalué au vu des surprises positives et des perspectives favorables des cours de l'énergie, et mérite donc une exposition plus importante.

Dans les valeurs défensives, les titres de la **santé** sont favorisés.

**Performance des secteurs MSCI World (base 100)**




**Performance des secteurs MSCI World (base 100)**

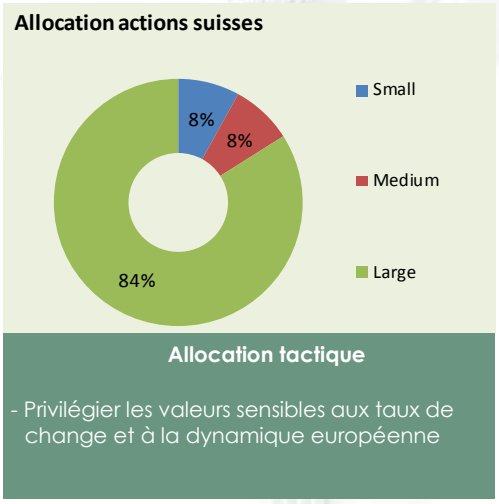



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

## Actions Suisses

- Perspectives positives limitées par le niveau de valorisation
- Consensus des prévisions « bottom up » trop prudent ?
- Les risques de correction reposent sur des facteurs externes




| ACTIONS Capitalisations | Expected Return | |
|---|---|---|
| | 3mois | 1an |
| Small | ↗ | ↗ |
| Medium | ↗ | ↗ |
| Large | ↗ | ↗ |

| ALLOCATION (Portefeuille CHF) | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| sous exposition | | | neutre | surpondération | | |
| --- | -- | - | = | + | ++ | ++ |
| | | | | | | |
| | | | | | | |
| | | | | | | |

### Perspectives positives mais limitées par le niveau de valorisation

Les actions suisses ont terminé l'année sur une progression globale de +19.9% essentiellement réalisée au cours des cinq premiers mois (+14.5%) avant un longue période de stabilisation, puis pendant les six dernières semaines de l'année (+3.5%). La progression des valeurs suisses en 2017 a été soutenue par une relance de la croissance organique des ventes et des profits, par l'amélioration des conditions économiques internationales et finalement par l'affaiblissement du franc suisse contre l'euro. Ces facteurs macroéconomiques devraient certainement se maintenir et développer des effets positifs pour les sociétés suisses en 2018. L'évolution positive de l'économie mondiale et des taux de change contre franc suisse resteront des facteurs importants pour l'évolution des bénéfices en 2018. Mais le niveau de valorisation actuel de 16.7x les profits 2018 est déjà un peu élevé en comparaison historique (moyenne des dix dernières années à 15x). Il est certes encore un peu tôt en Suisse pour évoquer les risques de retournement de cycle d'expansion des multiples vers une prochaine phase de contraction, mais le renversement de tendance des politiques monétaires internationales et des taux d'intérêt interviendra également en Suisse avec les même effets sur les ratios de valorisation. Nous n'envisageons pas en 2018 une poursuite de la progression du ratio cours/bénéfice pour le SPI et préférons considérer essentiellement l'évolution des bénéfices comme principal facteur déterminant l'évolution des cours.

### Consensus des prévisions « bottom up » trop prudent ?

Le consensus des prévisions de croissance « bottom up » ne laisse aujourd'hui que peu de place pour une progression des bénéfices, des dividendes et surtout des cours des titres suisses. Les titres du SMI ont en effet atteint dans la plupart des cas les objectifs moyens de cours des analystes suisses. Ce constat ne semble pas favorable à une poursuite de la hausse des indices suisses, mais le consensus n'a peut-être pas encore pris en compte le facteur monétaire de manière adéquate. L'appréciation de l'euro n'est en effet certainement pas suffisamment intégrée dans les perspectives de croissance. Nos prévisions de taux de change publiées au lendemain du 15 janvier 2015 suggéraient déjà un rebond de la devise européenne vers 1.20, mais nous constatons que l'appréciation attendue s'est matérialisée en 2017 à la surprise de la plupart des prévisionnistes et analystes. Le renforcement de la croissance en zone euro devrait aussi développer des effets plus importants en 2018 sur les résultats des titres suisses, qui pourraient donc bénéficier de futurs réajustements d'estimations de croissance pour 2018.

### Ne pas négliger le rendement de 3%

Le rendement du dividende des titres suisses est encore de 3% en moyenne. Ce rendement est attrayant en comparaison historique mais aussi au regard du rendement des obligations suisses toujours proche de zéro. Un certain nombre de sociétés suisses importantes présentent de niveaux de rendement plus élevés et sont de ce fait relativement intéressantes.

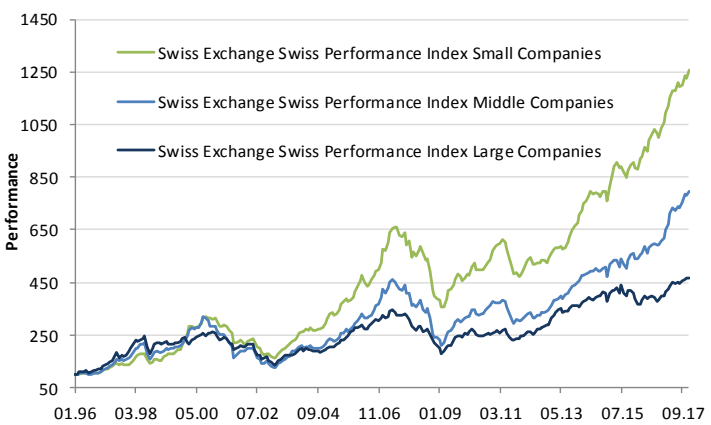
### Les risques de correction reposent sur des facteurs externes

Nous maintenons nos perspectives positives pour les actions suisses en 2018, mais il nous semble qu'il est désormais de plus en plus probable que l'on assiste à une consolidation significative et temporaire des cours. L'élément déclencheur des prises de profits sur le marché suisse devrait plus probablement être un facteur externe qu'une cause domestique.

**ACTIONS SUISSES - Capitalisations**

31.12.2017 — Total Return Performance

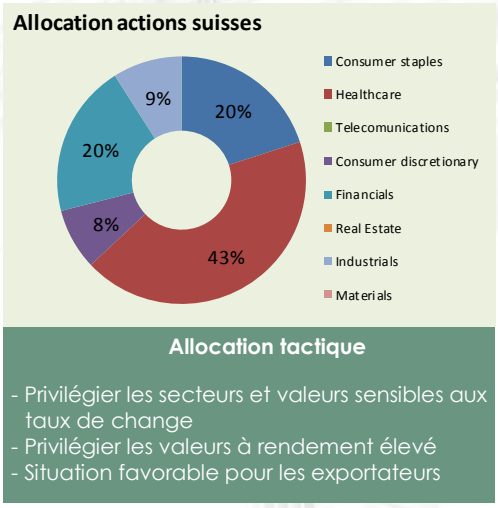
| Name | Last price | 7 d % | 1 m % | 3 m % | 6 m % | YTD % |
|---|---|---|---|---|---|---|
| SPI SWISS PERFORMANCE IX | 10751.5 | 0.0 | 1.3 | 2.0 | 5.5 | 19.9 |
| SPI SMALL COMPANIES INDX | 27688.0 | 0.6 | 3.0 | 4.4 | 6.4 | 21.1 |
| SPI MIDDLE COMPANIES IDX | 16559.3 | 0.1 | 2.5 | 4.5 | 9.7 | 30.7 |
| SPI LARGE COMPANIES INDX | 9990.8 | -0.1 | 1.0 | 1.4 | 4.7 | 17.8 |




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# Actions Suisses - Secteurs

| ACTIONS SUISSES Secteurs | Expected Return 3mois | 1an | ALLOCATION (Portefeuille CHF) sous exposition --- | -- | - | neutre = | surpondération + | ++ | ++ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Consumer staples | → | ↗ | | | | | | | |
| Healthcare | → | ↗ | | | | | | | |
| Telecommunications | → | ↗ | | | | | | | |
| Consumer discretionary | → | ↗ | | | | | | | |
| Financials | → | ↗ | | | | | | | |
| Real Estate | → | ↗ | | | | | | | |
| Industrials | → | ↗ | | | | | | | |
| Materials | → | ↗ | | | | | | | |




**Allocation tactique**

- Privilégier les secteurs et valeurs sensibles aux taux de change
- Privilégier les valeurs à rendement élevé
- Situation favorable pour les exportateurs

### Valeurs sensibles à la dynamique de redressement du cycle européen

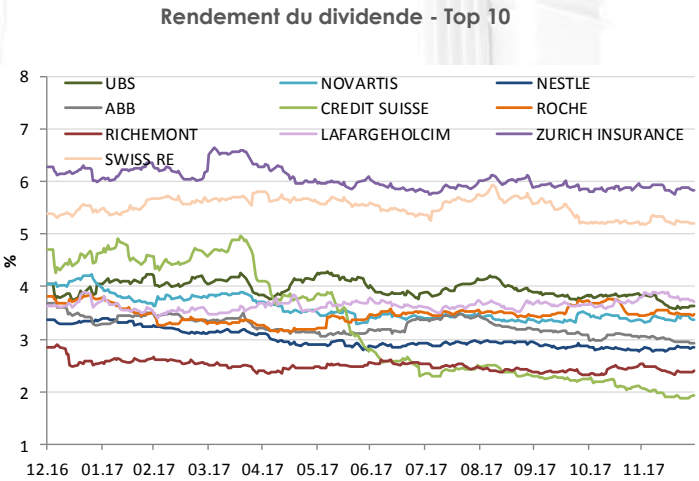
En 2017, c'est avant tout le renforcement du cycle économique américain qui a développé des effets positifs sur les revenus des entreprises suisses. En 2018, nous estimons que le redressement du cycle européen aura certainement plus d'impact sur la croissance des ventes et des profits des sociétés suisses. Le dynamisme conjoncturel européen devrait encore accélérer et influencer favorablement les échanges économiques et la croissance en Suisse. L'économie suisse sera stimulée en 2018 par ce dynamisme et un retour positif des effets de change. Ces développement seront avant tout profitables aux exportateurs au sens large et en particulier aux exportateurs de biens d'équipement. Les plus grandes valeurs de la cote profiteront aussi de l'impact global du renforcement de la conjoncture mondiale. Les valeurs domestiques profiteront aussi d'une croissance plus solide et d'un sentiment plus optimiste qui soutiendra l'investissement et la consommation.

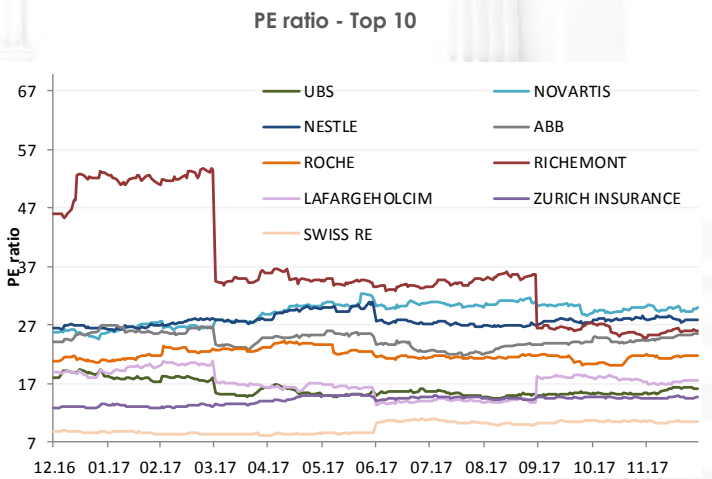
### Valeurs sensibles aux taux de change

En 2018, les valeurs exposées à la zone euro bénéficieront certainement plus du processus de revalorisation de l'euro que cela n'a été le cas en 2017, même si la dynamique devait ralentir et si le taux de change devait se stabiliser au niveau de 1.20. Celles plus exposées au dollar devraient également profiter d'une reprise du billet vert. La faiblesse plutôt généralisée du franc en 2018 aura des effets positifs plus larges pour l'ensemble de la cote suisse.

### Titres à rendement élevé

Les valeurs suisses présentant des caractéristiques de rendement élevé et de croissance devraient aussi profiter de l'attrait relatif qu'il représente en regard du faible rendement obligataire qui persistera en 2018.

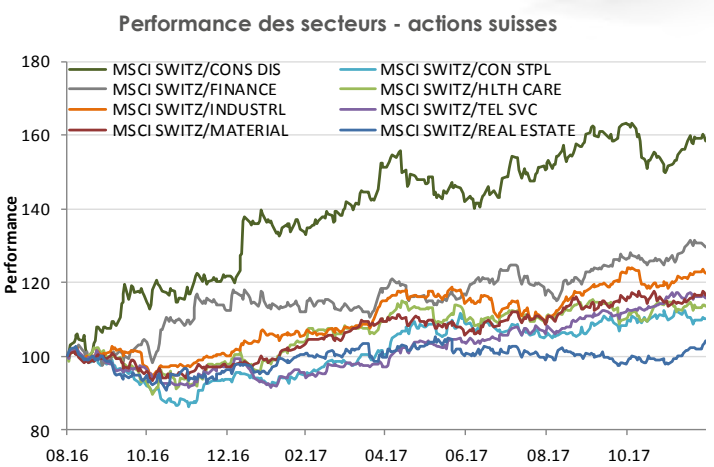



## ACTIONS SUISSES - SECTEURS

31.12.2017 — Total Return Performance

| Name | Last price | 7 d % | 1 m % | 3 m % | 6 m % | YTD % |
|---|---|---|---|---|---|---|
| MSCI SWITZ/CONS DIS | 349.2 | -0.4 | 4.5 | -1.2 | 11.2 | 30.3 |
| MSCI SWITZ/CON STPL | 276.8 | 0.3 | 0.4 | 2.4 | 1.7 | 17.8 |
| MSCI SWITZ/FINANCE | 61.6 | -0.8 | 3.2 | 5.5 | 8.5 | 15.3 |
| MSCI SWITZ/HLTH CARE | 145.2 | 0.2 | -1.0 | -1.5 | 2.9 | 15.8 |
| MSCI SWITZ/INDUSTRL | 200.0 | -0.2 | 3.5 | 3.5 | 6.9 | 22.4 |
| MSCI SWITZ/MATERIAL | 294.1 | 0.1 | 2.7 | 3.1 | 9.1 | 20.2 |
| MSCI SWITZ/REAL ESTATE | 1040.5 | 2.1 | 6.5 | 3.6 | 4.0 | 8.0 |
| MSCI SWITZ/TEL SVC | 98.0 | -0.2 | 0.0 | 4.5 | 10.7 | 19.4 |

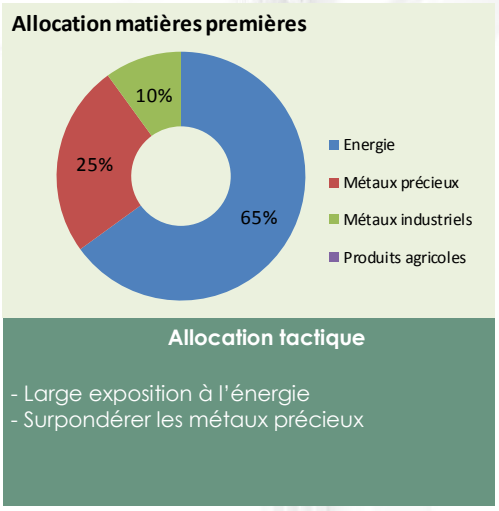



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

## Matières premières

- Surperformance en phase d'accélération du cycle économique
- Diminution de la dynamique positive pour les métaux industriels
- Nette amélioration des fondamentaux pour le pétrole
- Les métaux précieux profiteront du flux des investissements en ETF




**Allocation tactique**

- Large exposition à l'énergie
- Surpondérer les métaux précieux

| MATIERES PREMIERES | Expected Return | | ALLOCATION (Portefeuille CHF) | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | sous exposition | | | neutre | surpondération | | |
| | 3mois | 1an | --- | -- | - | = | + | ++ | ++ |
| Energie | ↗ | ↗↗ | | | | | | | |
| Métaux précieux | ↗ | ↗↗ | | | | | | | |
| Métaux industriels | ↗ | ↗↗ | | | | | | | |
| Produits agricoles | → | ↗ | | | | | | | |

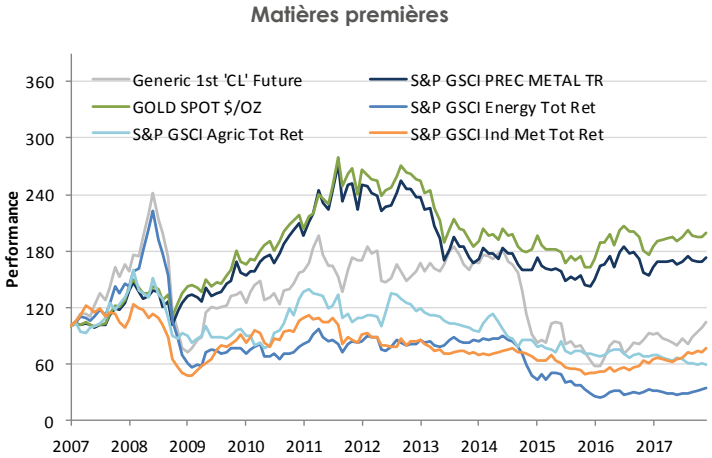
### Surperformance des matières premières dans la phase actuelle du cycle conjoncturel

Après six années de performances négatives et le plus long « bear market » depuis les années 70, les matières premières enregistrent enfin depuis 2016 des performances positives. Il est vrai que celles-ci sont encore modestes en comparaison historique, mais l'intensification de l'activité économique mondiale en 2018 devrait créer des conditions particulièrement positives pour l'évolution des prix des matières premières. Généralement considéré comme un actif financier de fin de cycle économique, les matières premières surperforment effectivement les marchés obligataires et les marchés actions en phase d'accélération conjoncturelle. Dans le cycle économique actuel, la convergence des cycles régionaux s'est enfin mise en place sous l'impulsion de la reprise américaine. La demande de matières premières devrait donc croître dans ce contexte alors que depuis plusieurs années, les investissements ont fortement été réduits. La chute du CAPEX n'a pas seulement touché le secteur énergétique, mais il a largement affecté le secteur des matériaux de base et des métaux précieux, créant de ce fait les conditions d'une stabilisation et même d'une diminution des capacités de production et de l'offre. L'accélération attendue de la conjoncture en 2018 devrait largement profiter aux diverses matières premières, aux matériaux de base et aux produits énergétiques. En tant que classe d'actifs, il est important de souligner les mérites historiques de la diversification en matières premières en raison de la corrélation plutôt négative avec les actions et les obligations. A long terme, la performance annualisée est d'environ +7%, mais ce résultat a été sensiblement réduit par la contre-performance de l'année 2008 (-49.65%) et de la période 2014-2015 (-58%). En périodes glissantes de dix ans depuis 1970, les matières premières ont enregistré une hausse moyenne annualisée de +7%, sans aucun résultat négatif à l'exception des quatre dernières séquences affectées par la chute de 2014-2015.

Le cycle économique actuel est donc favorable à un retour de la surperformance des matières premières par rapport aux autres classes d'actifs et par rapport à ses propres performances historiques moyennes.

### Diminution de la dynamique positive pour les métaux industriels

Les métaux industriels ont encore tiré leur épingle du jeu en 2017 et surperformé l'indice global grâce à une progression de +26%. (Bloomberg Base Metals SPCI). La plupart des métaux de base ont enregistré des hausses de plus de +10%, reflétant de ce fait un environnement global très solide au-delà des spécificités des conditions de marché respectives. La faiblesse du dollar a certainement été un facteur de soutien, même si la hausse des métaux est intervenue au second semestre. Les métaux industriels sont souvent considérés comme un indicateur de la vigueur de l'économie mondiale, rien d'étonnant donc de constater qu'ils ont profité en 2017 de l'alignement des cycles conjoncturels régionaux que nous avions annoncé. En 2018, les taux de croissance des économies chinoise et indienne seront des facteurs de soutien importants pour la demande globale de matières premières. La question de la sécurisation de l'approvisionnement de matières premières est cruciale pour la Chine qui poursuivra ses efforts de contrôle sur ses sources tout en renforçant son pouvoir d'influence. Nous attendons une évolution positive des cours des métaux industriels en 2018, qui devrait toutefois perdre un peu de « momentum » et de dynamique.




**INDICES MATIERES PREMIERES** (en USD)

| 31.12.2017 | | | | Total Return Performance | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| N° ISIN | Name | Last price | Curr. | 7 d % | 1 m % | 3 m % | 6 m % | YTD % |
| | MSCI Daily TR Net World USD | 5928.59 | USD | 0.22 | 1.74 | 5.29 | 10.46 | 22.40 |
| GLOBAL | S&P GSCI Tot Return Indx | 2556.7 | USD | 3.1 | 3.1 | 11.4 | 16.2 | 5.8 |
| WTI CRUDE | Generic 1st 'CL' Future | 60.4 | USD | 3.3 | 3.5 | 19.5 | 28.4 | 12.5 |
| BRENT OIL | Generic 1st 'CO' Future | 66.9 | USD | 2.5 | 4.9 | 19.2 | 34.8 | 17.7 |
| NATURAL GAS | Generic 1st 'NG' Future | 3.0 | USD | 10.7 | -3.5 | 1.3 | 0.1 | -20.7 |
| OR | GOLD SPOT $/OZ | 1303.1 | USD | 2.2 | 1.8 | 2.5 | 6.5 | 13.1 |
| ARGENT | Silver Spot $/Oz | 16.9 | USD | 3.7 | 3.0 | 2.1 | 5.3 | 6.3 |
| AGRICULTURE | S&P GSCI Agric Indx Spot | 282.1 | USD | 1.0 | -1.4 | 1.0 | -7.6 | -3.0 |
| INDUSTRIAL METALS | S&P GSCI Ind Metal Spot | 394.0 | USD | 2.4 | 6.5 | 9.1 | 19.9 | 31.0 |

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

### Nette amélioration des fondamentaux pour le pétrole

Dans le segment énergie, l'offre de brut s'est enfin stabilisée en 2017 grâce à l'action décisive menée par les pays de l'OPEP et la Russie qui se sont engagés à maintenir une politique de limitation de l'offre en 2018. Aux Etats-Unis, la production s'est également stabilisée à environ 9.5 millions de barils par jour, malgré une relance de la production de pétrole non conventionnel. La consolidation des cours du brut autour de 50$ le baril a certainement profité aux producteurs « shale oil » qui ont augmenté en 2017 de 1.6 millions de barils leur production globale aux Etats-Unis. Dans ce contexte, l'offre globale mondiale est pourtant en phase de stabilisation alors que la demande mondiale a progressé en 2017 de 1.3 millions de barils par jour.

En 2018, nous estimons que la demande pourrait déjà dépasser le niveau de l'offre et soutenir une poursuite de la hausse des cours, qui sera accompagnée par une tendance régulière de réduction des inventaires. La hausse de la demande devrait en effet être supérieure à la capacité d'augmentation de la production américaine de pétrole de schiste en particulier. La production de « shale oil » pourrait à terme s'accroître de 500 millions de barils en 2018 sans modifier cette perspective d'un retour à un déficit de l'offre.

La demande globale sera encore en 2018 très influencée par l'évolution de la demande chinoise de brut. Globalement, nous estimons que la hausse de la demande mondiale est certainement sous-estimée en raison de divers facteurs et notamment ceux affectant directement le niveau de l'offre et de la demande en Chine. La demande chinoise n'a certainement pas de raison de ralentir dans le contexte d'une croissance de +6.5% du PIB en 2018. Les importations de pétrole chinoises ont d'ailleurs encore augmenté en 2017 et devraient croître également à un rythme soutenu en 2018. La production chinoise de brut est à la peine et il apparaît probable que la Chine approche rapidement d'un pic d'extraction de brut. Le déficit de production chinoise sera immanquablement comblé par une hausse des importations de brut, qui devrait être aussi soutenue par une hausse de la demande de substitution issue de la politique chinoise de diminution de l'extraction de charbon pour la production d'énergie. Rappelons que l'énergie issue du charbon représente aujourd'hui deux tiers de la production d'énergie en Chine. La conclusion à moyen terme de ces prévisions est que le déficit de production chinois sera comblé par une poursuite des importations de pétrole soutenant la demande mondiale de brut.

Sans un changement majeur de politique des pays de l'OPEP, les cours du brut pourraient donc poursuivre leur progression en 2018 et toucher 80$ en 2019.

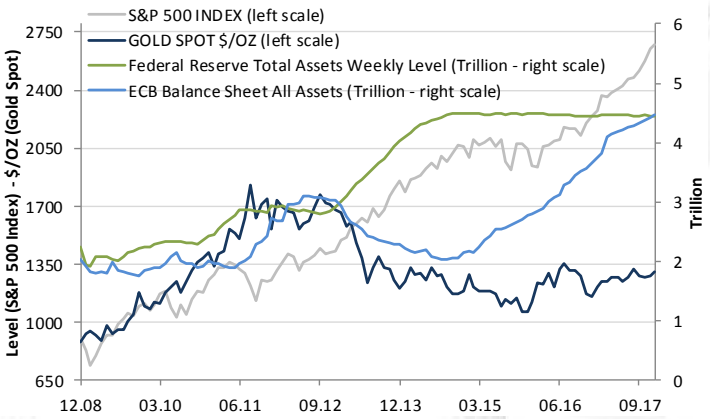
### Les métaux précieux profiteront du flux d'investissement en ETF

En ce qui concerne les métaux précieux, la progression enregistrée par les cours de l'or en 2016 et 2017 ne reflète qu'en partie l'évolution de facteurs fondamentaux particulièrement positifs qui devraient soutenir de nouvelles progressions en 2018. Malgré toute l'attention portée par les investisseurs en 2017 sur les crypto-currencies, les valeurs du numérique et les actions en général, les cours de l'or ont enregistré une progression plutôt intéressante (+13%) en dépit également de la hausse des taux d'intérêt. Un retour de la volatilité sur les marchés financiers serait un facteur temporairement favorable pour les cours de l'or et de l'argent, mais ce sont certainement les facteurs fondamentaux du marché physique qui pousseront les cours plus haut en 2018, conjointement à une hausse de la demande d'investissement. L'offre mondiale d'or physique reste contenue par des capacités de productions limitées et par une offre de recyclage en déclin. Du coté de la demande, les banques centrales seront encore nettes acheteuses en 2018, mais c'est certainement une reprise plus sensible de la demande de joaillerie qui devrait se développer en Chine, en Inde, mais aussi au Etats-Unis. La demande d'investissement devrait se renforcer dans le contexte financier, économique et géopolitique de l'année 2018. Les flux d'investissement dans des ETF en or physique devraient augmenter et peut-être déjà retrouver en 2018-2019 le niveau maximum qu'ils avaient atteint en 2013.

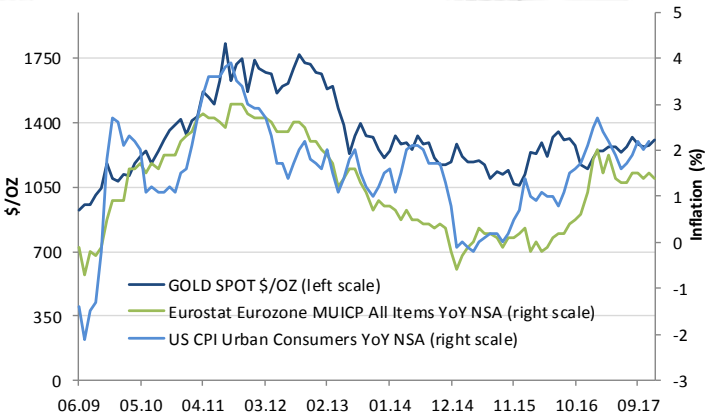
Les cours de l'or et de l'argent devraient profiter de cet environnement favorable et progresser de 1'300$ à 1'500$ et respectivement de 17$ à 22$ en 2018.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

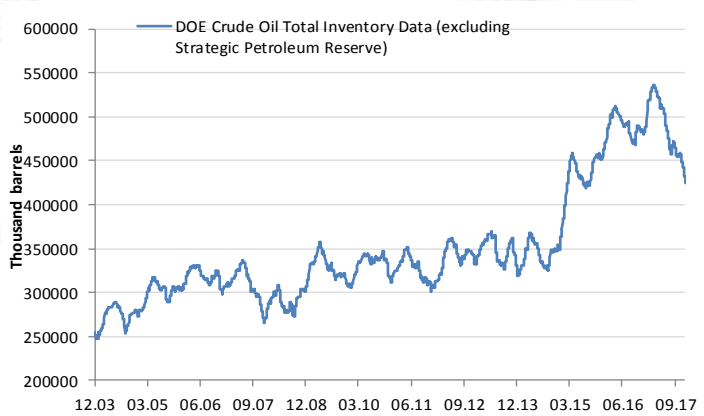
**Corrélation élevée entre l'or et la liquidité mondiale**



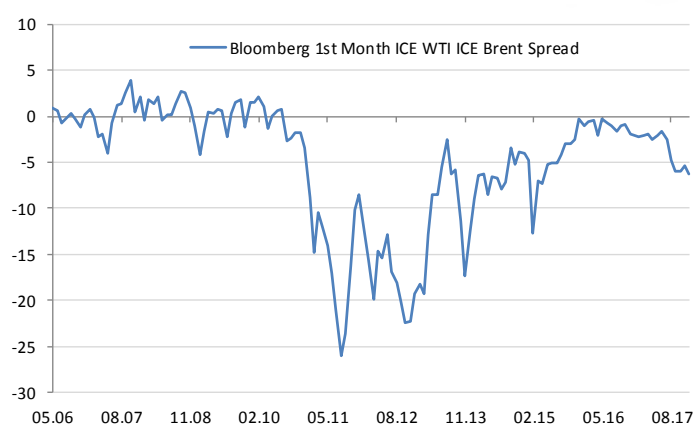

**Corrélation élevée entre l'or et l'inflation**




**Inventaires de pétrole (États-Unis)**




**Écart de prix entre le pétrole WTI et Brent**



# PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

## Hedge Funds

- La gestion alternative ne tire pas son épingle du jeu face au rallye des marchés actions

## Private Equity

- L'indice Composite Private Equity progresse de +10.2% en 2017

### La gestion alternative ne tire pas son épingle du jeu face au rallye des marchés actions en 2017

L'année 2017 se termine sur une note positive pour la totalité des stratégies « gestion alternative ». Toutefois, les résultats des meilleures stratégies demeurent nettement inférieurs à la progression impressionnante des marchés actions en 2017 (+22.40% pour les actions « Monde »).

En ce qui concerne les différents styles de gestion, le style « equity hedge » affiche naturellement la plus forte progression en 2017 (+10.0%), contre +6.5% pour les stratégies « event driven » ou +2.5% pour les stratégies « macro/CTA). L'indice HFRX Global, un indice composite, progresse quant à lui de +6.0%.

Au niveau géographique, la région « Asie ex-Japon » enregistre la meilleure performance (+19.1%), contre +12.6% pour la région « Asie » et +12.2% pour la région « Amérique Latine ».

### L'indice Composite Private Equity progresse de +10.2% en 2017

Le private equity affiche de belles performances en 2017, toutefois assez disparates en fonction des zones géographiques.

En Europe, l'amélioration des fondamentaux et la reprise ont soutenu l'intérêt des investisseurs pour le marché privé. Le private equity européen affiche +18.9% en 2017.

Au niveau international, l'indice « Composite » affiche +10.2%, contre +10.1% pour l'indice des principales sociétés.

C'est aux États-Unis que les résultats déçoivent le plus (+0.4%), impactés par l'effet de change puisque l'indice est calculé en EUR.

Au Royaume-Uni, l'indice gagne +4.5%.

**INDICES GESTION ALTERNATIVE** (en USD)

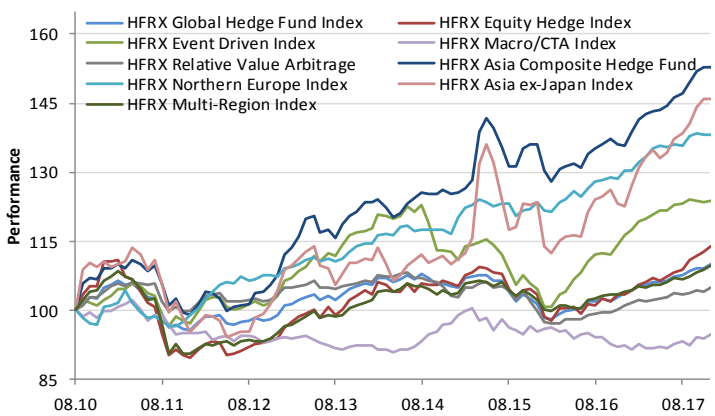
| 31.12.2017 | | | | Total Return Performance | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| BB GBI | Name | Last price | Curr. | 7 d % | 1 m % | 3 m % | 6 m % | YTD % |
| GLOBAL | HFRX Global Hedge Fund Index | 1275.6 | USD | 0.0 | 0.8 | 1.4 | 3.3 | 6.0 |
| EQUITY HEDGE | HFRX Equity Hedge Index | 1270.8 | USD | 0.1 | 1.2 | 2.5 | 5.8 | 10.0 |
| EVENT DRIVEN | HFRX Event Driven Index | 1665.8 | USD | -0.2 | 0.4 | -0.2 | 1.8 | 6.5 |
| MACRO/CTA | HFRX Macro/CTA Index | 1163.9 | USD | 0.2 | 1.1 | 2.8 | 3.5 | 2.5 |
| RELATIVE VALUE ARBITRAGE | HFRX Relative Value Arbitrage | 1184.8 | USD | 0.0 | 0.6 | 0.7 | 2.0 | 3.8 |
| LATIN AMERICA* | HFRX Latin America Index | 2184.7 | USD | - | 0.0 | -0.9 | 5.8 | 12.2 |
| ASIA COMPOSITE* | HFRX Asia Composite Hedge Fund Index | 2466.7 | USD | - | 0.0 | 2.4 | 5.9 | 12.6 |
| NORTHERN EUROPE* | HFRX Northern Europe Index | 1992.9 | USD | - | 0.0 | 0.2 | 1.8 | 5.8 |
| ASIA EX-JAPAN* | HFRX Asia ex-Japan Index | 2756.1 | USD | - | 0.0 | 3.8 | 8.8 | 19.1 |
| MULTI-REGION | HFRX Multi-Region Index | 1365.3 | USD | 0.2 | 0.9 | 2.0 | 3.3 | 5.3 |

* Subject to one-month lag

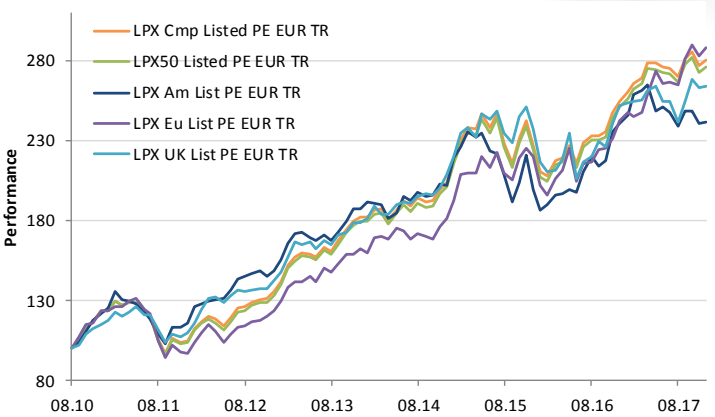
**INDICES PRIVATE EQUITY** (en EUR)

| 31.12.2017 | | | | Total Return Performance | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| BB GBI | Name | Last price | Curr. | 7 d % | 1 m % | 3 m % | 6 m % | YTD % |
| COMPOSITE | LPX Cmp Listed PE EUR TR | 233.0 | EUR | -1.0 | 1.3 | -0.7 | 1.7 | 10.2 |
| MAJOR COMPANIES | LPX50 Listed PE EUR TR | 2187.4 | EUR | -1.0 | 1.4 | -0.9 | 1.5 | 10.1 |
| USA | LPX Am List PE EUR TR | 321.2 | EUR | -2.5 | 0.1 | -3.6 | -4.4 | 0.4 |
| EUROPE | LPX Eu List PE EUR TR | 919.5 | EUR | 0.3 | 2.4 | 2.2 | 9.1 | 18.9 |
| UK | LPX UK List PE EUR TR | 294.6 | EUR | 0.1 | 0.5 | 3.1 | 4.2 | 4.5 |

Indices gestion alternative




Indices private equity




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

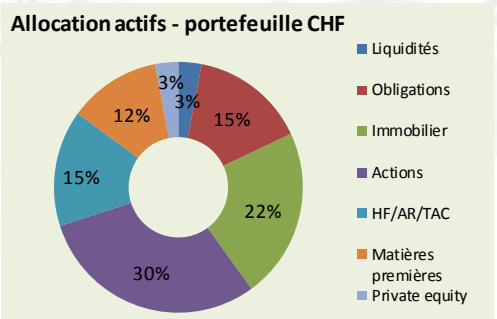
# STRATÉGIE GLOBALE ET ALLOCATION D'ACTIFS

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# STRATÉGIES GLOBALES I ALLOCATION D'ACTIFS

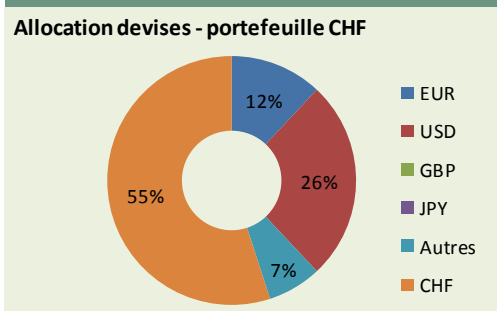
## Portefeuille diversifié: risque moyen - CHF

- La hausse des taux longs devrait être généralisée en 2018
- L'immobilier reste l'alternative privilégiée aux obligations
- Stratégie plus neutre pour les marchés actions
- Perspectives positives pour les matières premières et les devises




**Allocation tactique**

- Positionnement plus prudent sur les actions
- Surpondérer Immobilier, MP et Devises
- Sous-pondérer les obligations




| ACTIFS | Expected Return 3mois | Expected Return 1an | ALLOCATION (Portefeuille CHF) --- | -- | - | = | + | ++ | ++ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Liquidités | ↘ | ↘ | | | | | | | |
| Obligations | ↘↘ | ↘↘ | | | | | | | |
| Immobilier | ↗ | ↗ | | | | | | | |
| Actions | ↘ | → | | | | | | | |
| HF/AR/TAC | → | → | | | | | | | |
| Matières premières | ↗↗ | ↗↗ | | | | | | | |
| Private equity | ↗ | ↗ | | | | | | | |

### Allocation d'actifs

Le cœur de notre stratégie d'investissement est composé d'actifs liquides traditionnels (liquidités, obligations, actions et immobilier), complété par d'autres actifs (matières premières, hedge funds, private equity) diversifiés et négociables.

### Obligations

La croissance mondiale sera solide en 2018 et les risques de relance de l'inflation, au-delà des objectifs des banques centrales, ne sont pas négligeables. Ces perspectives suggèrent une reprise de la dynamique d'ajustement des taux longs aux Etats-Unis, mais aussi en zone euro en particulier. La normalisation des taux directeurs se poursuivra sans surprise aux Etats-Unis et le programme de rachat d'actifs en Europe devrait s'interrompre en 2018. En Suisse, la faiblesse du taux de change euro/chf offre de nouvelles perspectives qui pourraient aussi provoquer des tensions sur les marchés de taux. Les marchés émergents et le high yield sont moins attrayants. Les risques obligataires sont plus présents; nous recommandons de réduire les maturités et l'exposition globale.

### Immobilier

L'immobilier bénéficie de l'amélioration du cycle conjoncturel mondial et de taux d'intérêt encore bas. Dans la plupart des pays, les rendements immobiliers restent intéressants et représentent toujours une alternative aux placements à revenus fixes. Après avoir recommandé quelques prises de profits dans le courant 2017, nous maintenons une surpondération en privilégiant les marchés européens et asiatiques.

### Actions

Les fondamentaux économiques sont positifs mais les marchés financiers présentent de plus en plus des niveaux de valorisation élevés. Les mesures d'évaluation des risques suggèrent une confiance désormais sans doute excessive dans l'évolution des profits des entreprises. Il n'y a pourtant pas encore de signes évidents de nervosité, mais les niveaux extrêmement bas de volatilité témoignent d'un excès d'optimisme. Malgré une absence d'alternatives face à cet environnement de taux bas, nous recommandons une allocation réduite en actions.

### Matières premières

La poursuite du renforcement de la conjoncture mondiale accompagnera une nouvelle phase d'ajustement des anticipations à long terme de l'inflation et des niveaux de taux longs exigés. La hausse des matières premières devrait se poursuivre grâce à la progression de la demande et à la stabilisation de l'offre. Nous annoncions une hausse probable des cours du brut vers 60$, qui s'est concrétisée, mais le contexte géopolitique pourrait encore contribuer à soutenir une poursuite de la progression du brut. Un retour de la volatilité sur les marchés financiers serait un facteur temporairement favorable pour les cours de l'or et de l'argent, mais ce sont les facteurs fondamentaux du marché physique qui pousseront les cours plus haut en 2018, conjointement à une hausse de la demande d'investissement.

### Devises

La hausse rapide de l'euro devrait perdre un peu de momentum en début 2018, à l'approche du niveau de 1.20. Nous recommandons une diminution de l'exposition en euro en faveur du dollar US, dollars canadien et australien. Le franc devrait globalement rester faible, en raison du maintien de la politique monétaire de la BNS. Nous recommandons une large exposition en devises.

**Performance des marchés - Q4 2017**

| | | Q4 2017 local | Q4 2017 CHF | YTD local | YTD CHF |
|---|---|---|---|---|---|
| **Devises** | | | | | |
| USD/CHF | | 0.6% | | -4.4% | |
| EUR/CHF | | 2.3% | | 9.2% | |
| GBP/CHF | | 1.5% | | 4.7% | |
| JPY/CHF | | 0.5% | | -0.7% | |
| **Marchés actions** | | | | | |
| Monde | MSCI World USD | 5.5% | 6.2% | 22.4% | 17.0% |
| Europe | DJ Stoxx 600 | 0.6% | 2.9% | 10.6% | 20.7% |
| Eurozone | DJ Eurostoxx 50 | -2.5% | -0.3% | 6.5% | 16.2% |
| | MSCI Europe S.C. | 2.4% | 4.7% | 16.6% | 27.3% |
| Allemagne | Dax 30 | 0.7% | 3.0% | 12.5% | 22.8% |
| France | Cac 40 | -0.3% | 2.0% | 9.3% | 19.3% |
| Royaume Uni | FTSE 100 | 4.3% | 5.8% | 7.6% | 12.6% |
| Suisse | SPI | 2.9% | 2.9% | 19.9% | 19.9% |
| | SMI | 2.5% | 2.5% | 14.1% | 14.1% |
| | MSCI Swiss S.C. | 7.2% | 7.9% | 39.2% | 33.1% |
| Amérique Nord | SP500 | 6.1% | 6.8% | 19.4% | 14.2% |
| | Nasdaq | 6.3% | 6.9% | 28.2% | 22.6% |
| | Tse 300 | 3.7% | 3.6% | 6.0% | 8.6% |
| | SP600 Small C. | 3.6% | 4.2% | 11.7% | 6.8% |
| Japon | Nikkei 225 | 11.8% | 12.4% | 19.1% | 18.3% |
| Emerging | MSCI EMF USD | 7.1% | 7.8% | 34.3% | 28.5% |

| | | Q4 2017 local | Q4 2017 CHF | YTD local | YTD CHF |
|---|---|---|---|---|---|
| **Taux d'intérêt à 3 mois** | *(niveau)* | | | | |
| CHF | | -0.75% | | | |
| EUR | | -0.38% | | | |
| USD | | 1.69% | | | |
| JPY | | -0.02% | | | |
| **Marchés obligataires** | | | | | |
| Monde | Citi Gr Global Govt USD | 1.0% | 1.7% | 7.5% | 2.8% |
| Europe | Euro Ser-E Gov > 1 | 0.6% | 2.9% | 0.2% | 9.4% |
| Royaume Uni | UK Ser-E Gov > 1 | 2.2% | 3.7% | 2.0% | 6.7% |
| Suisse | SBI Général AAA-BBB | 0.5% | 0.5% | 0.1% | 0.1% |
| | SBI Govt | 1.1% | 1.1% | -0.4% | -0.4% |
| USA | US Ser-E Gov > 1 | 0.1% | 0.7% | 2.4% | -2.1% |
| Japon | Japan Ser-E Gov > 1 | 0.4% | 0.8% | 0.2% | -0.6% |
| Emerging | J.P. Morgan EMBI Global | 0.5% | 1.2% | 9.3% | 4.5% |
| **Divers** | | | | | |
| | Indice LPP 25 | 1.9% | 1.9% | 5.9% | 5.9% |
| | Indice LPP 40 | 2.7% | 2.7% | 8.8% | 8.8% |
| | Indice LPP 60 | 3.7% | 3.7% | 12.7% | 12.7% |
| Immobilier CH | DB RB Swiss Real Est Fd | 3.5% | 3.5% | 7.9% | 7.9% |
| Alternatif | Hedge Fund Research USD | 1.0% | 1.6% | 4.8% | 0.2% |
| Matières prem. | GS Commodity USD | 9.9% | 10.6% | 5.8% | 1.1% |

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

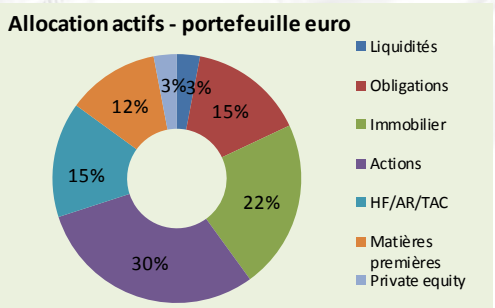
# STRATÉGIES GLOBALES I ALLOCATION D'ACTIFS

## Portefeuille diversifié: risque moyen - EUR

- La hausse des taux longs n'épargnera pas la zone euro
- L'immobilier reste l'alternative privilégiée aux obligations
- Stratégie plus neutre pour les marchés actions
- Perspectives positives pour les matières premières et les devises

| ACTIFS | Expected Return 3mois | 1an | ALLOCATION (Portefeuille EUR) sous exposition --- | -- | - | neutre = | surpondération + | ++ | ++ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Liquidités | → | → | | | | | | | |
| Obligations | ↘↘ | ↘↘ | | | | | | | |
| Immobilier | ↗ | ↗ | | | | | | | |
| Actions | ↘ | → | | | | | | | |
| HF/AR/TAC | → | → | | | | | | | |
| Matières premières | ↗↗ | ↗↗ | | | | | | | |
| Private equity | ↗ | ↗ | | | | | | | |

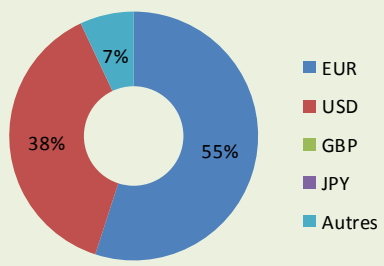
**Allocation actifs - portefeuille euro**




**Allocation tactique**

- Positionnement plus prudent sur les actions
- Surpondérer l'immobilier, les MP et le dollar
- Sous-pondérer les obligations

**Allocation devises - portefeuille euro**




### Allocation d'actifs

Le cœur de notre stratégie d'investissement est composé d'actifs liquides traditionnels (liquidités, obligations, actions et immobilier), complété par d'autres actifs (matières premières, hedge funds, private equity) diversifiés et négociables.

### Obligations

La croissance mondiale sera solide en 2018 et les risques de relance de l'inflation, au-delà des objectifs des banques centrales, ne sont pas négligeables. Ces perspectives suggèrent une reprise de la dynamique d'ajustement des taux longs dans la plupart des régions. La normalisation des taux directeurs se poursuivra sans surprise aux Etats-Unis et le programme de rachat d'actifs en zone euro devrait s'interrompre en 2018. Le marché obligataire en euro pourrait ne plus être bridé par l'action de la BCE et commencer un ajustement justifié par le niveau de croissance et d'inflation. Les marchés émergents et le high yield sont moins attrayants. Les risques obligataires sont plus présents; nous recommandons de réduire les maturités et l'exposition globale.

### Immobilier

L'immobilier bénéficie de l'amélioration du cycle conjoncturel mondial et de taux d'intérêt encore bas. Dans la plupart des pays, les rendements immobiliers restent intéressants et représentent toujours une alternative aux placements à revenus fixes. Après avoir recommandé quelques prises de profits dans le courant 2017, nous maintenons une surpondération en privilégiant les marchés européens et asiatiques.

### Actions

Les fondamentaux économiques sont positifs mais les marchés financiers présentent de plus en plus des niveaux de valorisation élevés. Les mesures d'évaluation des risques suggèrent une confiance désormais sans doute excessive dans l'évolution des profits des entreprises. Il n'y a pourtant pas encore de signes évidents de nervosité, mais les niveaux extrêmement bas de volatilité témoignent d'un excès d'optimisme. Malgré une absence d'alternatives face à cet environnement de taux bas, nous recommandons une allocation réduite en actions.

### Matières premières

La poursuite du renforcement de la conjoncture mondiale accompagnera une nouvelle phase d'ajustement des anticipations à long terme de l'inflation et des niveaux de taux longs exigés. La hausse des matières premières devrait se poursuivre grâce à la progression de la demande et à la stabilisation de l'offre. Nous annoncions une hausse probable des cours du brut vers 60$, qui s'est concrétisée, mais le contexte géopolitique pourrait encore contribuer à soutenir une poursuite de la progression du brut. Un retour de la volatilité sur les marchés financiers serait un facteur temporairement favorable pour les cours de l'or et de l'argent, mais ce sont les facteurs fondamentaux du marché physique qui pousseront les cours plus haut en 2018, conjointement à une hausse de la demande d'investissement.

### Devises

La hausse rapide de l'euro devrait perdre un peu de momentum en début 2018 contre dollar en particulier. Le niveau de 1.20 ne devrait pas rapidement être dépassé. Nous recommandons une augmentation de l'exposition en devises au détriment de l'euro, en faveur du dollar US, dollars canadien et australien.

**Performance des marchés - Q4 2017**

| | | Q4 2017 local | Q4 2017 EUR | YTD local | YTD EUR |
|---|---|---|---|---|---|
| **Devises** | | | | | |
| USD/EUR | | -1.6% | | -12.4% | |
| CHF/EUR | | -2.2% | | -8.4% | |
| GBP/EUR | | -0.7% | | -4.0% | |
| JPY/EUR | | -1.7% | | -9.0% | |
| **Marchés actions** | | | | | |
| Monde | MSCI World USD | 5.5% | 3.8% | 22.4% | 7.3% |
| Europe | DJ Stoxx 600 | 0.6% | 0.6% | 10.6% | 10.6% |
| Eurozone | DJ Eurostoxx 50 | -2.5% | -2.5% | 6.5% | 6.5% |
| | MSCI Europe S.C. | 2.4% | 2.4% | 16.6% | 16.6% |
| Allemagne | Dax 30 | 0.7% | 0.7% | 12.5% | 12.5% |
| France | Cac 40 | -0.3% | -0.3% | 9.3% | 9.3% |
| Royaume Uni | FTSE 100 | 4.3% | 3.5% | 7.6% | 3.3% |
| Suisse | SPI | 2.9% | 0.7% | 19.9% | 9.9% |
| | SMI | 2.5% | 0.2% | 14.1% | 4.6% |
| | MSCI Swiss S.C. | 7.2% | 5.5% | 39.2% | 22.0% |
| Amérique Nord | SP500 | 6.1% | 4.4% | 19.4% | 4.6% |
| | Nasdaq | 6.3% | 4.6% | 28.2% | 12.4% |
| | Tse 300 | 3.7% | 1.2% | 6.0% | -0.6% |
| | SP600 Small C. | 3.6% | 1.9% | 11.7% | -2.1% |
| Japon | Nikkei 225 | 11.8% | 9.9% | 19.1% | 8.3% |
| Emerging | MSCI EMF USD | 7.1% | 5.4% | 34.3% | 17.7% |

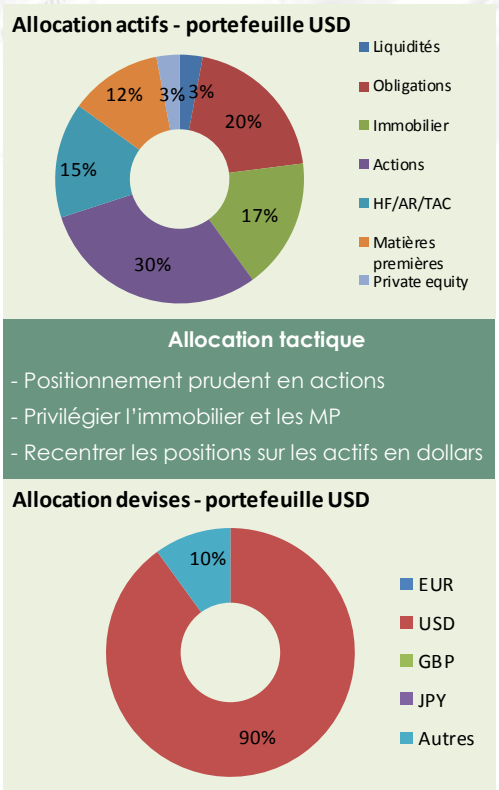
| | | Q4 2017 local | Q4 2017 EUR | YTD local | YTD EUR |
|---|---|---|---|---|---|
| **Taux d'intérêt à 3 mois** | *(niveau)* | | | | |
| CHF | | -0.75% | | | |
| EUR | | -0.38% | | | |
| USD | | 1.69% | | | |
| JPY | | -0.02% | | | |
| **Marchés obligataires** | | | | | |
| Monde | Citi Gr Global Govt USD | 1.0% | -1.2% | 7.5% | -1.5% |
| Europe | Euro Ser-E Gov > 1 | 0.6% | 0.6% | 0.2% | 0.2% |
| Royaume Uni | UK Ser-E Gov > 1 | 2.2% | 1.5% | 2.0% | -2.1% |
| Suisse | SBI Général AAA-BBB | 0.5% | -1.7% | 0.1% | -8.3% |
| | SBI Govt | 1.1% | -1.2% | -0.4% | -8.8% |
| USA | US Ser-E Gov > 1 | 0.1% | -1.5% | 2.4% | -10.3% |
| Japon | Japan Ser-E Gov > 1 | 0.4% | -1.4% | 0.2% | -8.9% |
| Emerging | J.P. Morgan EMBI Global | 0.5% | -1.1% | 9.3% | -4.2% |
| **Divers** | | | | | |
| | Indice LPP 25 | 1.9% | -6.6% | 5.9% | -3.0% |
| | Indice LPP 40 | 2.7% | -5.9% | 8.8% | -0.3% |
| | Indice LPP 60 | 3.7% | -5.0% | 12.7% | 3.3% |
| Immobilier CH | DB RB Swiss Real Est Fd | 3.5% | 3.5% | 7.9% | -1.1% |
| Alternatif | Hedge Fund Research USD | 1.0% | -0.6% | 4.8% | -8.2% |
| Matières prem. | GS Commodity USD | 9.9% | 8.2% | 5.8% | -7.3% |

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# STRATÉGIES GLOBALES I ALLOCATION D'ACTIFS

## Portefeuille diversifié: risque moyen - USD

- La hausse des taux longs sera globale en 2018
- L'immobilier reste l'alternative privilégiée aux obligations
- Stratégie plus neutre pour les actions américaines en particulier
- Perspectives positives pour les matières premières et le dollar




**Allocation tactique**

- Positionnement prudent en actions
- Privilégier l'immobilier et les MP
- Recentrer les positions sur les actifs en dollars




| ACTIFS | Expected Return | | ALLOCATION (Portefeuille USD) | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | sous exposition | | | neutre | surpondération | | |
| | 3mois | 1an | --- | -- | - | = | + | ++ | ++ |
| Liquidités | → | → | | | | | | | |
| Obligations | ↘↘ | ↘↘ | | | | | | | |
| Immobilier | ↗ | ↗ | | | | | | | |
| Actions | ↘ | → | | | | | | | |
| HF/AR/TAC | → | → | | | | | | | |
| Matières premières | ↗↗ | ↗↗ | | | | | | | |
| Private equity | ↗ | ↗ | | | | | | | |

### Allocation d'actifs

Le cœur de notre stratégie d'investissement est composé d'actifs liquides traditionnels (liquidités, obligations, actions et immobilier), complété par d'autres actifs (matières premières, hedge funds, private equity) diversifiés et négociables.

### Obligations

La croissance mondiale sera solide en 2018 et les risques de relance de l'inflation, au-delà des objectifs des banques centrales, ne sont pas négligeables. Ces perspectives suggèrent une reprise de la dynamique d'ajustement des taux longs dans la plupart des régions. La normalisation des taux directeurs se poursuivra sans surprise aux Etats-Unis et l'ajustement des taux longs sera certainement motivé par une relance de l'inflation et des salaires. Le marché obligataire en euros pourrait ne plus être bridé par l'action de la BCE et commencer un ajustement justifié par le niveau de croissance et d'inflation. Les marchés émergents et le high yield sont moins attrayants. Les risques obligataires sont plus présents; nous recommandons de réduire les maturités et l'exposition globale.

### Immobilier

L'immobilier bénéficie de l'amélioration du cycle conjoncturel mondial et de taux d'intérêt encore bas. Dans la plupart des pays, les rendements immobiliers restent intéressants et représentent toujours une alternative aux placements à revenus fixes. Après avoir recommandé quelques prises de profits dans le courant 2017, nous maintenons une surpondération en privilégiant les marchés européens et asiatiques.

### Actions

Les fondamentaux économiques sont positifs mais les marchés financiers présentent de plus en plus des niveaux de valorisation élevés. Les mesures d'évaluation des risques suggèrent une confiance désormais sans doute excessive dans l'évolution des profits des entreprises aux Etats-Unis en particulier. Il n'y a pourtant pas encore de signes évidents de nervosité, mais les niveaux extrêmement bas de volatilité témoignent d'un excès d'optimisme. Malgré une absence d'alternatives face à cet environnement de taux bas, nous recommandons une allocation réduite en actions.

### Matières premières

La poursuite du renforcement de la conjoncture mondiale accompagnera une nouvelle phase d'ajustement des anticipations à long terme de l'inflation et des niveaux de taux longs exigés. La hausse des matières premières devrait se poursuivre grâce à la progression de la demande et à la stabilisation de l'offre. Nous annoncions une hausse probable des cours du brut vers 60$, qui s'est concrétisée, mais le contexte géopolitique pourrait encore contribuer à soutenir une poursuite de la progression du brut. Un retour de la volatilité sur les marchés financiers serait un facteur temporairement favorable pour les cours de l'or et de l'argent, mais ce sont les facteurs fondamentaux du marché physique qui pousseront les cours plus haut en 2018, conjointement à une hausse de la demande d'investissement.

### Devises

La faiblesse du dollar ne devrait pas se poursuivre en 2018. Les fondamentaux sont favorables au billet vert lequel devrait profiter de différentiels de rendements toujours attrayants. Nous recommandons une exposition en devises plutôt centrée sur les monnaies liées aux matières premières et moins exposées désormais à l'euro.

**Performance des marchés - Q4 2017**

| | | Q4 2017 local | Q4 2017 USD | YTD local | YTD USD |
|---|---|---|---|---|---|
| **Devises** | | | | | |
| CHF/USD | | -0.6% | | 4.5% | |
| EUR/USD | | 1.6% | | 14.1% | |
| GBP/USD | | 0.9% | | 9.5% | |
| JPY/USD | | -0.1% | | 3.8% | |
| **Marchés actions** | | | | | |
| Monde | MSCI World USD | 5.5% | 5.5% | 22.4% | 22.4% |
| Europe | DJ Stoxx 600 | 0.6% | 2.2% | 10.6% | 26.2% |
| Eurozone | DJ Eurostoxx 50 | -2.5% | -1.0% | 6.5% | 21.6% |
| | MSCI Europe S.C. | 2.4% | 4.0% | 16.6% | 33.1% |
| Allemagne | Dax 30 | 0.7% | 2.3% | 12.5% | 28.4% |
| France | Cac 40 | -0.3% | 1.3% | 9.3% | 24.7% |
| Royaume Uni | FTSE 100 | 4.3% | 5.2% | 7.6% | 17.9% |
| Suisse | SPI | 2.9% | 2.2% | 19.9% | 25.4% |
| | SMI | 2.5% | 1.8% | 14.1% | 19.3% |
| | MSCI Swiss S.C. | 7.2% | 7.2% | 39.2% | 39.2% |
| Amérique Nord | SP500 | 6.1% | 6.1% | 19.4% | 19.4% |
| | Nasdaq | 6.3% | 6.3% | 28.2% | 28.2% |
| | Tse 300 | 3.7% | 2.8% | 6.0% | 13.4% |
| | SP600 Small C. | 3.6% | 3.6% | 11.7% | 11.7% |
| Japon | Nikkei 225 | 11.8% | 11.7% | 19.1% | 23.7% |
| Emerging | MSCI EMF USD | 7.1% | 7.1% | 34.3% | 34.3% |

| | | Q4 2017 local | Q4 2017 USD | YTD local | YTD USD |
|---|---|---|---|---|---|
| **Taux d'intérêt à 3 mois** | *(niveau)* | | | | |
| CHF | | -0.75% | | | |
| EUR | | -0.38% | | | |
| USD | | 1.69% | | | |
| JPY | | -0.02% | | | |
| **Marchés obligataires** | | | | | |
| Monde | Citi Gr Global Govt.USD | 1.0% | 0.4% | 7.5% | 12.4% |
| Europe | Euro Ser-E Gov > 1 | 0.6% | 2.2% | 0.2% | 14.4% |
| Royaume Uni | UK Ser-E Gov > 1 | 2.2% | 3.1% | 2.0% | 11.7% |
| Suisse | SBI Général AAA-BBB | 0.5% | -0.2% | 0.1% | 4.7% |
| | SBI Govt | 1.1% | 0.4% | -0.4% | 4.1% |
| USA | US Ser-E Gov > 1 | 0.1% | 0.1% | 2.4% | 2.4% |
| Japon | Japan Ser-E Gov > 1 | 0.4% | 0.2% | 0.2% | 4.0% |
| Emerging | J.P. Morgan EMBI Global | 0.5% | 0.5% | 9.3% | 9.3% |
| **Divers** | | | | | |
| | Indice LPP 25 | 1.9% | 6.6% | 5.9% | 10.7% |
| | Indice LPP 40 | 2.7% | 7.3% | 8.8% | 13.7% |
| | Indice LPP 60 | 3.7% | 8.4% | 12.7% | 17.8% |
| Immobilier CH | DB RB Swiss Real Est Fd | 3.5% | 3.5% | 7.9% | 12.8% |
| Alternatif | Hedge Fund Research USD | 1.0% | 1.0% | 4.8% | 4.8% |
| Matières prem. | GS Commodity USD | 9.9% | 9.9% | 5.8% | 5.8% |

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# THÈME D'INVESTISSEMENT

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

# THÈME D'INVESTISSEMENT:

## Bitcoin : L'absence d'une valeur objective alimente la spéculation. Éclatement de la bulle en 2018 ?

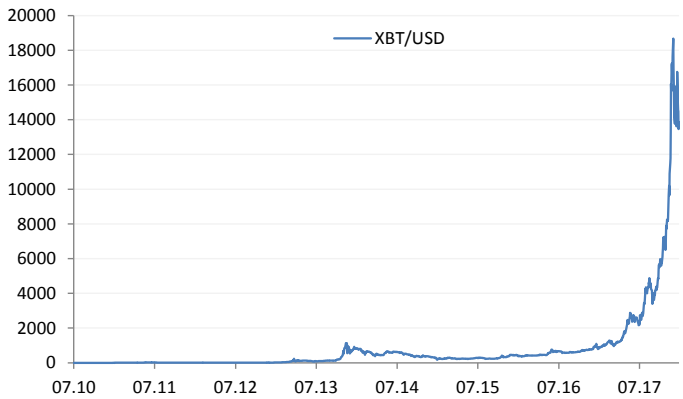
- La mystérieuse « success story » du Bitcoin
- Des utilisateurs avant tout motivés par le caractère dérégulé du Bitcoin
- Algorithme organisant la raréfaction de l'offre
- Le Bitcoin n'est pas et ne sera pas une monnaie légale sous sa forme actuelle
- Eclatement de la bulle spéculative en 2018 ?

**La mystérieuse « success story » du Bitcoin**

Le **19 août 2008**, un inconnu, Satoshi Nakamoto, réserve le nom de domaine bitcoin.org et annonce le 31 octobre la naissance du Bitcoin dans l'indifférence totale. Le 9 novembre, le concept de « Blockchain » apparaît et deux mois plus tard la première transaction entre Satoshi Nakamoto et Hal Finney est inscrite dans le bloc 170, marquant ainsi les débuts du Bitcoin le **12 janvier 2009**. A l'origine, le Bitcoin est entouré de mystère, puisque son créateur reste encore inconnu à ce jour (Satoshi Nakamoto étant un pseudonyme) mais aussi de transparence puisque celui-ci publie une première version ouverte de son logiciel sur le site P2Pfoundation. Le Bitcoin vaut alors environ 0.001 USD. En **2010**, Satoshi modifie les paramètres du Bitcoin Core et limite le minage à 990'000 octets. Une faille dans le protocole autorise la création de 92 milliards de Bitcoins et nécessite une correction de la « Blockchain ». Quelques mois plus tard, Satoshi modifie les règles du consensus de Bitcoin Core pour limiter la taille des blocs et quitte le projet le 12 décembre 2010. En **2011**, le Bitcoin atteint la parité avec le dollar, et le marché parlait déjà de bulle spéculative lorsqu'il avait atteint 23 USD.

En **2012**, la Banque centrale européenne publie un premier rapport sur les monnaies virtuelles, dans lequel elle mentionne qu'en raison de la taille extrêmement réduite des systèmes existants, les risques n'affectent que ses utilisateurs et ne posent pas de problèmes systémiques ou de politique monétaire imminents. Elle relève toutefois prudemment que cette évaluation des risques pourrait être différente si l'usage de monnaies virtuelles devait s'étendre en raison de développements technologiques. En **2013**, de nouveaux incidents liés à une non-rétrocompatibilité de la version 0.8.0 provoque un retour à une version antérieure de la « Blockchain ». C'est pourtant une année clé pour le Bitcoin qui voit l'Allemagne lui donner un « statut » de monnaie privée et une prise de position de Ben Bernanke favorable, exposée dans une lettre adressée au comité du Sénat.

**Evolution du Bitcoin 2010-2017**




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Le cours s'envole pour atteindre 500 USD, alors que la Réserve Fédérale américaine et le Département Américain de la Justice émettent des avis relativement positifs. Mais c'est aussi l'heure des premières prises de positions négatives d'autres banques centrales plus hostiles et de commentaires évoquant déjà une bulle spéculative de la part de l'ex-président de la Réserve fédérale Alan Greenspan. Alors qu'un nombre croissant de commerçants en ligne autorisent le paiement par Bitcoin, le réseau est victime d'une nouvelle attaque massive et organisée sur plusieurs plateformes d'échange. En réaction, un nouveau développement voit le jour avec la sortie du Bitcoin Core 9.0.

Les Etats-Unis donnent un statut fiscal au Bitcoin le **24 mars 2014**, qui sera désormais traité comme un bien. Les plus-values seront donc imposées comme gains sur le capital. Les revenus des « mineurs » seront également assujettis à l'impôt sur les paiements reçus en Bitcoin. Cette position est similaire à celle adoptée par le Japon, qui lui a accordé le statut de marchandise. Le rapport qui fait grimper encore le cours du Bitcoin est publié par le Conseil des gouverneurs de la Fed, évoquant le fait qu'il s'agit plus d'une curiosité que d'une menace car les transactions ne représentent qu'une infime fraction des flux financiers mondiaux. Il ne constitue donc pas une menace actuelle pour le système bancaire. Il relève toutefois que les dépôts ne sont pas assurés et que divers problèmes de sécurité en entravent l'adoption. Plus étonnant encore, le Conseil des gouverneurs minimise son rôle de financement d'activités criminelles en affirmant que les applications et utilisations illicites liées au Bitcoin sont monnaie courante, mais pas endémiques.

En **2015**, l'air du temps change et devient toujours plus favorable au développement du Bitcoin qui obtient, sans doute grâce au soutien des politiques américains, un accueil de plus en plus enthousiaste des médias et du public, mais aussi des législateurs qui tentent d'encadrer l'utilisation de la crypto-monnaie sans pouvoir la combattre. Malgré de nouveaux vols de Bitcoin sur des plateformes de trading, des faillites et des cas de fraude, le Bitcoin jouit toujours étonnement d'une aura de sécurité importante. Le 17 septembre, le CFTC (Commodity Future Trading Commission) associe le Bitcoin à une marchandise au même titre que le blé, l'or ou le pétrole. Les attaques se poursuivent en **2016** sur les sites d'échange sans entamer la confiance du public, toujours plus avide de Bitcoins, alors que la Commission Européenne cherche à soumettre les plateformes de change de monnaies virtuelles et les fournisseurs de services de portefeuille de stockage aux directives sur la lutte contre le blanchiment de capitaux. En **janvier 2017**, le Bitcoin atteint 1'000 USD avant de chuter de -30% suite à des mesures de contrôle prises par les autorités chinoises contre les plateformes d'échange. Au Japon, la réaction est tout à fait opposée, les autorités reconnaissent en avril les monnaies virtuelles comme moyens de paiements légaux. Le 31 octobre, le CME Group (Chicago Mercantile Exchange) annonce son intention de créer des contrats à terme sur le Bitcoin.

En novembre, le Bitcoin atteint 10'000 USD et voit sa valorisation multipliée par 10 en moins de dix mois, soit environ 170 milliards de dollars. Il dépasse ainsi la capitalisation boursière de Mastercard (160 milliards) et se situe en 25ème position des plus grandes valeurs du S&P500. L'embellie s'est poursuivie puisque le Bitcoin atteignait 19'500 USD le 18 décembre, avant de corriger de –26% et terminer l'année à 14'310 USD. Et pourtant, si la popularité du Bitcoin n'a cessé de progresser depuis dix ans, jusqu'à devenir aujourd'hui l'une des « marques » les plus connues au monde, son fonctionnement reste largement incompris par le grand public, mais également au sein de la communauté financière. La valorisation même du Bitcoin continue de poser un problème majeur à cette dernière en l'absence de modèle d'évaluation adapté à cet actif si particulier.

### Des utilisateurs avant tout motivés par le caractère dérégulé du Bitcoin

Le développement du numérique et des applications mobiles a rendu l'accès au Bitcoin extrêmement simple, permettant aisément d'effectuer certaines transactions ou de stocker une valeur sans avoir recours au système bancaire. Le Bitcoin est de plus en plus utilisé pour régler des achats auprès de commerçants acceptant cette crypto-monnaie comme moyen de paiement alternatif. Si, initialement, on était en mesure de considérer que ces transactions pouvaient être réalisées sans une facturation spécifique additionnelle, comme c'est le cas pour l'utilisation de cartes de crédit classiques, ce n'est désormais plus tout à fait le cas. Les frais de transaction ont en effet tendance à augmenter. Les utilisateurs apprécient évidemment l'anonymat supposément assuré des transactions, les frais de transactions inférieurs et la liberté de participer au réseau sans contrainte et sans intermédiaire pour commercer, stocker ou transférer des montants sans réelle limite. La sécurité et la discrétion sont en effet souvent évoquées comme des facteurs essentiels. Ainsi, lorsque l'utilisateur dépense ses Bitcoins, le réseau observe et contrôle que la clé privée correspond bien aux Bitcoins dépensés. L'opération reste totalement discrète et ne révèle aucune information sur l'utilisateur. Il convient ici certainement de relever que le concept d'anonymat des transactions a certainement déjà trouvé quelques limites, en raison notamment de l'émergence de logiciels de traçage et d'identification des transactions. S'agissant d'un système « peer to peer » organisé dans lequel chaque participant au réseau intègre sa transaction et contrôle celle des autres participants, ceux-ci s'affranchissent donc totalement des contraintes et spécificités requises par le système bancaire.

### Crises et incertitudes profitent au Bitcoin

Le Bitcoin a certainement été initialement perçu comme un moyen indépendant et plus sûr que le dollar ou l'euro, au moment ou à sa création en 2009 les risques systémiques éclataient dans les marchés financiers, provoquant à la fois la baisse des marchés et une volatilité accrue dans le marché des changes. A chaque crise financière, le Bitcoin a été temporairement recherché par certains participants au réseau comme une sorte de valeur refuge, provoquant une hausse des cours en raison d'une demande concentrée excessive. En 2011, la chute des bourses dans le sillage de la crise de la dette publique grecque et ses implications sur la zone euro contribuaient à provoquer une hausse de +2600% en quelques mois du Bitcoin. En 2013, lorsque la crise chypriote était à son paroxysme, la hausse du Bitcoin atteignait +920% en moins de six mois.

### Pas besoin d'être un expert pour spéculer

Nul besoin d'être un expert pour spéculer, c'est aussi vrai pour le Bitcoin, et c'est peut-être même dans ce cas une raison fondamentale pour participer sans crainte et sans réserve à la frénésie actuelle qui caractérise l'envolée de cette crypto-monnaie. Il n'est, en effet, absolument pas nécessaire de comprendre les subtilités techniques du fonctionnement du Bitcoin pour spéculer sur sa hausse et risquer par la même de voir disparaître les sommes converties. Il suffit, en effet, à n'importe quel utilisateur de créer un portefeuille Bitcoin sur son ordinateur ou son téléphone portable pour obtenir une adresse Bitcoin. On compare parfois l'utilisation de ce système aux simples échanges de courriels. Une adresse Bitcoin semble donc semblable à une adresse email, à la différence qu'elle ne sera utilisée que pour une transaction. L'utilisateur dispose d'une clé privée, sa signature cryptographique, stockée dans son ordinateur ou sur un serveur en ligne, qui lui permet d'acheter, de vendre et de dépenser les Bitcoins de son portefeuille sans difficulté. Cette clé est censée être indéchiffrable et empêcher toute fraude ou corruption de la « Blockchain », ce qui est un gage supplémentaire de confort pour commencer à spéculer. L'accès à la spéculation sur le Bitcoin s'est en fait largement démocratisé et simplifié par le développement des logiciels de trading spécialisés.

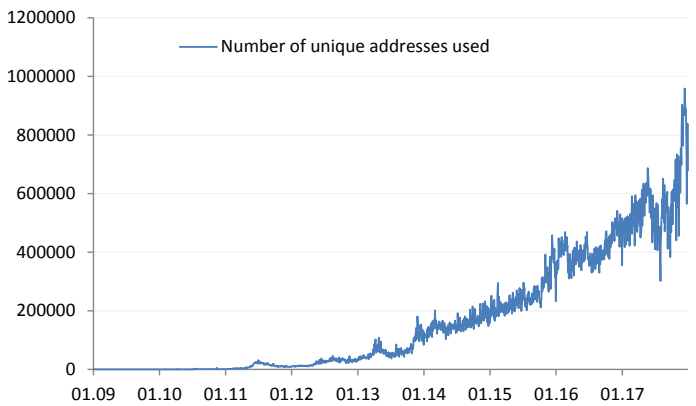
### Algorithme organisant la raréfaction de l'offre

Un mot sur l'algorithme de base du Bitcoin pour comprendre le processus de création d'unités. Le logiciel et la fonction utilisés pour créer des Bitcoins limiteront à terme le nombre de Bitcoins à 21 millions d'unités. Le processus mathématique peut être résumé comme une création limitée par un nombre fixe de Bitcoins dans un intervalle de temps de 10 minutes, qui sera divisé par deux tous les 4 ans jusqu'à atteindre le nombre maximum total de 21 millions en l'an 2140 environ. Autrement dit, entre 2008 et 2012, 50 Bitcoins étaient générés toutes les 10 minutes pour créer 10'500'000 unités, alors qu'entre 2012 et 2016 seulement 25 Bitcoins étaient créés pendant le même intervalle soit 5'250'000 unités. Entre 2016 et 2020 seulement 2'650'000 Bitcoins seront créés, etc... De moins en moins de Bitcoins sont ainsi créés au fil du temps, alors que la demande semble au contraire être croissante, expliquant de facto la hausse magique des cours du Bitcoin.

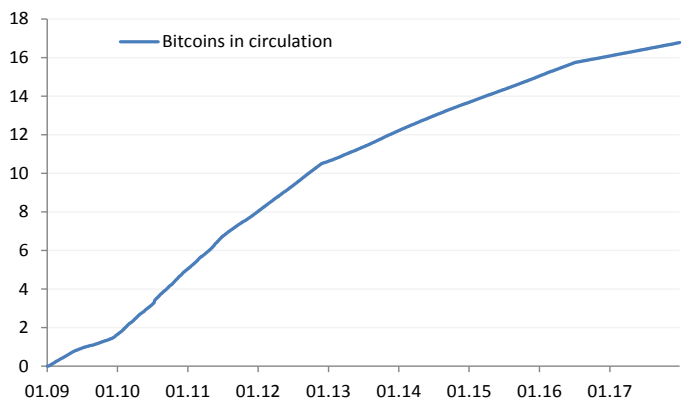
### 1900%, sans que personne ne puisse en fait réellement donner une valeur « objective » au Bitcoin

Il n'y a en réalité pas de modèle de valorisation disponible pour évaluer un actif de ce type. Le Bitcoin reste un concept abstrait auquel les participants du réseau veulent bien donner une valeur à un moment donné, mais qui semble très largement et directement influencée par l'offre et la demande. Or, comme l'algorithme de base du Bitcoin limite la création d'unités dans l'absolu (maximum de 21'000'000) et dans le temps (nombre d'unités par tranche de dix minutes décroissant de 50% après chaque cycle de 4 années) l'offre est par définition finie. Ainsi, il suffit que la notoriété du Bitcoin et l'enthousiasme des acheteurs se développe pour que le marché du Bitcoin soit systématiquement en déséquilibre.

**Adresses uniques**




**Bitcoins en circulation (millions)**




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

C'est exactement ce qui se passe depuis sa création et qui s'est amplifié en 2017 avec la multiplication par 20 de la valeur du Bitcoin. La valorisation actuelle du Bitcoin est importante et présente déjà des caractéristiques d'une bulle spéculative. Mais la tendance est pour l'instant en place et conforte les détenteurs de Bitcoins d'attendre encore un peu plus pour prendre quelques profits… Le crash est-il donc pour 2018 ?

### Le Bitcoin n'est pas et ne sera pas une monnaie légale sous sa forme actuelle

Dans l'esprit des utilisateurs, il est clair que le Bitcoin est bien une monnaie virtuelle. Ceux-ci la considèrent et l'utilisent comme telle. Ils échangent leurs dollars et autres devises contre des Bitcoins en pensant détenir une monnaie virtuelle aux caractéristiques similaires à celles des monnaies légales, sans considérer les différences pourtant essentielles qui ne feront certainement jamais du Bitcoin et autres Ethereum des monnaies légales. Ils transforment ainsi la valeur de leurs dépôts jusqu'alors détenus en monnaies légales en dépôts virtuels en Bitcoins, acceptant de perdre de facto les garanties apportées par un système bancaire sécurisé, ainsi que le taux d'intérêt usuellement crédité en pensant détenir un nouveau moyen de paiement moderne plus adapté à la globalisation et à la numérisation de la consommation. Ce dernier facteur n'est évidemment pas une préoccupation significative dans un environnement de taux proches de zéro. Le Bitcoin, comme les autres crypto-monnaies, devient ainsi de plus en plus un moyen de paiement facile d'accès et se trouve crédibilisé par l'élargissement de l'univers des marchands acceptant d'effectuer des transactions en monnaie numérique. Est-ce suffisant pour considérer que le Bitcoin est en train de devenir progressivement une monnaie, ou bien le terme « crypto-monnaie » entretient-il lui-même la confusion ?

Aux Etats-Unis, pays du Bitcoin, les médias parlent de « crypto-currency » malgré le fait que les autorités considèrent le Bitcoin clairement comme un actif sujet à taxation lorsqu'une plus-value en capital est réalisée par son détenteur. La définition d'une monnaie légale a évolué dans l'histoire, mais aujourd'hui on attend d'une monnaie légale qu'elle remplisse quelques critères essentiels, notamment celui de permettre des échanges économiques en ayant la capacité d'éteindre les dettes et les obligations fiscales, constituant ainsi le pouvoir libératoire de la monnaie. La monnaie doit également pouvoir être une réserve de valeur et une unité de compte pour le calcul économique, la comptabilité et la fiscalité. Elle doit pouvoir assurer les agents économiques de sa pérennité comme moyen d'échange reconnu et accepté de tous. Les États modernes ont ainsi constitué un monopole de l'émission de monnaie en exerçant un contrôle permanant sur la création monétaire des banques au moyen de législations bancaires et de l'action de leurs banques centrales. Si les gouvernements et les banques centrales s'intéressent effectivement au concept de « Blockchain » et de monnaie virtuelle, ces dernières semblent plutôt enclines à développer leurs propres crypto-monnaies et ne paraissent évidemment pas prêtes à renoncer à leur privilège d'être seules à pouvoir émettre de la monnaie.

### Banques centrales hostiles aux crypto-monnaies privées

Les banques centrales ont longtemps considéré les crypto-monnaies comme des microphénomènes sans effets notables et sans risques potentiels pour les systèmes financiers et bancaires. Les développements récents du Bitcoin en particulier, dont la valeur actuelle atteint désormais 250 milliards de dollars, commencent cependant à les interpeller. Si elles sont encore certainement loin d'avoir pris toute la mesure de la situation, elles adoptent parfois déjà des positions très restrictives en interdisant leur usage. Dans certains pays, elles ont déjà choisi d'encadrer progressivement l'utilisation de ce qu'elles considèrent comme un « actif » et non pas une devise virtuelle.

La Chine est l'une des premières banques centrales à avoir clairement pris position sur le sujet en interdisant en 2017 l'émission et les transactions de Bitcoin et d'autres crypto-monnaies, tout en indiquant que la technologie actuelle n'était pas appropriée et que les conditions n'étaient pas mûres pour développer une monnaie digitale. Il est toutefois possible que la PBOC soit en train d'étudier l'opportunité de création d'une monnaie digitale facilitant les paiements et le contrôle de la monnaie. L'annonce de l'interdiction du Bitcoin en 2017 avait temporairement fait chuter les cours de -30%. En Inde, le message est similaire, la banque centrale est clairement opposée à l'utilisation de ce type d'instruments, évoquant très clairement le risque que ceux-ci soient une véritable autoroute pour le recyclage d'argent sale et le financement du terrorisme. Si elle étudie également le développement possible d'une monnaie digitale légale, elle a pour l'instant aussi banni l'utilisation des crypto-monnaies. En Corée du Sud, la banque centrale interdit le recours aux crypto-monnaies considérées comme un outil favorisant le crime organisé. Au Japon, le gouverneur Haruhiko Kuroda a récemment évoqué le principe de création d'une monnaie digitale en indiquant qu'il n'existait aucun plan imminent de constitution d'une CBDC (central bank digital currency) permettant d'étendre aux individus l'accès à des comptes de banque centrale. En Europe, la banque centrale allemande est sans doute la plus claire à ce jour sur son appréciation du rôle des crypto-monnaies en évoquant une inquiétude grandissante à l'égard des effets indirects qui peuvent apparaitre si l'utilisation de ces monnaies virtuelles s'intensifie. Un des membres de la Bundesbank expliquait ce sentiment il y a quelques semaines, en indiquant que la frénésie et la hausse du Bitcoin traduisait plus le comportement spéculatif des investisseurs qu'il ne représentait un attrait réel pour une nouvelle forme de paiement.

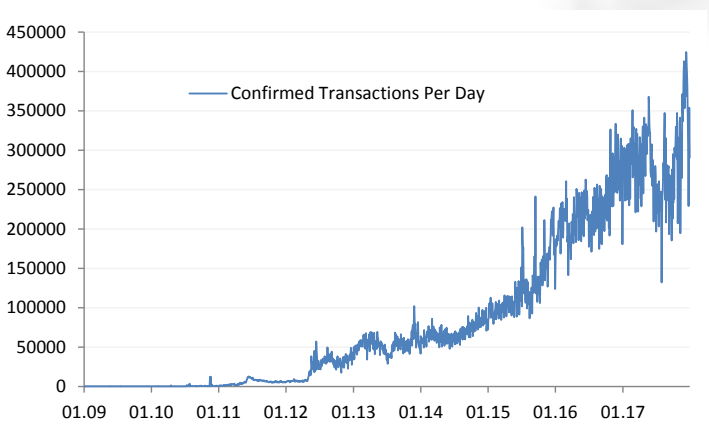
La crainte qu'un transfert des dépôts en dollars ou en euros se fasse en faveur de crypto-monnaies pourrait affecter le système bancaire et l'efficacité de la politique monétaire. Le couple franco-allemand semble partager une vision commune sur la question si l'on en croit les commentaires du gouverneur de la Banque de France qui rappelle que tous les exemples de création de monnaies privées dans l'Histoire se sont mal terminés. Selon lui, ceux qui utilisent le Bitcoin aujourd'hui le font à leurs risques et périls en relevant aussi qu'aucune institution n'était derrière le Bitcoin et ne pouvait en garantir la pérennité et la sécurité.

Au Royaume-Uni, le gouverneur Carney évoquait plutôt une révolution dans le monde de la finance en parlant de la technologie « Blockchain » qui pourrait permettre de renforcer la lutte contre la cybercriminalité financière et révolutionner la manière dont les paiements entre consommateurs et institutions pourraient être effectués. Un commentaire plutôt prudent, qui n'adresse pas réellement la question actuelle des risques systémiques que pourraient provoquer l'utilisation de crypto-monnaies à plus large échelle.

Au Canada, les recherches sont aussi en cours. La responsable de ces études indiquait dans une interview que les crypto-monnaies ne sont clairement pas des formes réelles de monnaies, mais doivent plutôt être considérées comme un actif ou un titre, qui devrait être traité comme tel. Sa vision sur les perspectives de la technologie « Blockchain » est cependant plutôt positive.

En Russie, on parle encore plus clairement de pyramide de Ponzi, qui ne saurait être légalisée. La Présidente de la banque centrale Elvira Nabiullina déclarait ainsi une vive opposition à toute monnaie privée, qu'elle soit physique ou virtuelle et l'interdiction des sites internet autorisant les consommateurs à échanger des Bitcoins.

**Nombre de transactions**




Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

**Les Pays-Bas et les pays nordiques innovent**

Une banque centrale expérimente déjà une monnaie virtuelle en Europe. Le DNBcoin a en effet été créé par la banque centrale des Pays-Bas en 2015 afin d'étudier les implications possibles d'une monnaie digitale, limitée pour l'instant à un usage interne. Les premières conclusions présentées suggèrent que la technologie « Blockchain » pourrait être applicable dans le règlement de transactions financières complexes. Les positions des banques centrales norvégienne et suédoise vont dans le même sens. La banque centrale de Suède étudie la création d'une monnaie digitale « enregistrée » et semble considérer qu'une e-krona ne poserait pas de problème de politique monétaire.

**La BRI et le FMI avertissent**

La banque centrale des banques centrales, la Banque des règlements internationaux, résume la situation en soulignant que les banques centrales ne peuvent ignorer l'évolution de la technologie et l'engouement peut-être inconsidéré des populations pour les crypto-monnaies, qui devraient les conduire à réfléchir à la position à adopter à l'égard de ces développements. En d'autres termes, il leur faut définir quelles seraient les opportunités et les implications des créations de monnaies digitales directement émises et contrôlées par les banques centrales. Une telle éventualité aurait cependant aussi des répercussions indirectes sur le fonctionnement du système bancaire. Le FMI relève dans son dernier rapport sur les monnaies virtuelles qu'elles peuvent offrir des avantages indéniables, mais qu'elles posent des risques considérables en tant que véhicules potentiels de blanchiment d'argent, d'évasion fiscale, de financement du terrorisme et de fraude. Les réponses réglementaires à ces enjeux n'en sont qu'à leurs prémisses et devront être capables de considérer les divers aspects impliqués par le développement de ces monnaies virtuelles. Il sera indispensable de légiférer pour replacer ces monnaies virtuelles dans un cadre légal auquel elles échappent en partie aujourd'hui.

**Perte d'influence probable des facteurs de soutien au Bitcoin**

Le succès du Bitcoin tient, semble-t-il, en grande partie dans la conjonction de plusieurs facteurs qui se sont probablement alignés au même moment pour constituer une conjonction optimale favorable à l'émergence de ce que beaucoup considèrent à tort comme une nouvelle monnaie. Cet alignement n'a pourtant que peu de chances d'être durable dans la mesure où la plupart de ces facteurs sont certainement sur le point d'atteindre leurs limites d'influence. Mais le Bitcoin profite pour l'heure d'un engouement croissant largement relayé par les médias, qui relèvent régulièrement les records de hausse de cours et l'enthousiasme d'une partie de la population pour ce phénomène nouveau tellement en phase avec les développements technologiques accompagnant l'avènement de l'ère du numérique. La défiance souvent évoquée d'une partie du public envers les politiques gouvernementales issues de la crise financière des dix dernières années reste toujours vivante et constitue certainement encore un des facteurs de soutien de la demande de Bitcoin. Elle alimente en fait les espoirs ou fantasmes de solutions alternatives durables permettant de s'affranchir des contraintes liées à la réglementation sur les transactions financières en permettant en particulier l'émergence de devises non contrôlées alternatives aux principales monnaies ayant cours légal et offrant toutes les garanties de discrétion et d'anonymat qui n'ont plus cours dans le système financier actuel des pays développés. L'évolution des crypto-monnaies en 2017 a certainement dépassé un point que la plupart des gouvernements et banques centrales considéreront comme une limite exigeant leur intervention. Il semble désormais de plus en plus probable que ceux-ci verront la nécessité d'encadrer plus fortement l'utilisation du Bitcoin et des autres crypto-monnaies, voire d'interdire simplement leur utilisation par le public. Le Bitcoin a lui aussi profité d'un environnement règlementaire insuffisamment précis et naturellement peu adapté à l'évolution accélérée de la technologie. Le futur cadre réglementaire agira certainement comme un frein au développement des crypto-monnaies, en leur retirant probablement les attributs qui leur ont permis de contourner les efforts de la communauté internationale pour mettre en place un cadre international capable de lutter efficacement contre les transactions financières suspectes. Le Bitcoin est devenu un moyen de paiement de plus en plus accepté et une source de thésaurisation de valeur alternative pour un nombre croissant d'utilisateurs. Mais dans sa forme présente, il ne peut être considéré comme une monnaie, ni même comme une monnaie virtuelle. Tout au plus, les gouvernements lui laisseront-il le statut d'actif, comme cela est déjà le cas dans certains pays, soumis à une législation fiscale autorisant le prélèvement d'un impôt sur les plus-values en capital. L'avènement du Bitcoin aura sans doute provoqué une prise de conscience des gouvernements, plus soucieux désormais de ne pas partager leur prérogative exclusive d'émettre de la monnaie avec des systèmes privés incontrôlés et insuffisamment régulés. Nous verrons donc certainement dans un avenir proche des monnaies virtuelles légales de banques centrales se créer sur la base de la technologie « Blockchain » et qui sonneront alors le glas des « crypto-monnaies » actuelles.

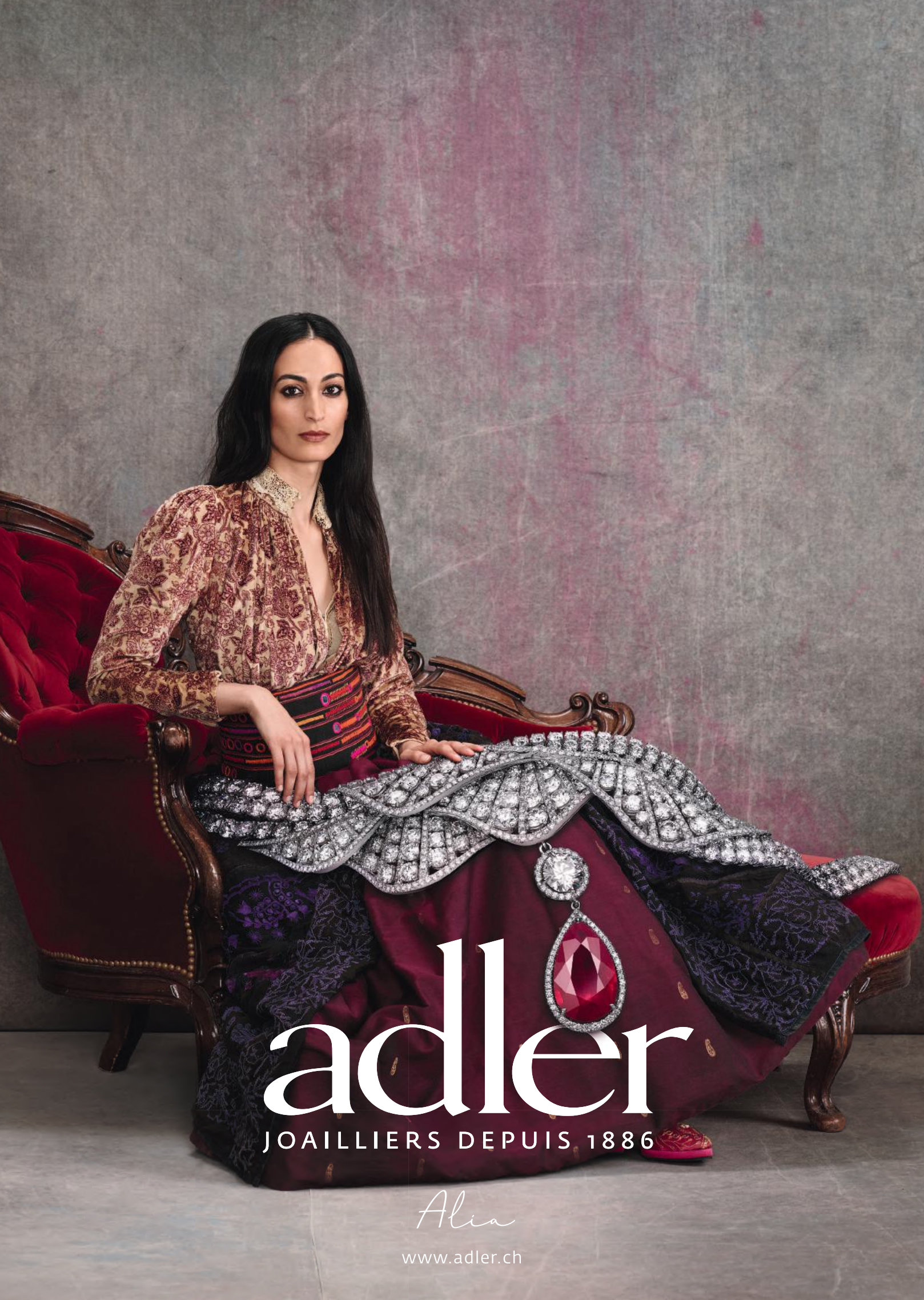
**Eclatement de la bulle spéculative en 2018 ?**

A plus court terme, l'avenir du Bitcoin comme investissement reste tout à fait incertain. Tout d'abord, si le Bitcoin est effectivement de plus en plus utilisé comme moyen de paiement, il serait cependant réducteur de simplement associer son développement à celui du commerce en ligne. Même si de plus en plus d'utilisateurs y ont recours, augmentant ainsi la demande, il semble peu probable que les acteurs du commerce en ligne prennent le risque à long terme de conserver et thésauriser les Bitcoins reçus en contrepartie de leurs ventes. Ils devraient au contraire presque instantanément échanger ces derniers contre une monnaie légale augmentant de ce fait du même montant le niveau de l'offre. Ce facteur est certainement positif mais n'est pas le plus déterminant dans l'équation. La demande spéculative reste donc certainement l'un des facteurs soutenant la hausse actuelle du Bitcoin. Ce n'est pas un phénomène nouveau et il convient de rappeler que si au cours de la décennie 2010 les cours ont connu plusieurs phases d'expansion, comme celle que nous connaissons en 2017, celles-ci ont été suivies de phases brutales de correction de valeur.

En 2011, les cours plongeaient de -91%, en 2013 la chute était de -50% et entre 2014 et 2015 la perte de valeur représentait -85%. Les cours du Bitcoin semblent donc extrêmement dépendants du niveau de la demande de transaction et de spéculation, puisque comme déjà évoqué, la création de Bitcoin est marginale. Ainsi, aussi longtemps que les détenteurs actuels de Bitcoins restent confiants et conservent leurs unités, il est probable que l'augmentation de la demande motivée par un environnement médiatique encore favorable suffise à pousser un peu plus haut encore les cours. Mais nous attirons évidemment l'attention des participants au réseau sur les dangers actuels d'une spéculation qui nous semble devenir frénétique. La hausse du Bitcoin nous semble toujours sans fondement suffisant et l'éclatement de cette bulle spéculative semble clairement programmé, comme le préfigure sans doute déjà les Flash crash de novembre et décembre. Les conséquences d'un éclatement de la troisième bulle spéculative du Bitcoin de la décennie en 2018 seraient nécessairement plus importantes que les précédentes en raison du nombre de participants et des montants actuels concernés.

En effet, les crashs précédents (2011, 2013, 2015) du Bitcoin ne touchaient qu'un nombre limité d'utilisateurs et les montants en jeu restaient tout à fait marginaux, de l'aveu même des banques centrales. Les développements récents de ce marché ont tout à fait modifié le contexte et les risques potentiels. Les crypto-monnaies représentent désormais plus de 500 milliards USD, soit environ 10% du bilan de la BCE à titre de comparaison. Il existe désormais de plus en plus de produits financiers liés aux crypto-monnaies, dont la valeur est encore réduite mais qui pourrait rapidement croître avec l'introduction aux Etats-Unis d'un marché à terme organisé pour le Bitcoin et le développement d'une réglementation ouvrant la porte à la création d'ETF américains. Dans un tel contexte, il est difficile de prédire quand l'enthousiasme des participants à ce marché perdra de son intensité et à quel moment le désir de prises de profits renversera durablement la tendance haussière actuelle. Cela dit, lorsque ce processus se mettra en place, il est probable que la correction soit rapide et brutale. Le Bitcoin à 5'000 ou 1'000 USD en 2018 est donc tout aussi probable qu'une hausse à 20'000 USD puisqu'une valeur objective reste difficile à estimer. Les détenteurs ou acheteurs de Bitcoin à des fins d'investissement ou de spéculation tireront eux-mêmes les conclusions qui s'imposent avant de parier simplement sur l'avenir.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group


adler
JOAILLIERS DEPUIS 1886
Alia
www.adler.ch

## Renseignements

Vous pouvez en tout temps obtenir des renseignements en contactant BBGI Group SA :

Tel : + 41 22 595 96 11
Fax : + 41 22 595 96 12
Email : info@bbgi.ch

Ou en adressant vos demandes d'informations par courrier à l'adresse suivante :

BBGI Group SA
Rue Sigismond Thalberg 2
CP 1235
1201 Genève

www.bbgi.ch

Informations importantes : Ce document et toutes les données et informations y figurant sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ces informations sont mises à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document est basé sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ce dernier ne peut être utilisé ou considéré comme un engagement des auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

# Personal Service... PERFECTED

## Orchestrating complex itineraries is our job

Experience exceptional customer service from the moment you place your call to the time you reach your destination. Going above and beyond is what defines the level of service you'll enjoy from your own personal flight crew. Orchestrating complex itineraries is our job – enjoying the trip is yours. Jet Aviation Charter Services... Personalized to Perfection.

## One Jet Aviation. Many Advantages.

Maintenance, Refurbishment, Completions, FBO, Aircraft Management, Flight Support, Charter, Staffing.

MANAGEMENT • FBO • JET AVIATION • CHARTER • STAFFING • MAINTENANCE • SINCE 1967 • COMPLETIONS

JET

**EMEA & Asia**
+41 58 158 1900
charter.geneva@jetaviation.ch

**USA**
+1 201 462 4100
charter.usa@jetaviation.com

www.jetaviation.com

JET AVIATION
A GENERAL DYNAMICS COMPANY

BENBEN.CH

# MONTRES PRESTIGE
GENEVA

## A UNIQUE PLACE
## FOR UNIQUE WATCHES

LAURENT FERRIER
GENEVE

AUDEMARS PIGUET
*Le Brassus*

RESSENCE
BEYOND HANDS

*A. Favre & fils*

RICHARD MILLE

&CO
JACOB&CO

AKRIVIA
GENÈVE

SHAMBALLA JEWELS

HYT

QUAI DU MONT-BLANC 19, CH-1201 GENEVA • WWW.MONTRESPRESTIGE.CH