



Stratégie d'investissement

Avril 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 La chute temporaire des métaux industriels est une opportunité

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Léger fléchissement conjoncturel mais excellentes perspectives pour 2018
- Retour annoncé de la volatilité dans les marchés financiers
- Taux d'intérêt, inflation et « guerre commerciale » font chuter les cours
- Les valorisations élevées des actions sont désormais corrigées
- Nouvelles opportunités d'investissement plus attrayantes

Le premier trimestre de l'année 2018 aura vu la concrétisation de nos anticipations d'un prochain retour de la volatilité dans les marchés financiers. Après un mois de janvier toujours marqué par l'optimisme des investisseurs, les statistiques économiques américaines solides ont soudain ravivé les craintes d'une remontée plus rapide qu'escomptée des taux d'intérêt. Les chiffres de l'emploi suggéraient, en particulier, une accélération probable de l'inflation en 2018, qui pouvait conduire le nouveau président de la Réserve fédérale américaine à annoncer un durcissement de la politique monétaire pour l'année en cours. Ce climat boursier plus incertain a été accompagné par une hausse des anticipations inflationnistes et par un changement d'appréciation des risques, dans un contexte de marchés financiers fragilisés. Pourtant, sur le plan macroéconomique, les signaux ont été plutôt favorables tout au long du trimestre. Malgré un tassement conjoncturel perceptible en début d'année, les perspectives sont restées très favorables. La croissance mondiale devrait dépasser +4% en 2018 et rester solide encore en 2019. Les économies développées devraient bénéficier d'une dynamique soutenue et enregistrer des performances économiques proches de +3%, tandis que les marchés émergents contribueront également, notamment en Chine (+6.5%) et en Inde (+7.2%), à renforcer le cycle conjoncturel mondial. Le retour de la volatilité constaté au premier trimestre n'est donc pas lié à de nouvelles craintes de ralentissement économique, comme c'est pourtant souvent le cas. Au contraire, ce sont plutôt les effets de la vigueur actuelle de l'économie sur les politiques monétaires et les taux d'intérêt qui ont inquiété les investisseurs. Nous l'avons évoqué dans notre précédent document de stratégie de janvier que la hausse des marchés actions avait récemment poussé les valorisations à des niveaux insoutenables à long terme, ce qui constituait, à notre avis, un risque important de correction des prix dans l'environnement actuel. De tels niveaux de valorisation devaient donc subir des ajustements qui ont été finalement provoqués par ces nouvelles craintes de hausse de taux d'intérêt. Les dernières semaines du trimestre ont encore été marquées par l'apparition de nouvelles incertitudes provoquées par la volonté du président américain d'imposer de nouveaux tarifs douaniers à certaines importations, notamment à l'aluminium chinois. Les craintes d'un déclenchement d'une guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine ont alimenté le processus de prise de profits qui ne s'est pas totalement terminé au 31 mars.

Les marchés des actions ont donc subi une chute en deux séquences ; la première ayant été provoquée par les craintes de hausse de taux et la seconde par les risques d'une guerre commerciale aux lourdes conséquences potentielles entre les deux principales économies mondiales. Le marché américain a rapidement cédé près de -10% depuis son plus haut du mois de janvier et n'a pas encore trouvé son point d'équilibre en fin de trimestre selon nous. La chute du mois de mars a été exacerbée par le changement de perception des perspectives de certaines valeurs phares de la technologie et du numérique. Les titres Tesla (-35%), Facebook (-21%) ou Google (-15%), par exemple, finissaient par subir des prises de profits conséquentes, qui effaçaient même toutes les hausses des derniers douze mois. Globalement, le

climat boursier s'est donc dégradé en affectant la plupart des marchés financiers. Ces derniers enregistrent finalement des performances négatives sur trois mois. Les actions américaines ont donc chuté de -3%, soit un peu moins que les valeurs européennes (-3.6%) et que les titres suisses (-6.8%) qui ont retrouvé les niveaux de cours du 1er trimestre 2017, en effaçant également les progressions de cours des derniers trimestres. Le deuxième trimestre devrait être celui d'un retour à un peu plus de sérénité avec la publication de résultats de sociétés, qui devraient être positifs et encourageants pour la seconde partie de l'année. Les indices VIX, indicateurs de volatilité et de risque, devraient également se stabiliser, après avoir subi les hausses attendues. En ce qui concerne les marchés obligataires, nous estimons que le marché américain semble offrir, à court terme, de meilleures opportunités à l'approche du rendement de 3% à dix ans que le marché européen, en particulier, dont les risques de moins-values s'accroissent à mesure que l'on approche de la fin du QE européen.

En ce qui concerne les devises, l'amélioration de la conjoncture internationale aura un impact de plus en plus sensible sur les niveaux d'inflation nationaux et les taux d'intérêt. La poursuite d'une politique accommodante de la BNS ne manquera pas d'affaiblir encore un peu plus le franc contre l'euro même si, à l'approche du seuil de 1.20, il est probable que l'intensité des achats d'euros diminue temporairement. La correction annoncée du Bitcoin pour 2018 s'est déjà assez nettement réalisée, avec la chute de 20'000\$ à 6'000\$ pendant le même temps, sans que cela ne remette en question l'engouement de la spéculation pour les crypto-monnaies. L'environnement économique de l'année 2018 devrait être particulièrement favorable aux matières premières, en raison des développements spécifiques à la plupart de celles-ci, qui suggèrent des déséquilibres entre l'offre et la demande, ainsi qu'une évolution des inventaires souvent favorables à de nouvelles hausses de cours.

Aux niveaux actuels de valorisations des marchés financiers, nous estimons que les risques ont enfin diminué. Après avoir recommandé une certaine prudence et des allocations réduites aux actifs risqués, nous considérons aujourd'hui que de nouvelles opportunités sont apparues. Les prochains mois devraient être mis à profit pour reconstituer des positions dans les marchés en profitant de niveaux de valorisations plus attrayants.



Alain Freymond
Associé
CIO BGGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- La croissance du PIB mondial peut dépasser +4% en 2018
- L'inflation et les taux d'intérêt encore facteurs d'incertitude
- La correction des cours soulage les valorisations trop élevées
- Enfin de nouvelles opportunités d'investissement au 2ème trimestre
- Un contexte également favorable à l'immobilier et aux matières premières

La croissance du PIB mondial peut dépasser +4% en 2018

Malgré un tassement conjoncturel perceptible en ce début d'année, les perspectives sont restées très favorables. La croissance mondiale devrait dépasser +4% en 2018 et rester solide encore en 2019. Les économies développées devraient bénéficier d'une dynamique soutenue et enregistrer des performances économiques proches de +3%, tandis que les marchés émergents, notamment en Chine (+6.5%) et en Inde (+7.2%), contribueront également à renforcer le cycle conjoncturel mondial. Les craintes d'un déclenchement d'une guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine ont alimenté les peurs des investisseurs, inquiets des répercussions possibles d'une escalade des mesures prises par les deux parties et qui pourraient évidemment avoir un impact très dommageable sur l'évolution du commerce mondial. Nous estimons que ces inquiétudes sont aujourd'hui surestimées et privilégions, pour l'instant, une analyse moins pessimiste. S'il est vrai que la volonté du président américain rencontrera forcément une résistance chinoise, il semble qu'aucune des mesures envisagées actuellement ne puisse avoir d'effet réel sur la croissance mondiale. Nous maintenons donc une vision positive des développements économiques attendus pour les prochains trimestres, avec une probabilité grandissante de voir une croissance mondiale supérieure à +4% en 2018.

L'inflation et les taux d'intérêt restent des facteurs d'incertitude

L'année 2018 sera certainement marquée par un renforcement généralisé des anticipations inflationnistes dans le monde. La perception dominante est encore celle d'un renforcement des perspectives de croissance et de politiques monétaires accommodantes. Même si l'on parle de plus en plus, en zone euro notamment, d'un prochain changement de politique lorsque l'inflation sera supérieure à 2%, dans de nombreux autres pays, l'inflation est déjà supérieure à cet objectif. L'année 2018 sera donc celle d'une prise de conscience croissante des populations et des consommateurs que le cycle économique mondial, et par conséquent les cycles nationaux et régionaux, s'affirme avec ses effets positifs sur l'emploi, la confiance des ménages, l'investissement et l'inflation. Les politiques monétaires se garderont bien de devenir restrictives trop tôt, mais cette position implique directement que les banques centrales attendront d'avoir des éléments solides d'accélération des prix, avant de prendre le risque de débiter une nouvelle politique visant, peut-être à ce moment-là, à lutter contre l'évolution haussière des prix. En 2018 et 2019, les investisseurs devraient redécouvrir ce facteur écarté au cours des années précédentes en période de déflation, pour en mesurer les effets possibles sur l'évolution des taux directeurs et des taux nominaux. L'inflation redeviendra donc un facteur d'incertitude, lorsque les tensions sur les marchés de l'emploi et l'évolution des cours des matières premières soutiendront les hausses des divers indices de prix.

La correction des cours soulage les valorisations trop élevées

Il y a quelques mois, nous avertissions que les niveaux de valorisation élevés de plusieurs marchés actions constituaient une menace à la poursuite de la tendance haussière en vigueur. Le marché américain était, à ce propos, l'un des plus généreusement évalué avec des titres des secteurs technologiques et des valeurs de l'économie numérique se traitant à des multiples jugés très excessifs. Nous estimions que le contexte économique favorable était assez largement reconnu et intégré dans les perspectives de croissance des profits, ainsi que le reflétaient, à notre avis, les niveaux souvent élevés de multiples cours/bénéfices, par exemple. La correction des cours qui s'est à nouveau enclenchée en fin de trimestre avec l'émergence de nouveaux risques de « guerre commerciale » entre les Etats-Unis et la Chine est, peut-être, de nature à créer les opportunités attendues pour d'éventuels repositionnements. La valorisation des titres du S&P500 a, en effet, baissé à 16.5x les bénéfices attendus pour 2018 avec la chute des cours à 2'550 points alors que les valeurs européennes et suisses ont des valorisations inférieures à 14x et 15x 2018. A ce stade, nous ne considérons pas ce risque comme un facteur d'influence majeur sur l'évolution des profits des entreprises. Par conséquent, si ce facteur d'incertitude devait provoquer un peu plus encore de volatilité au cours des prochaines semaines, il pourrait aussi améliorer le niveau de valorisation et offrir ainsi l'occasion de nouvelles opportunités d'investissement à moyen terme.

Enfin de nouvelles opportunités d'investissement au 2ème trimestre

La saison de publication des résultats de sociétés qui débute sera, peut-être, l'occasion de mettre en perspectives les corrections de valeurs des dernières semaines avec les opportunités de croissance des bénéfices réelles des entreprises, dans le contexte de renforcement de l'activité économique internationale, au cours des prochains trimestres. La correction des marchés financiers débutée en janvier 2018 a finalement été similaire, tant pour les valeurs de la zone euro que pour celles du marché américain. La correction des cours n'a pas été plus intense, mais elle est intervenue alors que la phase de revalorisation des actions européennes n'était de loin pas encore terminée. L'écart de valorisation des titres américains d'environ 25%, par rapport aux valeurs européennes, ne nous semble pas justifié dans un climat financier également favorable aux valeurs européennes. En termes de rendement du dividende, les valeurs européennes semblent également beaucoup plus attractives, en offrant un rendement deux fois plus élevé que celui distribué par les titres américains. Ces éléments améliorent l'attrait des valeurs européennes qui devraient bénéficier du retour des investisseurs étrangers. Après avoir recommandé, il y a quelques mois, de prendre des profits sur les positions détenues dans les marchés développés et émergents, nous estimons désormais que la consolidation des cours intervenue pendant le trimestre a offert de nouvelles opportunités d'investissement, notamment en zone euro et dans les marchés émergents, en Chine et en Inde en particulier.

Les actions américaines conservent une prime de valorisation qui pourrait se maintenir dans les prochains mois mais qui n'a en fait que peu de chance de s'accroître désormais. Cependant, les valeurs américaines offrent également des opportunités de repositionnement au 2ème trimestre que nous considérons, malgré tout, un peu moins attrayantes.

Un contexte également favorable à l'immobilier et aux matières premières

L'immobilier indirect a également souffert du changement de perception des risques et a subi quelques pressions sur les cours, dans le contexte global de retour des incertitudes et des risques de hausse de taux. Les taux d'intérêt à long terme suivront certainement une tendance haussière, au cours des prochains mois, mais nous estimons que les progressions resteront insuffisantes pour affecter durablement la valorisation des placements immobiliers ou même concurrencer cette classe d'actifs, dans les stratégies de diversification des investissements dans la plupart des régions.

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 au cours du trimestre, essentiellement sous l'effet de la hausse des taux longs des derniers mois. Ils restent toujours attractifs, en comparaison historique, en particulier dans la zone euro et en Asie. Aux Etats-Unis, les valorisations se sont améliorées, mais la concurrence du rendement obligatoire sans risque constitue un frein à la progression des REITs. Le marché immobilier américain pourrait cependant surprendre, dans les prochains mois, par un rebond et une phase de rattrapage des autres marchés développés. Les rendements immobiliers en zone euro et en Asie nous semblent à nouveau plus attractifs et soutiennent des nouveaux investissements dans ce segment.

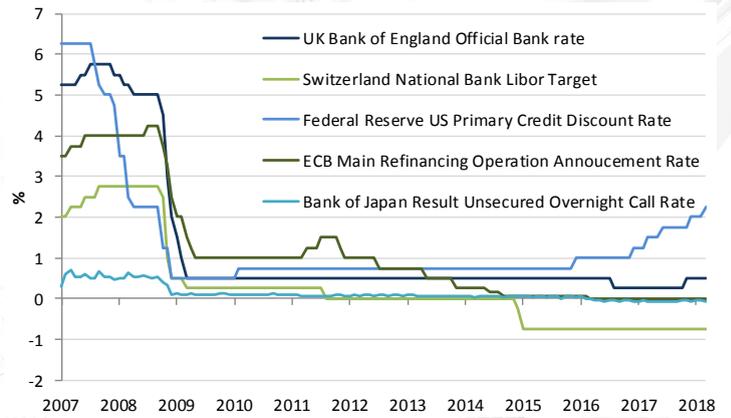
En ce qui concerne les matières premières, la volatilité n'a pas épargné cette classe d'actifs en février, mais le trimestre reste encore positif (+1.5%), malgré le retour des incertitudes. L'indice S&P Goldman Sachs des matières premières a donc surperformé l'indice S&P500 des actions (-2.5%) encore ce trimestre et réalise désormais, sur les neuf derniers mois, un résultat relatif appréciable de +9.7%. Le cycle économique international se renforce et les perspectives de croissance mondiale au-dessus de +4% devraient s'avérer être un facteur solide de soutien des cours des matières premières en 2018. Un développement positif de la demande mondiale, tiré par la relance industrielle, aura des effets croissants sur les segments énergie, métaux industriels et métaux précieux. Dans ces trois secteurs, les investissements ont été plutôt faibles au cours des dernières années. On devrait donc déjà assister à un rapprochement des courbes de l'offre et de la demande et même à un croisement de celles-ci dans certains cas, en particulier dans le secteur pétrolier.

La chute du CAPEX et la diminution des capacités de production dans plusieurs secteurs (énergie, or, argent, métaux industriels) pèseront plus fort encore en 2019 sur l'équilibre du marché et devraient contribuer à créer les conditions d'un « bull market » durable. Les matières premières ont tendance à surperformer les autres classes d'actifs, lorsque le cycle économique s'intensifie et que des tensions inflationnistes apparaissent. La situation actuelle nous semble particulièrement favorable à un retour de la surperformance des matières premières contre la plupart des autres classes d'actifs.

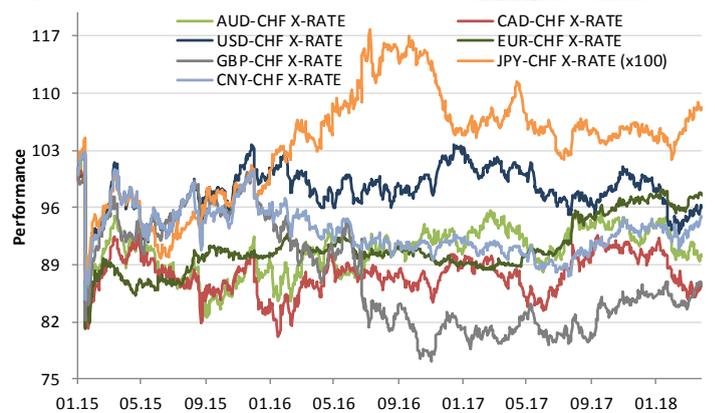
A l'heure où les investisseurs s'inquiètent à nouveau des risques de hausses de taux d'intérêt et de relance de l'inflation, il est important de rappeler la corrélation plutôt positive de cette classe d'actifs avec ces deux facteurs.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

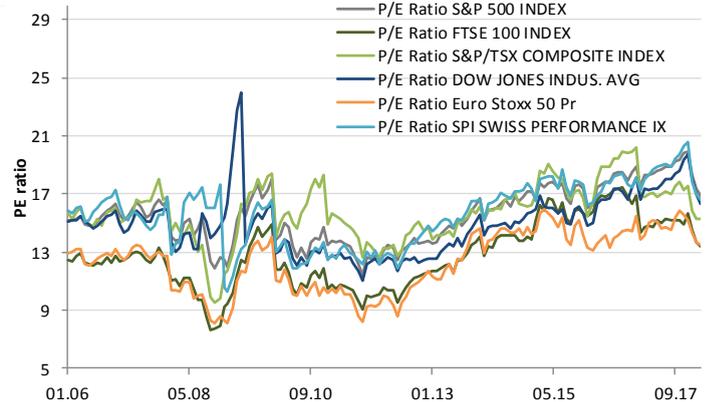
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



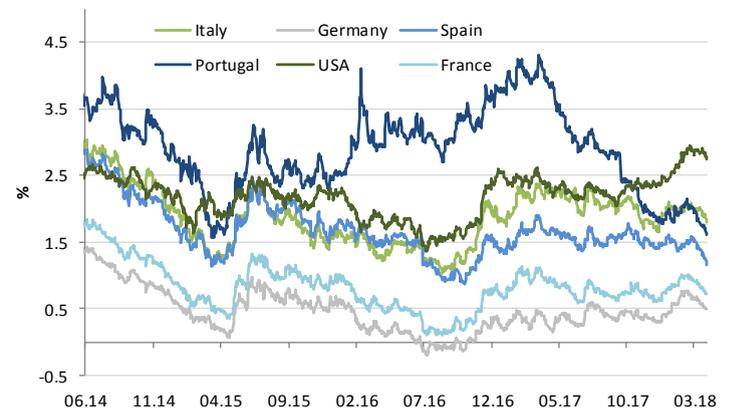
7 principales devises contre CHF (base 100)



PE des marchés développés



Taux gouvernementaux 10 ans



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Vue Globale

- Croissance américaine en décélération ?
- La zone euro conserve un rythme de développement soutenu
- Fléchissement de l'activité au Royaume-Uni
- La force du yen menace l'économie japonaise
- Révision à la hausse des perspectives pour le PIB suisse



Croissance américaine en décélération ?

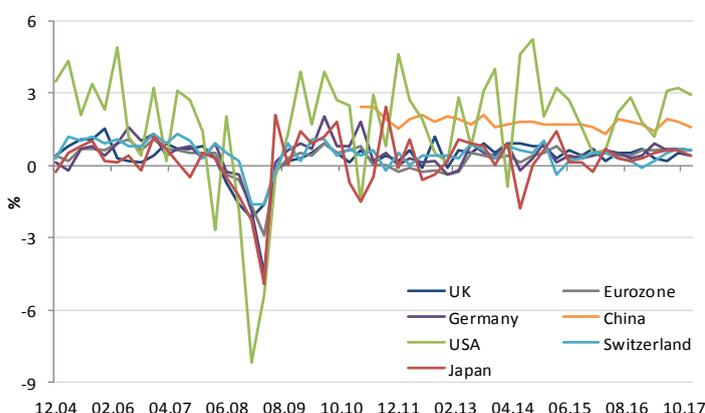
L'économie américaine a terminé l'année sur un rythme de croissance annualisée (+2.5% puis révisé à +2.9%) inférieure à celle du 3ème trimestre (+3.2%). Celle du 1er trimestre devrait rester proche de +2.4%, marquant un peu le pas en ce début d'année, par rapport aux chiffres obtenus en 2017 et aux espoirs d'accélération conjoncturelle pour 2018. Cependant, la Réserve fédérale ne semble pas particulièrement inquiète de ce début d'année encore « soft », puisqu'elle relevait une nouvelle fois son objectif pour 2018 à +2.7% lors de sa dernière réunion. De notre côté, nous mentionnions, dans nos perspectives du début d'année, que l'économie américaine n'avait que très rarement été en mesure d'enregistrer deux trimestres consécutifs de croissance annualisée supérieure à +3% depuis l'an 2000. Nous suggérons alors que ce rythme ne serait, sans doute, pas soutenable en 2018 et que l'on devrait plutôt assister à un tassement du taux de progression du PIB, ce qui semble effectivement se concrétiser depuis deux trimestres. Les indicateurs avancés pointent, de fait, encore vers une intensification de l'activité économique en 2018. 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 soutenir davantage la consommation des ménages en 2018. Du côté de l'investissement, les développements économiques récents ont affecté les niveaux des capacités de production, ce qui ne manquera pas de provoquer de nouveaux investissements, dans un contexte plutôt favorable pour les marges des entreprises. Le PMI manufacturier de mars rebondit à 55.7, après un déclin en février à 55.3, et reste donc élevé, alors que l'indice ISM manufacturier atteint un nouveau sommet (60.8) des dix dernières années en février. Léger tassement également pour les indicateurs non-manufacturiers, tels que l'ISM global en baisse de 59.9 à 59.5, qui reste proche de son « top » des dix dernières années, alors que le PMI de mars des services glisse de 55.9 à 54.1. Il semble raisonnable de compter sur une poursuite de la dynamique actuelle au cours des prochains

trimestres, soutenue par les facteurs déjà en action, à moins que les risques de guerre commerciale relancés par l'introduction de taxes douanières aux Etats-Unis n'affaiblissent la conjoncture. Une hausse graduelle des taux devrait avoir des effets limités sur l'évolution du PIB en 2018. Les attentes sont toutefois élevées et ne pourront, sans doute, être atteintes que si le consommateur américain est au rendez-vous. La réserve fédérale est plus confiante que jamais dans les perspectives de croissance américaine et relève ses prévisions pour 2018 de +2.5% à +2.7%, ainsi que celles pour 2019 de +2.1% à +2.4%. Dans son analyse des conditions actuelles, elle relève une baisse temporaire de la dynamique au premier trimestre qui ne remet pas en question sa vision pour l'ensemble de l'année.

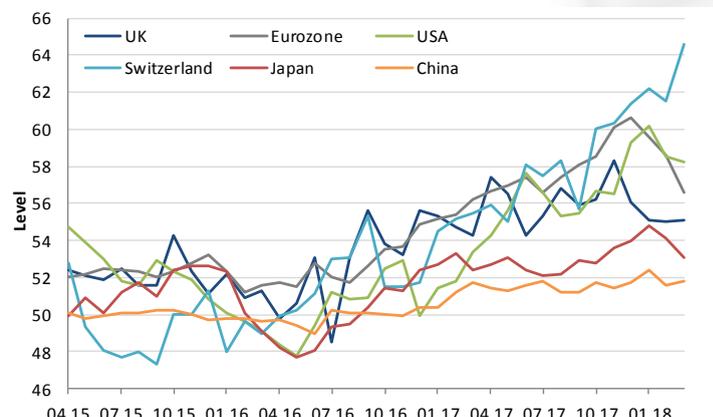
La zone euro conserve un rythme de développement soutenu

Nos prévisions de renforcement de la dynamique européenne en 2017 se sont confirmées avec la hausse de +2.7% du PIB agrégé de la zone euro au 4ème trimestre. La zone euro enregistre un résultat finalement supérieur à celui réalisé par l'économie américaine (+2.5%), en raison du léger tassement de l'activité aux Etats-Unis. Les prévisions de croissance pour le trimestre en cours sont de +0.6% et de +2.5% sur l'année 2018, légèrement meilleures que celles de la BCE. L'année 2018 pourrait encore profiter de l'accélération de la tendance engagée et d'une hausse de la demande, notamment de produits allemands, induites par la reprise mondiale. Le PIB de l'Allemagne pourrait atteindre +2.6% de croissance. L'OCDE estime, de son côté, que le PIB européen pourrait avancer de +2.2%. En France, les surprises concernent aussi bien le marché de l'emploi que l'investissement des entreprises ainsi que l'évolution des exportations, qui devraient s'inscrire dans la tendance de hausse du PIB de +0.7% du 4ème trimestre 2017. Mais la prudence reste indispensable, dans le contexte actuel de vigueur de l'euro et d'un affaiblissement relativement sensible des indicateurs avancés. En effet, les indices PMI ne cessent de glisser depuis leurs sommets atteints en décembre, laissant présager un tassement

PIB trimestriels



PMI manufacturiers



de l'activité aussi au 1er trimestre 2018. L'indice Markit des services glissait de 58 (janvier) à 55 en mars, confirmant la tendance initiée par l'indice manufacturier, en baisse depuis décembre (60.6) à 56.6 en mars. Le début d'année 2018 devrait donc être favorable et confirmer nos prévisions positives de croissance du PIB européen, mais les risques posés par la hausse de l'euro ne sont pas négligeables et pourraient finalement peser sur la dynamique attendue. Une hausse globale d'environ +20% en à peine plus d'un an constitue, en effet, une menace pour les perspectives d'inflation, mais aussi pour le développement futur de l'économie européenne. L'appréciation de l'euro a été un phénomène logique, pendant la période d'accélération conjoncturelle relativement inattendue de l'année 2017. Mais au niveau actuel, la force de l'euro pose un problème à la BCE et peut mettre en danger la qualité de la reprise en cours ainsi que la compétitivité de l'industrie européenne. La BCE affiche une confiance toujours plus assumée dans la qualité de la reprise économique en cours dans la zone euro. Elle relève ainsi que la vigueur de la croissance pourrait surprendre au cours des prochains mois et même dépasser les prévisions. Tout semble aller, en effet, pour le mieux désormais dans la zone euro; la croissance du PIB peut enregistrer une certaine accélération, grâce à une bonne tenue de la consommation des ménages, à un marché du travail plus dynamique et à des exportations en hausse, malgré l'appréciation de l'euro. La BCE relève ses perspectives de croissance pour 2018 à +2.4%. Les indicateurs économiques suggèrent donc une poursuite de ces tendances favorables, confortant un peu plus la BCE dans son analyse positive des perspectives pour 2018 et 2019.

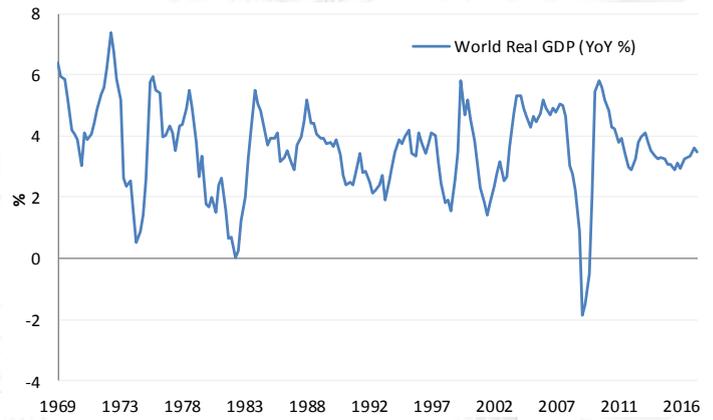
Fléchissement de l'activité au Royaume-Uni

Le PIB du 4ème trimestre (+0.4%) reste, en effet, dans la tendance d'effritement de la dynamique économique déjà constatée sans aggravation notable. La performance sur un an se stabilise à +1.4%. Les exportations perdent encore de leur vigueur au 4ème trimestre (-0.2%) et la hausse des importations (+1.5%) n'est pas un signe positif pour la balance commerciale. La consommation privée est à nouveau plus faible (+0.2%) et la hausse de +0.6% des dépenses publiques compense un peu cette perte de dynamisme. Les indicateurs avancés ne montrent pas de dégradation évidente à attendre en début d'année. La baisse de 58.4 en novembre à 55.2 en février du PMI manufacturier suggère un tassement de l'activité du secteur, mais du côté des services, l'image est un peu plus positive, le PMI remonte en effet légèrement de 53 à 54.5 en février. Le constat est similaire pour la construction (hausse de 50.2 à 51.4). Globalement, l'indicateur composite est légèrement meilleur et progresse de 53.5 à 54.5. La confiance des consommateurs et le baromètre des affaires ne subissent pas de modifications majeures et témoignent toujours de l'incertitude causée par le Brexit. Dans ce contexte, le très léger rebond du taux de chômage (de 4.3% à 4.4%) en décembre suggère, peut-être déjà, une dégradation du marché de l'emploi, lequel se retrouve cependant en croissance (+88'000), après une perte de 56'000 emplois en octobre. L'évolution positive de la production industrielle (+1.3% en janvier) et de la production manufacturière (+0.1%) est encourageante. Les perspectives de croissance pour l'économie britannique sont plutôt stables avec une prévision de +0.4% au 1er trimestre et +1.5% sur 2018. Nous annonçons en novembre que la hausse de 0.25% des taux directeurs de la BoE ne serait pas rapidement suivie d'autres phases de resserrement monétaire, en raison justement des risques d'affaiblissement de la conjoncture. Comme annoncé dans notre analyse précédente, la hausse des taux directeurs à 0.5% pourrait donc bien être suivie d'une longue période d'inaction. La BoE devrait, en effet, maintenir ce taux ou ne procéder à des hausses mineures qu'en seconde partie d'année.

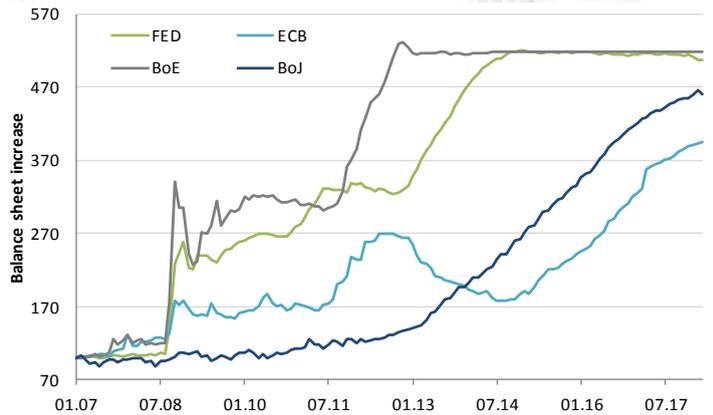
La force du yen menace l'économie japonaise

La croissance japonaise a finalement été plutôt forte en 2017, bien qu'elle termine sur un résultat annualisé de +1.6% plus faible au 4ème trimestre. Les données trimestrielles ont été relativement volatiles, à l'image du 3ème trimestre, lequel marquait une accélération de la dynamique économique de +2.5%. L'économie japonaise boucle donc l'année sur une note moins positive, rallongeant toutefois la phase de croissance actuelle en enregistrant sa huitième

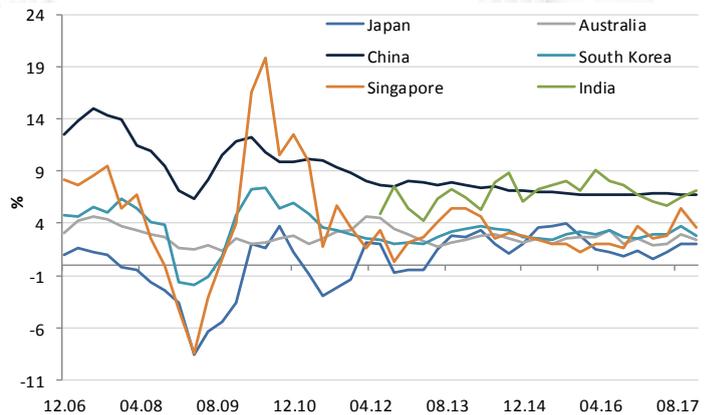
Croissance réelle de l'économie mondiale



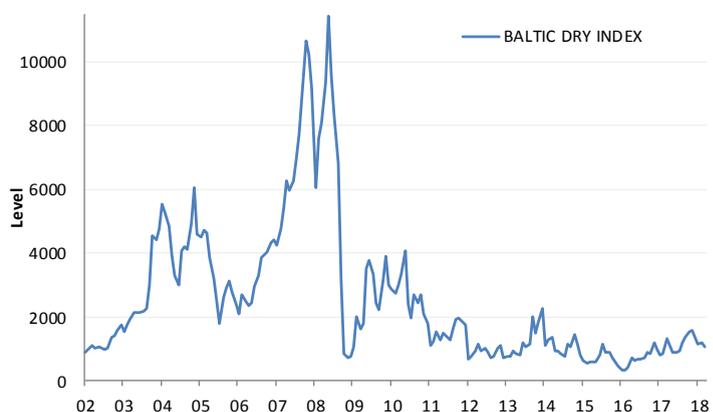
Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)



Baltic Dry Index



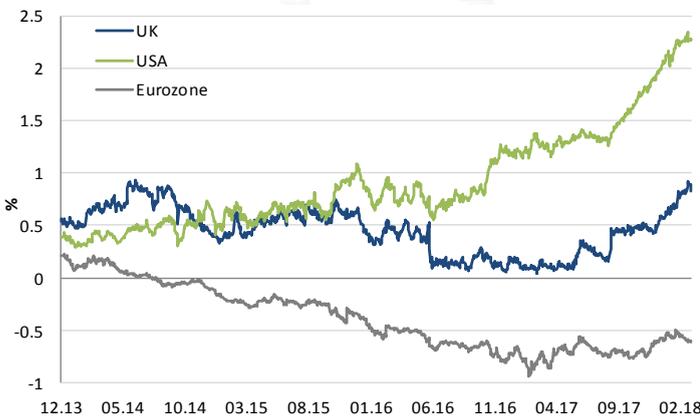
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

progression trimestrielle consécutive. La progression du PIB japonais a perdu un peu de sa dynamique, alors que le contexte économique international s'est pourtant renforcé dans le même temps. Au cours des prochains mois, elle pourrait toutefois fléchir davantage, en raison de la vigueur affichée du yen depuis plusieurs mois. En effet, on devrait assister, en ce début d'année 2018, à un tassement conjoncturel au Japon provoqué, en particulier, par la hausse du yen de +10% contre le dollar. La force inattendue du yen menace clairement la reprise des exportations et de profits des entreprises, qui ont été des moteurs importants de la reprise conjoncturelle. L'économie japonaise a, en effet, été soutenue par un environnement favorable au développement de ses exportations et par une reprise de l'investissement. La croissance des exportations a déjà fléchi depuis quelques mois et, même si en janvier elle s'affiche encore à +12.2%, elle est désormais sensiblement en dessous de la croissance de +18% enregistrée en août. L'économie japonaise risque donc de manquer rapidement du soutien d'une devise faible, au moment où la demande domestique a, plus que jamais, besoin de confiance ainsi que d'une réelle croissance des salaires et du revenu disponible des ménages. La croissance des profits des entreprises devait permettre une hausse des salaires, mais elle a déjà chuté sensiblement de +5.5% à seulement +0.9% entre le 3ème et le 4ème trimestre 2017. On est désormais loin du taux de croissance de +26.6% enregistré au 1er trimestre, ce qui peut remettre en question les perspectives de hausse de la consommation. La hausse du yen est donc une menace significative pour l'économie japonaise qui n'est pas en état de faire face à une appréciation durable de sa monnaie. La BoJ est, sans aucun doute, consciente de l'importance de ce facteur, mais n'a pas d'autres moyens à sa disposition pour contrer les effets négatifs d'une devise forte que ceux déjà mis en œuvre. Cette situation est relativement préoccupante et remet en question les perspectives du Japon pour les prochains trimestres. En l'absence d'un affaiblissement prochain du yen, nous envisageons un développement économique plus incertain pour l'économie japonaise en 2018. La croissance du PIB pourrait ne plus être autant supportée par la demande extérieure et souffrir, en même temps, d'un tassement de la demande intérieure. Les espoirs d'une relance conjoncturelle en 2018 reposent donc sur un renversement de tendance en matière de taux de change et d'un affaiblissement net du yen.

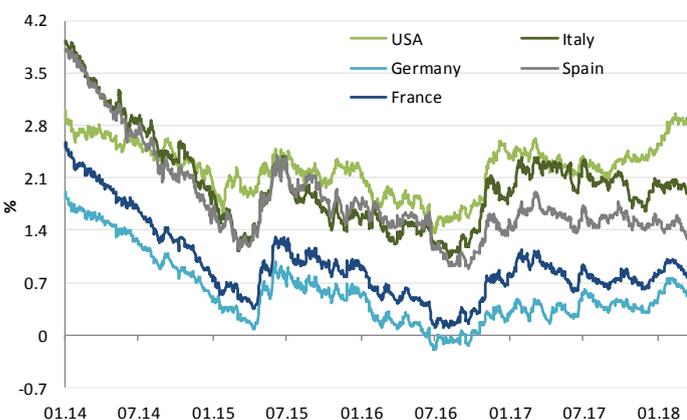
Révision à la hausse des perspectives pour le PIB suisse

Une poursuite de la tendance économique et un ajustement de la valeur du franc suisse devraient permettre à l'économie suisse de recoller un peu plus encore au peloton de tête des principales économies européennes, en dépassant peut-être une croissance de +2% en 2018. L'économie suisse profitera en 2018, plus nettement encore qu'au second semestre 2017, de l'amélioration générale du climat économique et de la confiance des consommateurs. La conjoncture toujours plus solide que devraient connaître les principaux partenaires économiques de la Suisse en 2018 agira comme un accélérateur de tendance. La faiblesse du franc contre la plupart des devises renforcera l'attrait des produits « made in Switzerland ». Nous révisons nos perspectives de développement pour l'économie suisse de +1.8% à +2.2% en 2018. Les derniers indicateurs avancés ont, peut-être, été influencés temporairement par le retour des incertitudes dans les marchés financiers en février, mais ils pointent toujours vers une activité économique très soutenue pour les prochains mois. L'indice du KOF du mois de février est en baisse par rapport à celui de novembre qui marquait le plus haut degré d'optimisme depuis 2010, mais l'indicateur reste très bien orienté pour annoncer une poursuite de l'embellie actuelle. L'indicateur PMI manufacturier annonce lui aussi une poursuite de la tendance robuste déjà commentée dans les résultats du PIB pour le 4ème trimestre. Il se situe désormais à son plus haut niveau depuis juillet 2010. Trois ans après l'abandon du taux plancher, le secteur manufacturier suisse semble retrouver sa place, comme le suggère l'indice qui atteint son sommet des dix dernières années. L'indice des directeurs d'achats montre ainsi un enthousiasme que l'on a rarement connu, aussi bien pour le secteur manufacturier que pour celui des services. L'indicateur de l'évolution anticipée des carnets de commandes recule légèrement, mais celui de l'emploi notamment continue sa progression. Le climat de consommation reste bon, malgré le déclin de l'indicateur de confiance des consommateurs de l'UBS en décembre ; la mesure du SECO est en hausse sensible et atteint même un niveau extrême depuis 2011. Les indicateurs avancés suggèrent encore une intensification de la dynamique économique suisse.

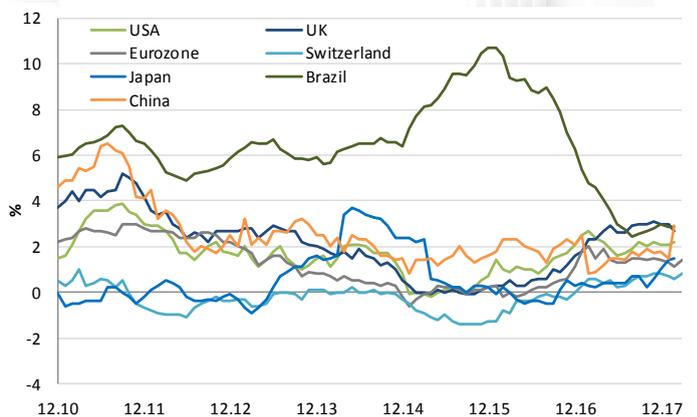
Taux gouvernementaux 2 ans



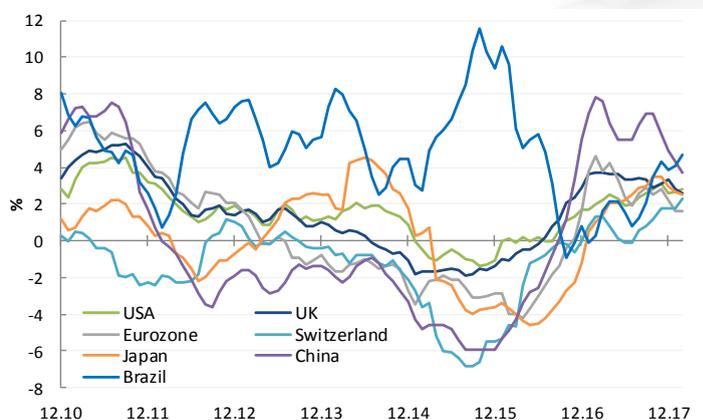
Taux gouvernementaux à 10 ans



Inflation - Indices CPI



Inflation - Indices PPI



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

États-Unis

- Deux hausses de taux en 2018 et probablement trois en 2019
- Croissance américaine déjà en décélération ?
- Nouveaux risques de guerre commerciale
- Hausse graduelle de l'inflation anticipée
- La hausse du dollar se fait attendre
- Contraction des marges, des profits et des multiples



La Fed annonce encore deux hausses de taux en 2018 et probablement trois en 2019

La Réserve fédérale a donc annoncé un maintien du rythme prévu de hausses de taux directeurs en 2018, lors du premier meeting du FOMC de l'ère Powell. La continuité semble donc assurée, puisque cette annonce de deux nouvelles hausses de taux directeurs en 2018, après le resserrement opéré hier de 0.25% portant désormais les Fed funds à +1.5%+1.75%, était prévisible ; la décision a d'ailleurs été prise à l'unanimité sans surprise. Le niveau attendu pour la fin 2018 des taux directeurs est donc de +2.125%, impliquant deux nouvelles hausses de +0.25%. Ce qui l'était moins, c'est l'annonce d'un renforcement de la normalisation en cours pour 2019 avec trois hausses de taux directeurs désormais plus probables. Le niveau estimé des Fed funds à la fin de l'année 2019 a donc logiquement progressé de +2.688% à +2.875%.

La banque centrale américaine semble donc de plus en plus à l'aise de communiquer ses conclusions positives sur l'état de l'économie américaine et de leurs implications sur sa politique monétaire. La tendance est à une accélération probable du rythme des hausses de taux en 2019 et 2020 pour ne pas prendre de risques en 2018. L'aplatissement de la courbe des taux devrait dès lors être graduel et adapté au renforcement de l'activité économique.

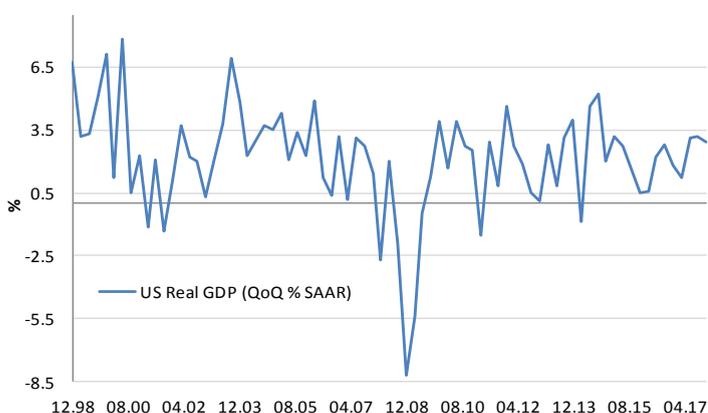
La réserve fédérale est plus confiante que jamais dans les perspectives de croissance américaine et relève ses prévisions pour 2018 de +2.5% à +2.7%, ainsi que celles pour 2019 de +2.1% à +2.4%.

Dans son analyse des conditions actuelles, elle relève une baisse temporaire de la dynamique au premier trimestre qui ne remet pas en

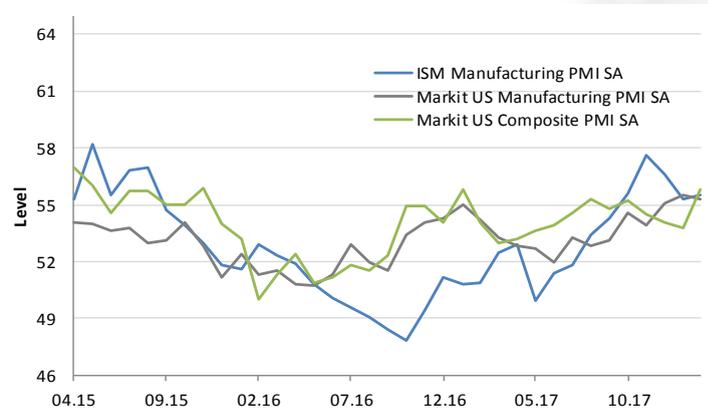
question sa vision pour l'ensemble de l'année. La clé de l'analyse reste centrée sur les conditions du marché du travail qui continuent de montrer une progression des nouveaux emplois et une diminution du taux de chômage (3.9%). Celui-ci pourrait encore glisser à 3.8% en 2018 et même 3.6% en 2019. La vision de la Fed pour l'inflation reste inchangée à la fin du premier trimestre 2018. Une hausse au-dessus de l'objectif de 2% semble probable en 2018, sans risque perçu de dépassement rapide et significatif de cet objectif. La continuité semble donc assurée avec une maîtrise de la communication qui ne laisse que peu de marge de manœuvre aux interprétations et aux développements d'incertitudes importantes sur la future action de la banque centrale américaine. Cependant, il ne nous semble pas que cela soit suffisant, dans le contexte actuel, pour éviter que de nouvelles inquiétudes menaçantes ne resurgissent au sein de la communauté des investisseurs. Le marché obligataire n'a, pour l'heure, pas réagi à l'annonce de cette étape de la politique monétaire. Les taux à 10 ans restent encore dans la bande de fluctuation de +2.8% à +2.95% observée depuis près de deux mois. Du côté de la devise américaine, la situation est un peu moins stable, l'indice du dollar « trade weighted » se retrouvant plutôt dans la partie inférieure de la bande de fluctuation allant de 89.5 à 90.8 enregistrée ces derniers mois.

En ce qui concerne le marché américain, si le risque d'une accélération de la hausse des taux en 2018 c'est estompé, les perspectives nouvelles pour 2019 auront tendance à confirmer les inquiétudes soulevées en février. Le marché actions nous semble ainsi toujours très fragile et sujet à de nouvelles prises de bénéfices.

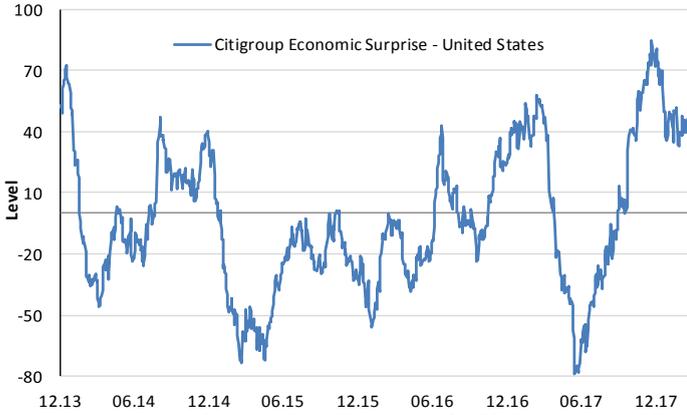
PIB Réel USA trimestriel



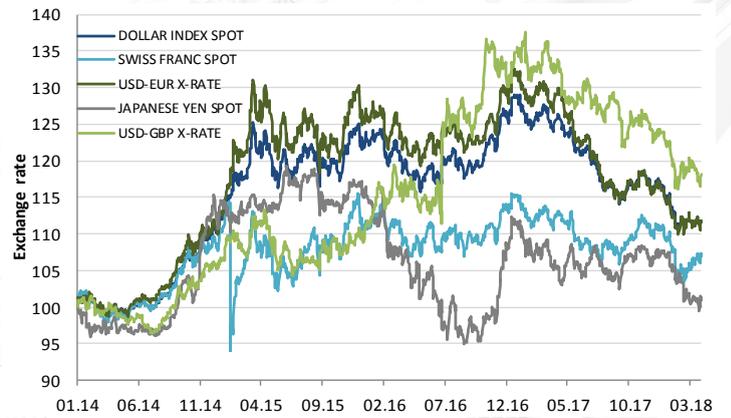
Indicateurs avancés PMI



Citigroup economic surprise index USA



Dollar trade-weighted index et devises



Croissance américaine déjà en décélération ?

L'économie américaine a terminé l'année sur un rythme de croissance annualisée (+2.5%) inférieure à celle du 3ème trimestre (+3.2%). Celle du 1er trimestre devrait rester proche de +2.4%, marquant un peu le pas en ce début d'année, par rapport aux chiffres obtenus en 2017 et aux espoirs d'accélération conjoncturelle pour 2018. Cependant, la Réserve fédérale ne semble pas particulièrement inquiète de ce début d'année encore « soft », puisqu'elle relevait hier encore son objectif pour 2018 à +2.7%.

De notre côté, nous mentionnons dans nos perspectives du début d'année que l'économie américaine n'avait que très rarement été en mesure d'enregistrer deux trimestres consécutifs de croissance annualisée supérieure à +3% depuis l'an 2000. Nous suggérons alors que ce rythme ne serait sans doute pas soutenable en 2018 et que l'on devrait plutôt assister à un tassement du taux de progression du PIB, ce qui semble effectivement se concrétiser depuis deux trimestres. Les indicateurs avancés pointent, de fait, encore vers une intensification de l'activité économique en 2018.

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 la consommation des ménages en 2018. Du côté de l'investissement, les développements économiques récents ont affecté les niveaux des capacités de production, ce qui ne manquera pas de provoquer de nouveaux investissements dans un contexte plutôt favorable pour les marges des entreprises.

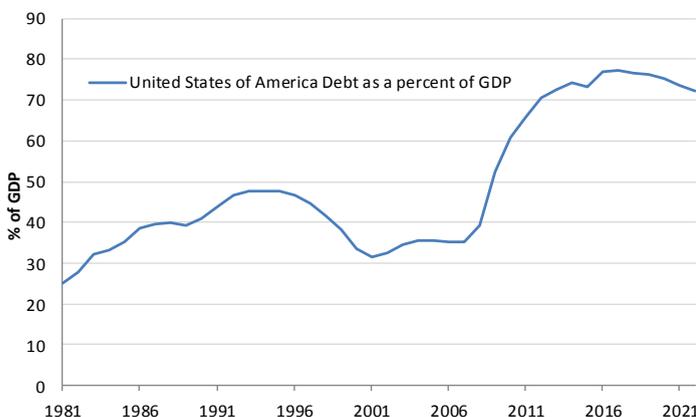
Le PMI manufacturier de mars rebondit à 55.7, après un déclin en février à 55.3, et reste donc élevé alors que l'indice ISM manufacturier atteint un nouveau sommet (60.8) des dix dernières années en février. Léger tassement également pour les indicateurs non-manufacturiers, tel que l'ISM global en baisse de 59.9 à 59.5, qui reste proche de son « top » des dix dernières années, alors que le PMI de mars des services glisse de 55.9 à 54.1. Il semble raisonnable de compter sur une poursuite de la dynamique actuelle au cours des prochains trimestres, soutenue par les facteurs déjà en action, à moins que les risques de guerre commerciale relancés par l'introduction de taxes douanières aux Etats-Unis n'affaiblissent la conjoncture.

Une hausse graduelle des taux devrait avoir des effets limités sur l'évolution du PIB en 2018. Les attentes sont toutefois élevées et ne pourront sans doute être atteintes que si le consommateur américain est au rendez-vous.

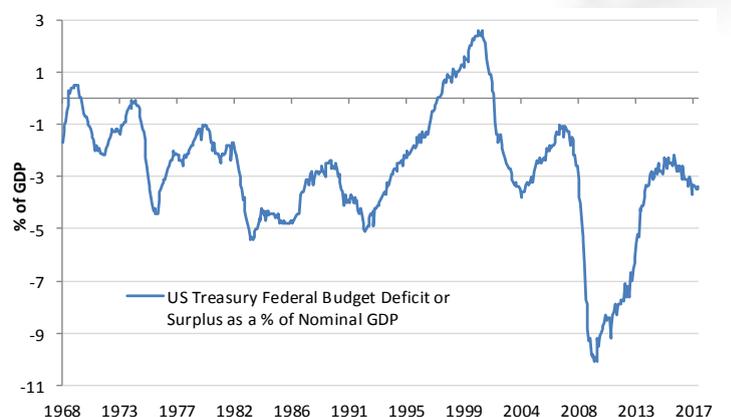
Nouveaux risques de guerre commerciale

Les risques de déceptions pour les perspectives du PIB américain ne sont pas négligeables et pourraient s'accroître dans le contexte de « guerre » tarifaire déclarée par le président Trump, si le renforcement des tarifs douaniers, évalués à 60 milliards de dollars, était suivi de mesures de rétorsion de la part des partenaires économiques importants des Etats-Unis. Il l'avait promis pendant sa campagne électorale et le met en œuvre de manière incisive, en visant certainement plus la Chine que l'Europe dans sa stratégie. Le spectre d'une éventuelle guerre commerciale mondiale est de retour, avec le virage protectionniste pris ces derniers jours par l'introduction d'une taxe sur les importations d'acier (25%) et d'aluminium (10%).

Dettes USA

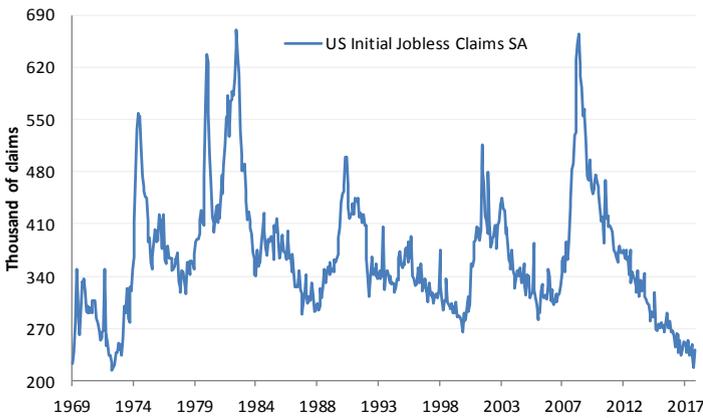


Déficit/Surplus du Trésor US

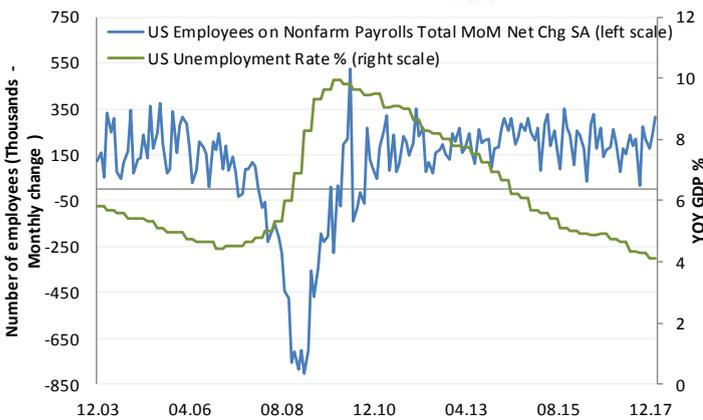


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

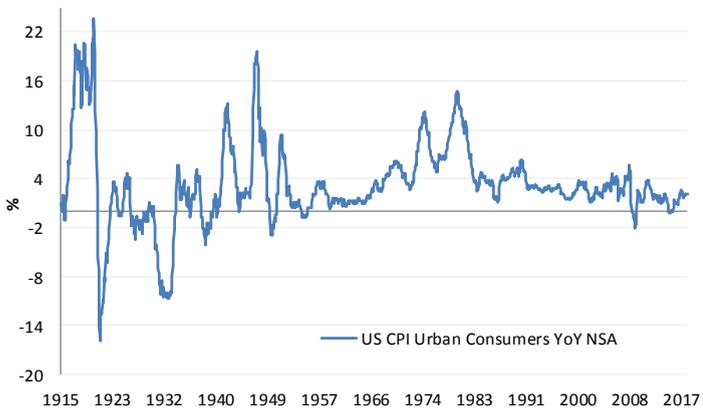
Allocations chômage en milliers de demandes



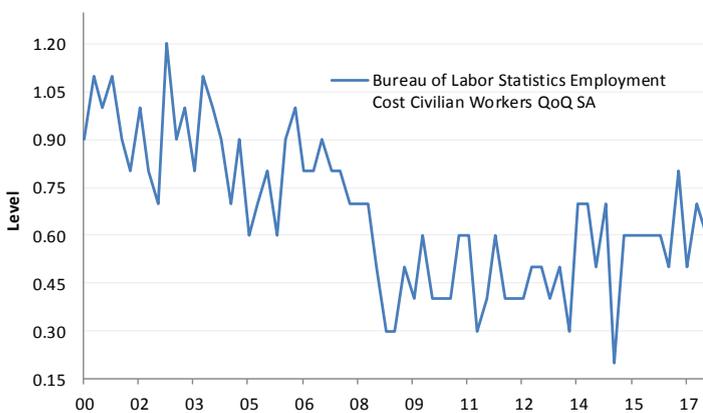
Création d'emplois hors secteur agricole (var. mens. nettes)



Taux annuel d'inflation USA 1914-2018



Coût unitaire du travail (Employment cost index)



L'Europe a évidemment protesté, en n'excluant pas de contre-mesures, mais c'est la Chine qui monte au créneau et dénonce vigoureusement cette atteinte au libre-échange. Les milieux d'affaires américains s'en inquiètent, mais Donald Trump ne devrait pas s'éloigner de cette stratégie qu'il a toujours voulu mettre en œuvre. En s'adressant plus directement à la Chine, il déclare les hostilités, en listant plus d'une centaine de produits taxables, et promet des restrictions aux investissements aux États-Unis.

Donald Trump n'hésite donc pas à ouvrir la boîte de Pandore et exposer l'économie américaine, en pleine relance, à de nouveaux risques à long terme qui commencent déjà à inquiéter plus d'un investisseur.

Hausse graduelle de l'inflation anticipée

Les derniers chiffres publiés pour l'inflation en février (+2.2%) dépassent désormais l'objectif de +2% de la Réserve fédérale. La hausse de l'indice, hors alimentation et énergie (+1.8%) sur un an, était encore en-dessous de 2%. L'objectif est donc atteint et devrait graduellement être dépassé.

La dynamique de hausse reste modeste, en début d'année, mais les indicateurs avancés et la situation du marché de l'emploi semblent toujours suggérer un renforcement de la tendance au cours des prochains mois. L'inflation attendue sur un an a plus nettement progressé que les chiffres mensuels publiés, puisqu'elle s'établit à +2.9% en mars contre +2.7% en février. A plus long terme, l'inflation anticipée à 5-10 ans est aussi plus élevée que celle observée et se situe à +2.5%. Une accélération de cette tendance ne pourra se matérialiser sans une hausse des salaires, qui tarde pourtant à se concrétiser, malgré un marché du travail proche du plein emploi. Contrairement à la théorie, les pressions inflationnistes sont en effet encore faibles, bien que le taux de chômage se stabilise à 4.1%.

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.

Taux longs du Trésor US au-dessus de 3% ?

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 ont été les premiers à relancer la tendance. Nous relevions, il y a quelques mois déjà, que la correction à 2.1% des taux à 10 ans du Trésor n'était pas compatible avec une activité économique soutenue et une normalisation de la politique monétaire régulière de la Fed.

Nos perspectives de hausse des taux longs vers 3% se sont concrétisées entre-temps, mais dans un contexte de renforcement conjoncturel probable. Toutefois, si nous estimons encore que les taux longs devraient pouvoir dépasser à terme le niveau de 3%, il est tout à fait probable qu'à plus court terme la volatilité, qui s'exprime sur les marchés actions, ainsi que les risques de déception en matière de croissance dans les prochains mois, puissent provoquer une période de consolidation des taux légèrement en-dessous de ce chiffre.

La hausse du dollar se fait attendre

La dynamique économique américaine devrait encore être supérieure à celle des autres économies en 2018. Le différentiel de taux d'intérêt devrait davantage s'élargir sur l'ensemble de la courbe de taux et favoriser le billet vert. Dans ce contexte, la faiblesse reflétée par le dollar 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. Nos perspectives sont finalement positives et soutiennent une hausse au-dessus de 1 franc pour le dollar.

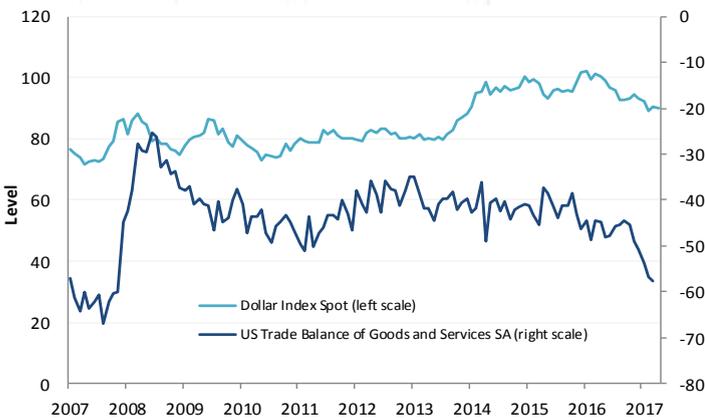
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Une contraction des marges, des profits et des multiples menace les marchés actions

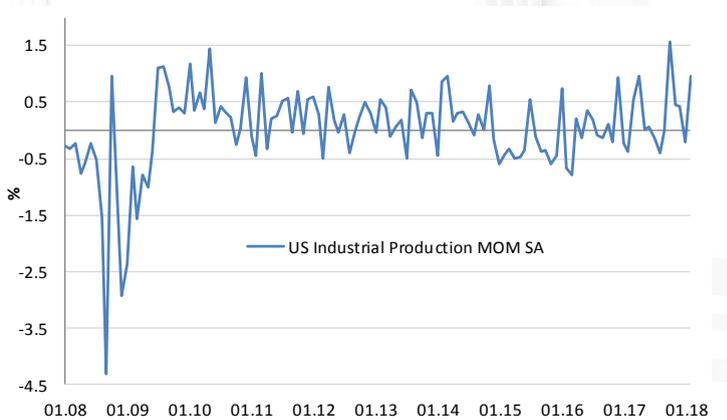
Avant le mois de février, il semblait que rien n'arrêterait la progression des valeurs américaines. Mais la hausse des taux d'intérêt et de l'inflation ainsi que les risques de renforcement de la normalisation de la politique monétaire ont finalement eu raison de l'optimisme, jusqu'alors sans faille, des investisseurs. On redécouvre, depuis quelques semaines, les risques posés par la situation du marché de l'emploi sur les marges des entreprises, mais aussi ceux de voir la croissance des profits être insuffisante pour justifier les niveaux de valorisation particulièrement élevés qui prévalaient avant la correction des cours boursiers. La croissance des profits des multinationales pourrait donc avoir atteint un sommet et, finalement, être moins élevée qu'escompté, en se rapprochant du taux de croissance de l'économie. La réforme fiscale pourrait aussi être moins significative pour les multinationales du S&P 500 que pour les sociétés domestiques 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. Le rebond du mois de mars a regonflé les niveaux de valorisation. Alors que les risques d'affaiblissement de la dynamique augmentent, la fragilité des valeurs américaines resurgit. Le cycle de hausse de taux pourrait ainsi conduire à une nouvelle phase de contractions des PE. 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. 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, comme nous l'avons évoqué, les multinationales seront certainement moins impactées que les autres entreprises.

Après le rebond des titres américains en mars, nous attendons un retour de la volatilité qui offrira de meilleures opportunités d'investissement et des niveaux de valorisation plus raisonnables. Entre temps, nous privilégions une certaine prudence et recommandons encore une sous-exposition aux valeurs américaines.

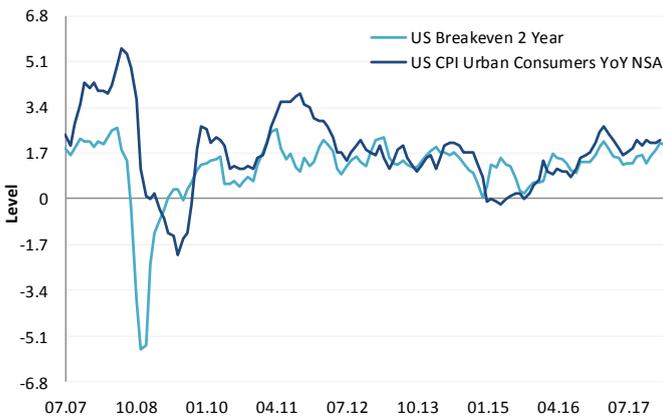
Balance commerciale - Trade-weighted US



Production industrielle - USA



Inflation attendue et indice CPI - USA

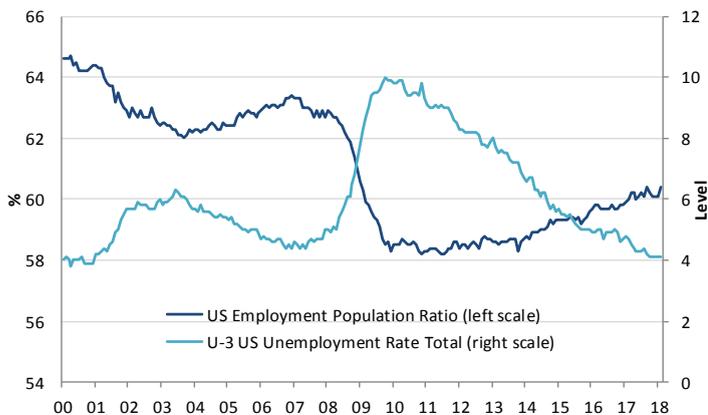


Fed Funds Futures

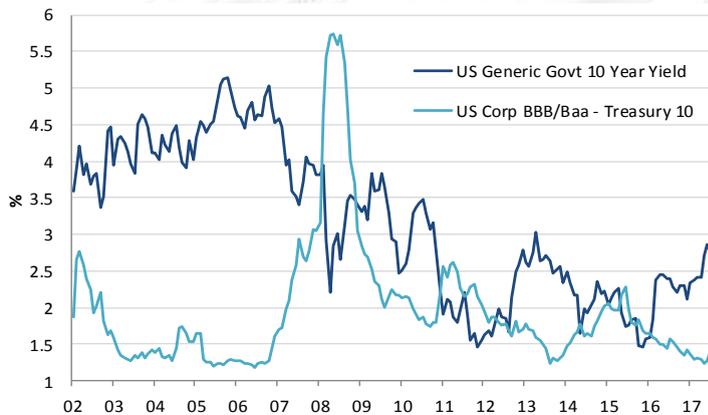


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Taux de chômage et taux d'occupation de la population



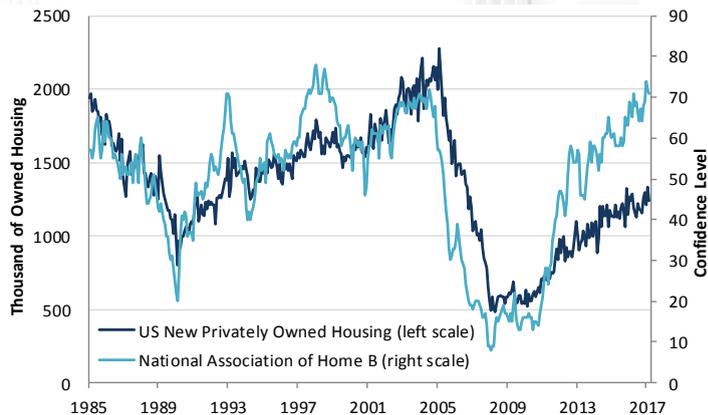
Ecart de rendement Trésor US-BBB 10 ans



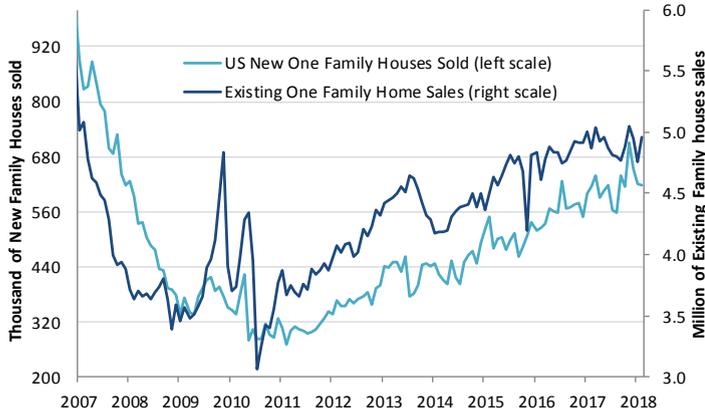
Taux d'intérêt des obligations 10 ans du Trésor US



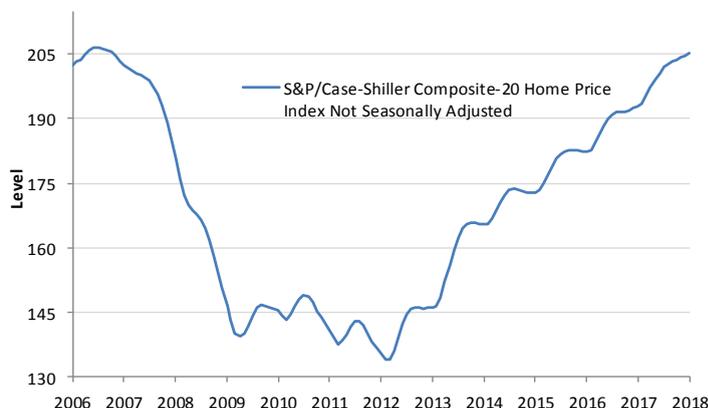
Nouveaux logements et NAHB USA



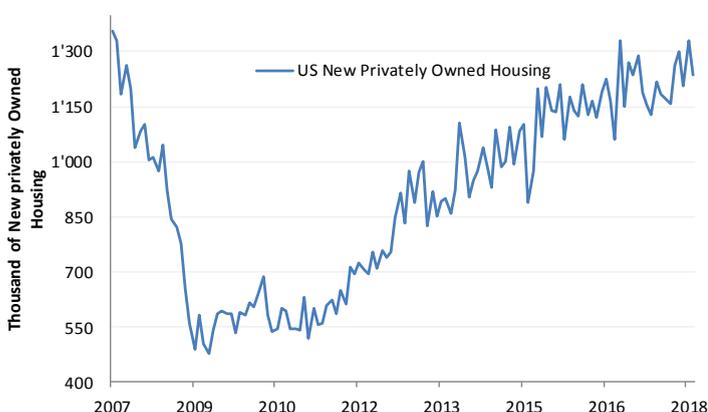
Ventes de nouvelles maisons et existantes



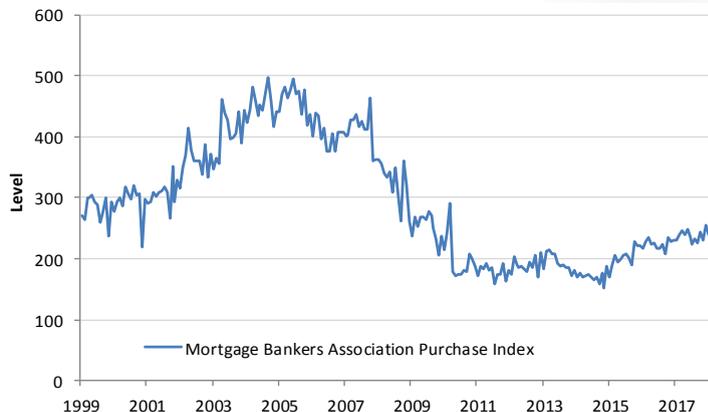
Prix de l'immobilier indice S&P Case-Shiller



Mise en chantier de nouveaux logements



Nouvelles demandes de financement MBA



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

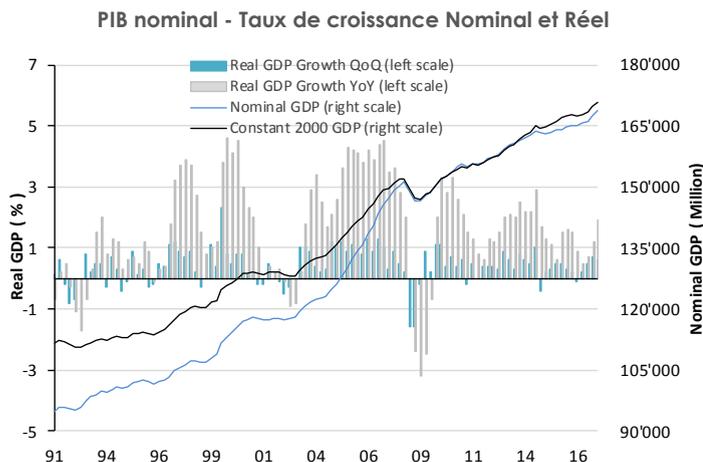
SCENARIO MACROECONOMIQUE

Suisse

- Hausse du PIB de +2.2% en 2018
- Indicateurs avancés au beau fixe
- La consommation restera un facteur clé
- La BNS peut être satisfaite de sa politique
- Tensions sur la courbe de taux en Suisse

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

Le PIB de l'économie suisse affiche encore une excellente progression au 4ème trimestre (+0.6%) par rapport au trimestre précédent non révisé. L'économie suisse confirme ainsi les bons résultats révisés de +0.7% au T3 et réalise un excellent second semestre 2017 qui lui permet de terminer l'année sur une avancée très réjouissante de +1.9% par rapport au même trimestre de l'année précédente. Ce résultat s'avère supérieur de 0.2% aux attentes des économistes laissant augurer une année 2018 favorable. Le PIB suisse retrouve de ce fait 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. En 2017, la croissance réelle du PIB mesurée par le SECO devrait s'élever à +1%, malgré une belle accélération au second semestre et un élargissement de la reprise à la plupart des secteurs, le début d'année timide pénalise la performance sur l'année. L'économie suisse accélère donc sensiblement le rythme de sa croissance trimestrielle, laissant entrevoir des perspectives meilleures pour 2018, en particulier grâce à la poursuite du renforcement attendu de l'économie mondiale ainsi qu'aux conditions de taux de change positives. La Suisse participe enfin à l'accélération de la dynamique internationale ce qui nous semble plus conforme aux capacités de développement de notre économie dans un contexte mondial robuste en 2018. Cette accélération a été soutenue tant par la reprise très nette du secteur industriel, des services et de la construction. La consommation est restée un moteur dynamique, tandis que le commerce extérieur marquait étonnamment le pas dans un contexte de change pourtant plutôt favorable en raison de la hausse de l'Euro. Le secteur manufacturier, encore soutenu par la faiblesse du franc contre la monnaie européenne, a été un contributeur important. La progression de +1.2% de ce secteur est certes inférieure à celle du trimestre précédent (+2.2%), mais sa performance reste importante, bien qu'inférieure à celle de la construction, qui enregistre une belle



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

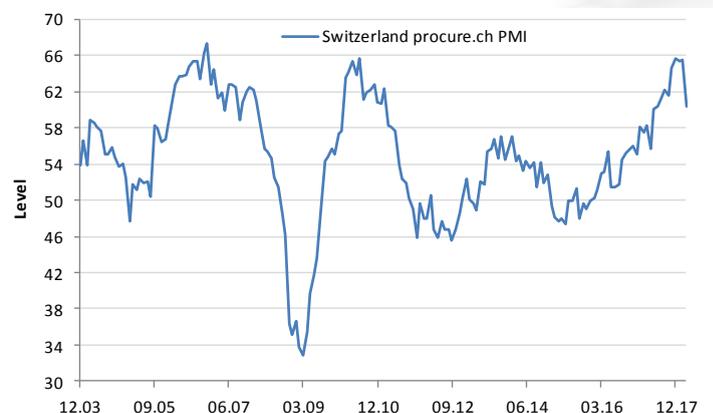


croissance de +1.4%, supérieure à la moyenne. La plupart des branches économiques du segment des services ont progressé, le secteur financier se distinguant avec une poussée de +2.3%. L'hôtellerie et la restauration semblent profiter du franc « faible » (+1.6%), alors que la santé maintient son rythme de progression de +0.4%. La demande intérieure représentait encore le pilier central de la croissance grâce à une combinaison positive de la consommation privée en perte de « momentum » (+0.2%), de la consommation publique (+0.5%) et des investissements dans la construction (+1.1%). Les investissements en biens d'équipement fléchissent (-1.3%) après un T3 solide. Les échanges de marchandises et de services n'ont pas eu de contribution favorable (-1.4%) suite à un trimestre précédent très fort (+2.1%). Du côté des devises, le trimestre aura été particulièrement important pour l'économie suisse en raison de la poursuite de l'affaiblissement attendu du franc contre l'euro. La correction du taux de change que nous avons 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 1.18 a largement contribué à l'amélioration des conditions économiques. Après avoir résisté à l'appréciation du franc, l'économie suisse profite désormais de la normalisation du taux de change. Cette situation devrait se poursuivre en 2018.

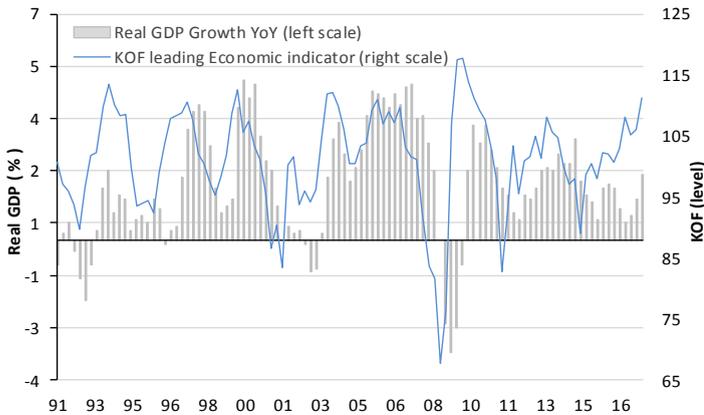
Hausse du PIB de +2.2% en 2018

Une poursuite de la tendance économique et de l'ajustement de la valeur du franc suisse devrait permettre à l'économie suisse de recoller un peu plus encore au peloton de tête des principales économies européennes en dépassant peut-être une croissance de +2% en 2018. L'économie suisse profitera en 2018 plus nettement encore qu'au second semestre 2017 de l'amélioration générale du climat économique et de la confiance des consommateurs. La conjoncture toujours plus solide que devrait connaître les principaux partenaires économiques de la Suisse en 2018 agira comme un accélérateur de tendance.

Indicateur avancés Swiss PMI (directeurs d'achat)



PIB Réel - Croissance annualisée - Indicateur avancé KOF



La faiblesse du franc contre la plupart des devises renforcera l'attrait des produits « made in Switzerland ». Nous révisons nos perspectives de développement pour l'économie suisse de +1.8% à +2.2% en 2018.

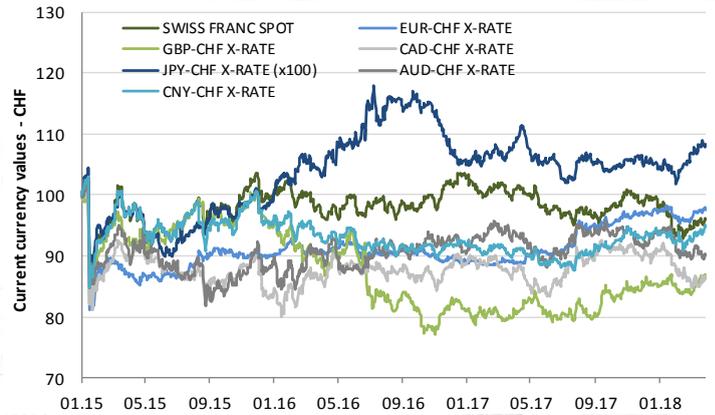
Indicateurs avancés au beau fixe

Les derniers indicateurs avancés ont peut-être été influencés temporairement par le retour des incertitudes dans les marchés financiers en février, mais ils pointent toujours vers une activité économique très soutenue pour les prochains mois. L'indice du KOF du mois février (108) est en baisse par rapport à celui de novembre (110.3) qui marquait le plus haut degré d'optimisme depuis 2010 mais l'indicateur reste très bien orienté pour annoncer une poursuite de l'embellie actuelle. L'indicateur PMI manufacturier annonce lui aussi une poursuite de la tendance robuste déjà commentée dans les résultats du PIB pour le 4ème trimestre. Il se situe désormais à son plus haut niveau (65.5) depuis juillet 2010 (65.6). Trois ans après l'abandon du taux plancher, le secteur manufacturier suisse semble retrouver sa place, comme le suggère l'indice qui atteint son sommet des dix dernières années. L'indice des directeurs d'achat montre ainsi un enthousiasme que l'on a rarement connu aussi bien pour le secteur manufacturier que pour celui des services (62.9 contre 62.8 en janvier). L'indicateur de l'évolution anticipée des carnets de commandes recule un peu (65.4 contre 69.8 en janvier), mais celui de l'emploi notamment continue sa progression. Le climat de consommation reste bon, malgré le déclin de l'indicateur de confiance des consommateurs de l'UBS en décembre, la mesure du SECO est en hausse sensible et atteint même un niveau extrême depuis 2011. Les indicateurs avancés suggèrent encore une intensification de la dynamique économique suisse.

La consommation restera un facteur clé

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 hausse graduelle de la consommation. La confiance des ménages s'améliore régulièrement depuis 2015, sans atteindre toutefois le niveau de 2014. L'amélioration

Taux de change CHF (base 100)



des perspectives de croissance et la hausse de l'euro devraient aussi influencer plus nettement 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, justifiant une situation inchangée pour les dépenses publiques.

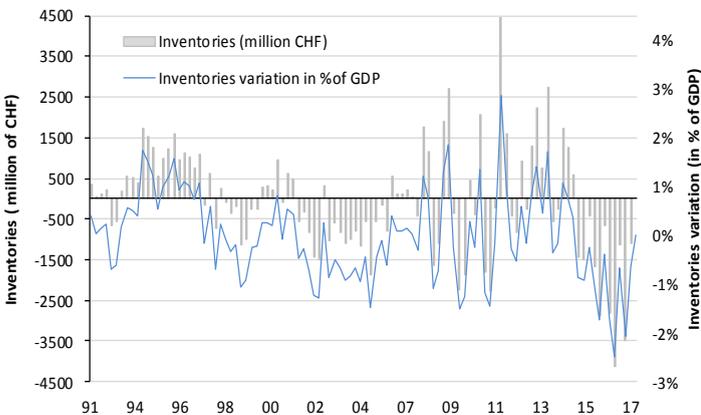
Relance attendue du commerce extérieur

La balance commerciale, bien que toujours nettement excédentaire, s'est plutôt dégradée depuis le pic 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. La reprise du secteur horloger se confirme en janvier avec une hausse de +12.6% des exportations sur un an et les exportations de machines devraient apporter une contribution positive également dans le contexte économique évoqué.

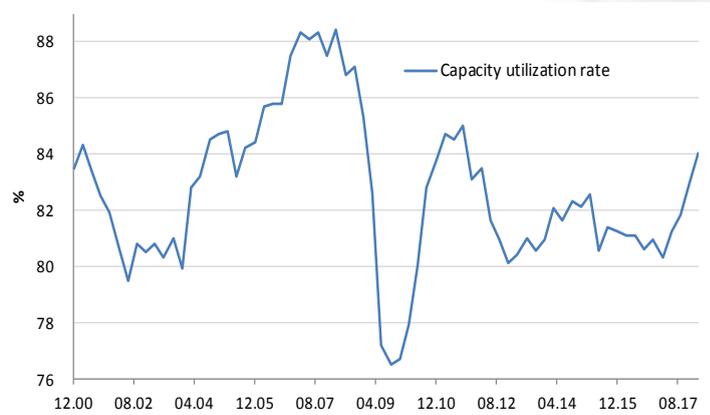
La BNS peut être satisfaite de sa politique

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. 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 1.18 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 comme le rappel d'ailleurs le bénéfice historique de 54.5 milliards pour 2017, soit plus du double de celui de l'année précédente.

Inventaires - Variation des stocks

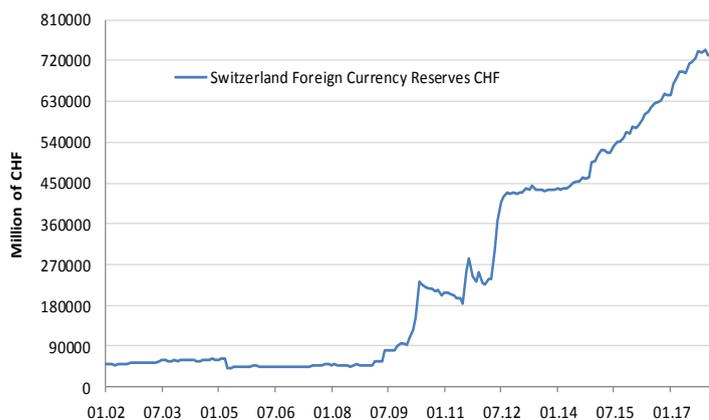


Taux d'utilisation des capacités

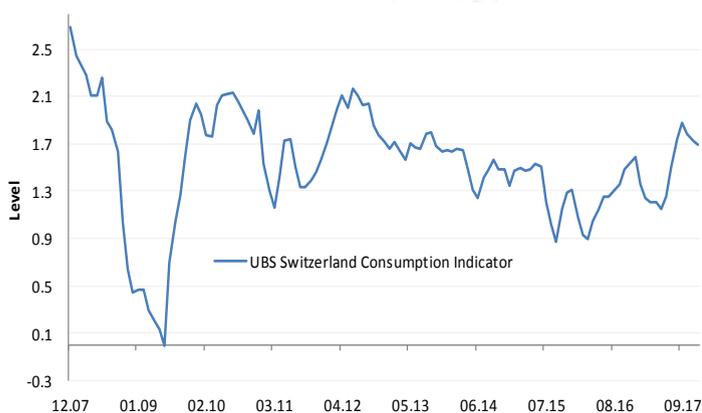


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

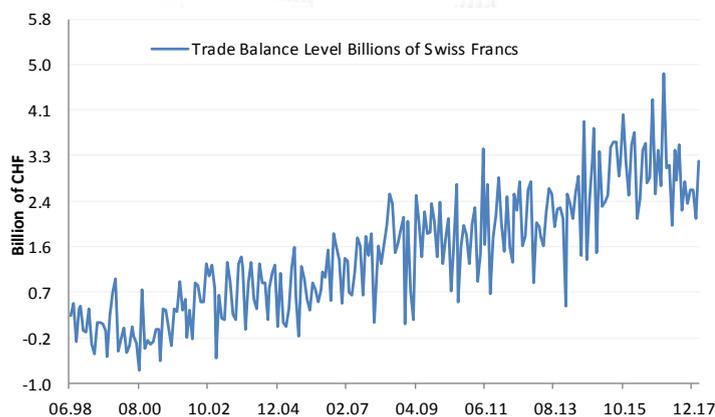
Réerves de change de la BNS



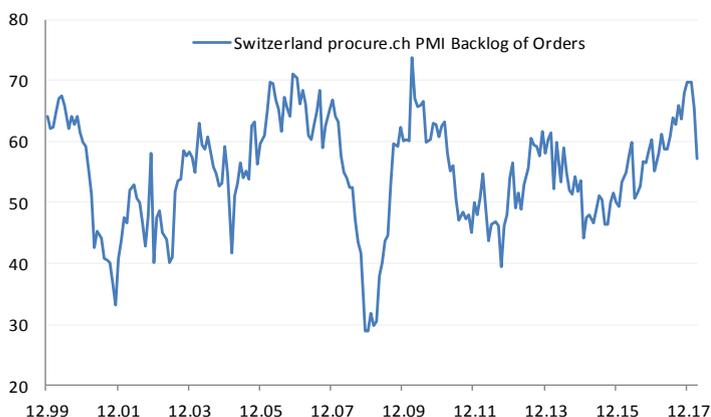
Indicateur UBS de la consommation en Suisse



Solde de la balance commerciale



Carnet de commandes



Les réserves de devises de la BNS accumulées au cours de ces dernières années ont atteint un sommet de 744 milliards de francs en fin d'année, mais elles enregistrent depuis pour la première fois depuis 2015 leur première contraction, certes légère, à 732.7 milliards à la fin février. Les effets de marchés des dernières semaines expliquent certainement cette diminution des réserves de devises, il ne faut donc pas encore y voir un changement de politique de la BNS.

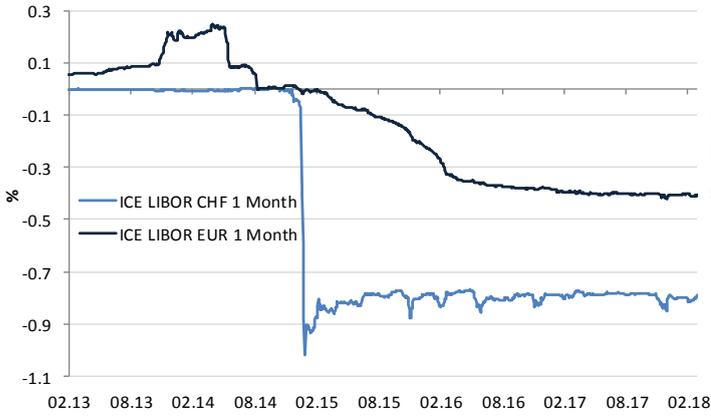
La faiblesse du franc n'est pas terminée

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.

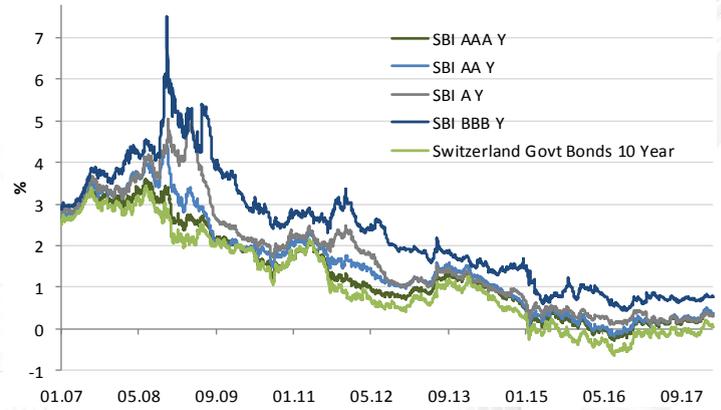
Tensions sur la courbe de taux en Suisse

La normalisation des taux longs en Suisse avait timidement débuté à l'été 2016, dans le sillage du changement de tendance observé aux Etats-Unis. Les taux à dix ans de la Confédération notamment avaient d'abord rebondi de leur point bas historique de -0.6% pour osciller ensuite pendant toute l'année 2017 entre -0.2% et 0%. L'année écoulée a donc plutôt été une période de consolidation horizontale pendant laquelle les marchés obligataires suisses n'ont pas enregistré de performance, mais n'ont pas non plus vécu l'écèlement de la bulle spéculative tant annoncé depuis plusieurs années. Cette situation ne durera certainement pas en 2018. On observe déjà un premier mouvement de taux longs significatif qui se met en place depuis quelques semaines et qui a porté les taux longs de la Confédération enfin au-dessus du niveau butoir de zéro. En quelques semaines seulement, les taux longs ont ainsi bondi de 40 points de base et semblent désormais clairement sur une nouvelle dynamique haussière durable. La hausse des taux longs en Suisse de ce début d'année annonce une accélération du processus de normalisation des taux d'intérêt dans notre pays. Ce mouvement de hausse observé sur les taux à dix ans n'est évidemment pas isolé et s'est en fait produit sur l'ensemble de la courbe de taux. L'ajustement qui a seulement commencé à se matérialiser au 4ème trimestre 2016 par une première hausse d'environ 40 points de base se poursuit maintenant au 1er trimestre 2018 plus intensément sur les échéances longues. La politique monétaire de la BNS, qui maintient son taux directeur négatif, influence toujours la partie très courte de la courbe de taux suisse et retient toute hausse des rendements sur cette partie extrême. Depuis le début de cette première phase d'ajustement (30/06/2016) les maturités courtes ont logiquement peu réagi alors que les échéances plus longues progressaient de 70 points de base entre 7 et 12 ans. Au-delà, la correction des niveaux de rendement atteignait même 80 points de base pour les maturités de 15 ans. La pentification de la courbe de taux que nous évoquons dans nos précédentes analyses est donc désormais en marche et devrait s'intensifier en 2018. Dans ce contexte, le différentiel de taux longs entre le Bund allemand et la Confédération n'a pas vraiment évolué, mais il est tout de même un peu plus élevé (0.56%) qu'au 30 juin 2016 (0.4%). Cette tendance devrait se poursuivre en 2018 en raison notamment du renforcement de la dynamique européenne et de la fin programmée des achats d'obligations de la BCE. Le rendement des obligations à dix ans de la Confédération était de 0.18% à l'annonce de l'abandon du taux plancher de 1.20. Ce même rendement a touché 0.2% le 15 février 2018, peu après que le taux de change euro/chf ait atteint le niveau de 1.18. Par ailleurs, l'inflation en Suisse a enregistré l'une des plus fortes progressions mensuelles en février (+0.4%) depuis 2012 et s'est établie désormais à +0.6% sur un an. Cette tendance devrait être renforcée par l'affaiblissement du franc. Elle soutiendra ainsi le prochain mouvement de normalisation des taux en 2018. Nous annonçons que la bulle obligataire devrait donc commencer par se dégonfler, sans signes immédiats de panique, avant de s'intensifier, nous estimons aujourd'hui que cette nouvelle phase a débuté.

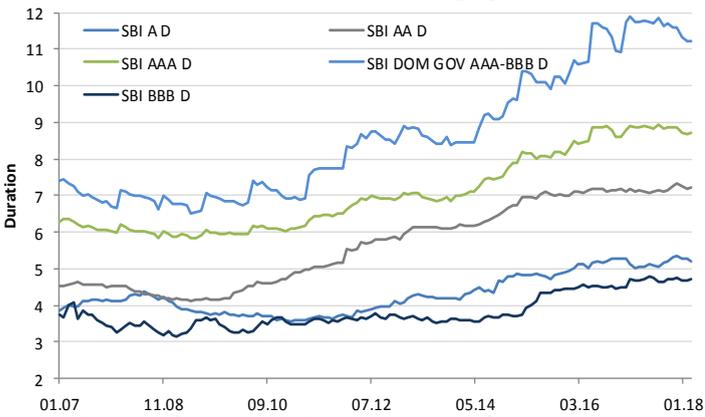
Différentiel de taux Libor 1 mois



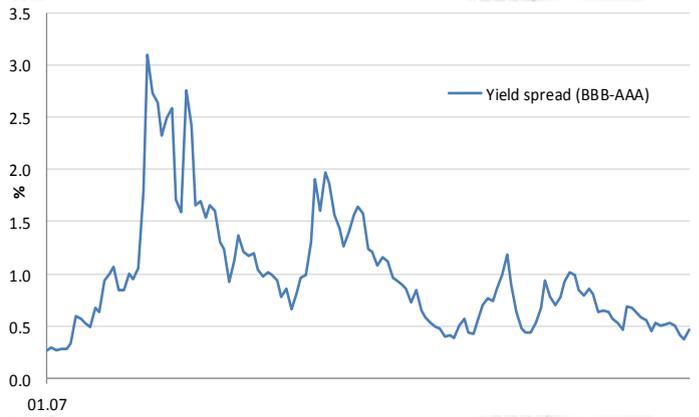
Taux d'intérêt (Confédération, AAA, AA, A, BBB)



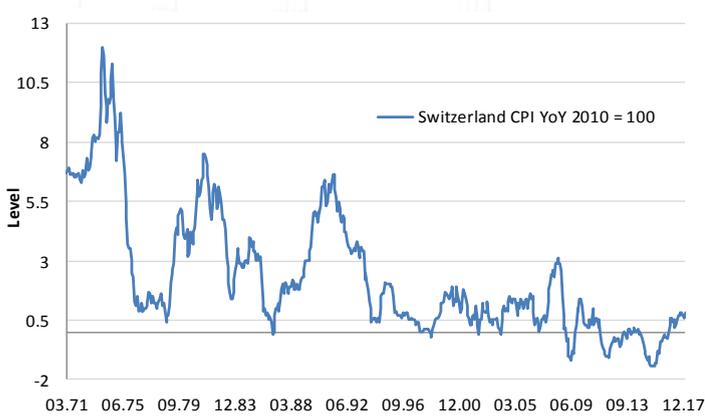
Duration des obligations suisses



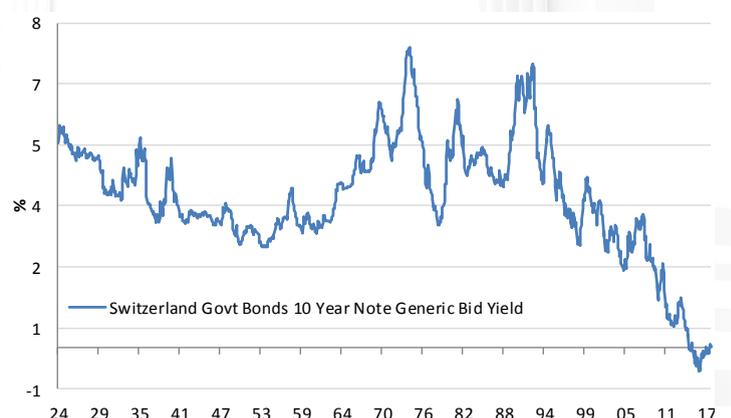
Ecart de rendement



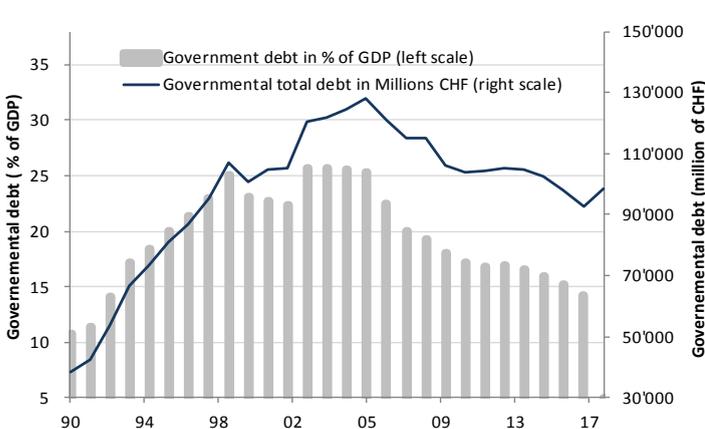
Inflation CPI



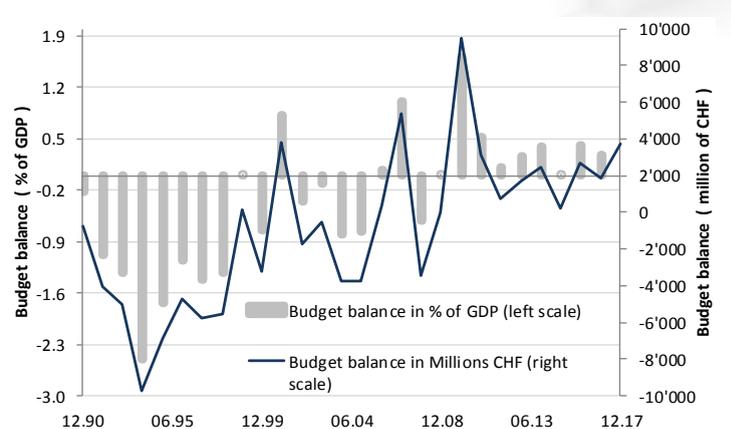
Taux longs de la Confédération depuis 1924



Dettes totale de la Confédération



Solde budgétaire de la Confédération



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Zone Euro

- La fin du QE annonce une normalisation des taux directeurs
- Les risques d'un euro fort s'intensifient
- La croissance de la zone euro conserve un rythme soutenu
- La confiance reste élevée
- La hausse des taux longs est engagée



La fin du Quantitative Easing annonce une prochaine normalisation des taux directeurs

La BCE affiche une confiance toujours plus assumée dans la qualité de la reprise économique en cours dans la zone euro. Elle relève même que la vigueur de la croissance pourrait surprendre au cours des prochains mois et même dépasser les prévisions. Tout semble aller, en effet, pour le mieux désormais dans la zone euro ; la croissance du PIB peut enregistrer une certaine accélération, grâce à une bonne tenue de la consommation des ménages, à un marché du travail plus dynamique et à des exportations en hausse, malgré l'appréciation de l'euro. La BCE relève ses perspectives de croissance pour 2018 à +2.4%. Les indicateurs économiques suggèrent donc une poursuite de ces tendances favorables, confortant un peu plus la BCE dans son analyse positive des perspectives pour 2018 et 2019.

La confiance est donc bien présente dans l'analyse du président de la BCE qui s'attache toutefois à ne pas vouloir laisser trop de signes aux marchés financiers qu'un durcissement de politique monétaire est proche. Il tempère ainsi les ardeurs de ceux qui voudraient penser qu'un renversement de politique monétaire est imminent, en relevant que les ajustements qui seront réalisés resteront « prévisibles » et se produiront à un « rythme modéré ». Il y aura donc bien, prochainement, une modification de la politique monétaire, mais certainement pas avant que l'inflation ne gagne nettement en puissance. La politique monétaire de la BCE sera encore patiente, persévérante et prudente, selon les mots de son président. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de modifier sa position en supprimant de son texte la référence à une éventuelle « hausse du QE si nécessaire », tout en maintenant la possibilité de prolongation du programme. Alors que le spectre de la déflation semble battu, la relance de l'inflation reste trop faible en comparaison historique pour justifier une action de hausse des taux directeurs, mais largement suffisante cependant pour espérer ne plus avoir à augmenter le niveau du QE. La BCE tient ainsi à souligner l'importance du facteur « inflation » dans l'ajustement de son

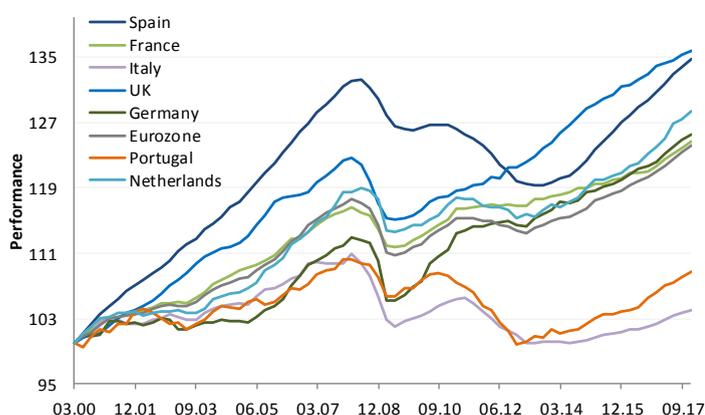
programme de rachat d'actifs. Ce dernier devrait cependant prendre fin en 2018, car l'inflation est bien en train de converger vers l'objectif de +2% fixé, même si son rythme de progression peut être momentanément décevant. Toute la difficulté réside donc dans le choix du moment idéal pour interrompre les achats nets d'obligations.

Les dernières décisions politiques du président américain en matière de commerce international posent aussi de nouveaux risques à la croissance mondiale et à l'évolution des prix, qui viennent s'ajouter à celui représenté par la vigueur récente de l'euro ; deux facteurs essentiels à considérer au cours des prochains mois. Le président de la BCE semble clairement inquiet de l'émergence de nouveaux risques protectionnistes et suffisamment irrité par la position de Donald Trump, au point de vouloir lui rappeler que des tensions commerciales ne seraient pas forcément bénéfiques pour le dollar. Par conséquent, nous estimons que la BCE ne sera pas particulièrement proactive à vouloir remonter ses taux directeurs dans le contexte actuel. Il faudra certainement encore quelques trimestres de croissance et d'amélioration de l'emploi pour que la BCE se risque à modifier ses taux. L'inflation devra être « résiliente » pour conforter l'institution de modifier clairement sa position, sans risquer d'affecter la dynamique conjoncturelle et les conditions financières. La BCE maintient le cap de sa politique monétaire en conservant ses taux inchangés et en abaissant toutefois très légèrement ses prévisions d'inflation pour 2019 de 1.5% à 1.4%.

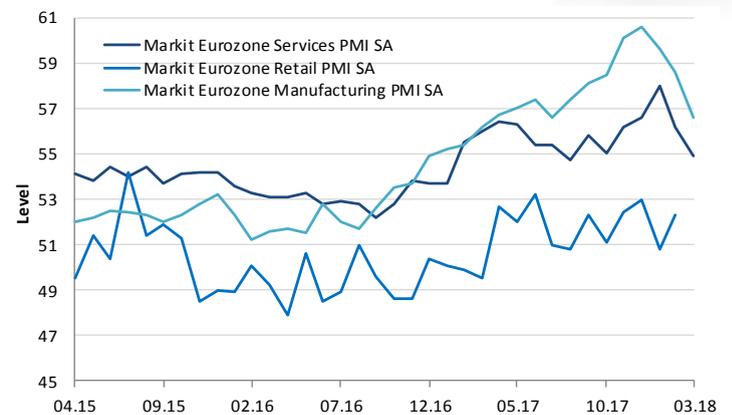
Les risques d'un euro fort s'intensifient

La BCE ne s'y trompe pas, la hausse récente de l'euro contre le dollar pourrait constituer une menace à l'évolution espérée de l'inflation au cours des prochains mois. La progression de la monnaie unique contre le dollar de +15% en 2017 s'est, en fait, poursuivie en 2018 de près de +3%. Une hausse globale d'environ +20% en à peine plus d'un an constitue, en effet, une menace pour les perspectives d'inflation, mais aussi pour le développement futur de l'économie européenne.

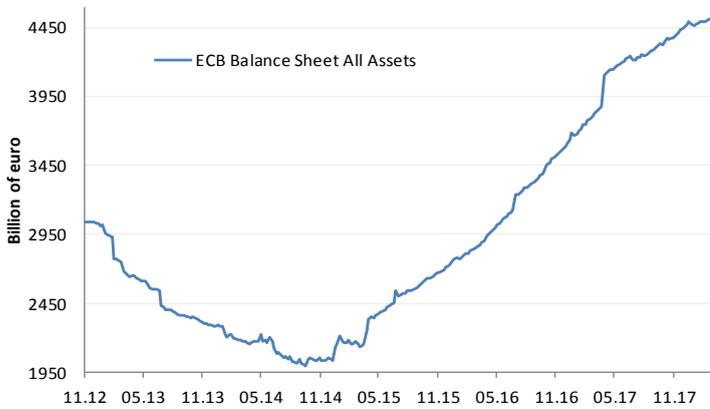
Croissance du PIB - Eurozone



PMI manufacturier, service et détail - Eurozone



Bilan de la BCE



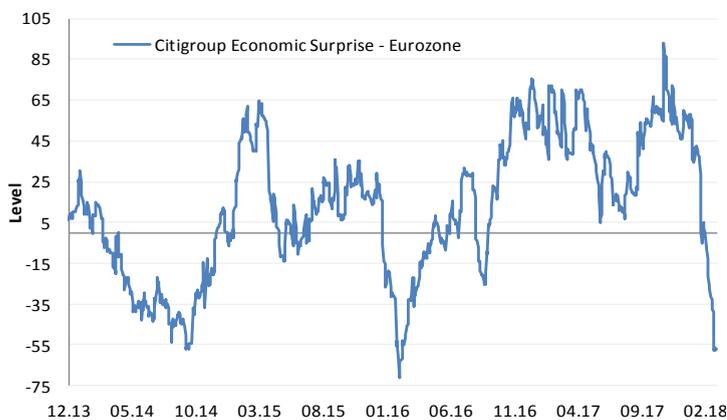
L'appréciation de l'euro a été un phénomène logique pendant la période d'accélération conjoncturelle relativement inattendue de l'année 2017. Mais au niveau actuel, la force de l'euro pose un problème à la BCE et peut mettre en danger la qualité de la reprise en cours ainsi que la compétitivité de l'industrie européenne. La BCE devra attendre une faiblesse de l'euro et une relance de l'inflation pour remonter ses taux directeurs. Cette conjonction de tendances peut encore prendre du temps à se manifester, justifiant le maintien du statu quo sur les taux directeurs.

En ce qui concerne le taux de change euro/chf, nous constatons encore, à ce jour, que notre stratégie mise en œuvre au lendemain du changement de politique de la BNS s'avère toujours gagnante. L'euro s'est apprécié de près de +10% en 2017 contre notre devise, portant le rebond sur les trois dernières années à près de +20%. Le taux de change a presque retrouvé son niveau du 14 janvier 2015 (1.20). Il y a quelques mois, nous relevions que le rebond de l'euro nous semblait déjà largement refléter l'amélioration des fondamentaux pour entrer dans une nouvelle phase de consolidation relativement horizontale, propice à quelques prises de profits. Nous estimons aujourd'hui, qu'après deux trimestres de stabilisation, les chances de voir la monnaie unique « challenger » le niveau de 1.20 et le dépasser nous semblent à nouveau élevées. L'euro devrait prochainement perdre du terrain contre le dollar, mais renforcer son attrait à l'égard du franc suisse.

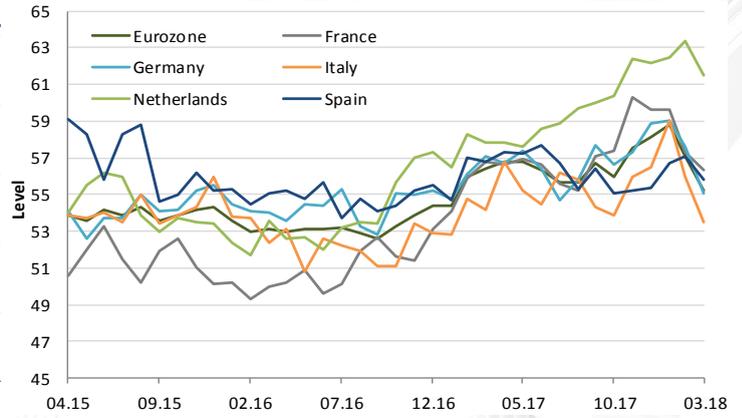
Pour l'instant la croissance de la zone euro conserve un rythme soutenu

Nos prévisions de renforcement de la dynamique européenne en 2017 se sont confirmées avec la hausse de +2.7% du PIB agrégé de la zone euro au 4ème trimestre. La zone euro enregistre un résultat finalement supérieur à celui réalisé par l'économie américaine (+2.5%), en raison du léger tassement de l'activité aux Etats-Unis. Les prévisions de croissance pour le trimestre en cours sont de +0.6% et de +2.5% sur l'année 2018, légèrement meilleures que celles de la BCE. L'année 2018 pourrait encore profiter de l'accélération de la tendance engagée et d'une hausse de la demande, notamment de produits allemands,

Citigroup Indicateur de surprise économique - Eurozone



PMI Composite - Pays



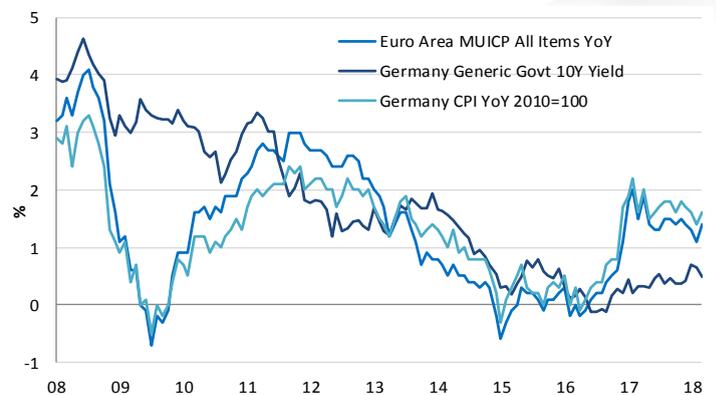
induites par la reprise mondiale. Le PIB de l'Allemagne pourrait atteindre +2.6% de croissance. L'OCDE estime, de son côté, que le PIB européen pourrait avancer de +2.2%. En France, les surprises concernent aussi bien le marché de l'emploi que l'investissement des entreprises ainsi que l'évolution des exportations, qui devraient s'inscrire dans la tendance de hausse du PIB de +0.7% du 4ème trimestre 2017. Mais la prudence reste indispensable dans le contexte actuel de vigueur de l'euro et d'un affaiblissement relativement sensible des indicateurs avancés. En effet, les indices PMI ne cessent de glisser depuis leurs sommets atteints en décembre, laissant présager un tassement de l'activité aussi au 1er trimestre 2018. L'indice Markit des services glissait de 58 (janvier) à 55 en mars, confirmant la tendance initiée par l'indice manufacturier, en baisse depuis décembre (60.6) à 56.6 en mars.

Le début d'année 2018 devrait donc être favorable et confirmer nos prévisions positives de croissance du PIB européen, mais les risques posés par la hausse de l'euro ne sont pas négligeables et pourraient finalement peser sur la dynamique attendue.

La confiance reste élevée

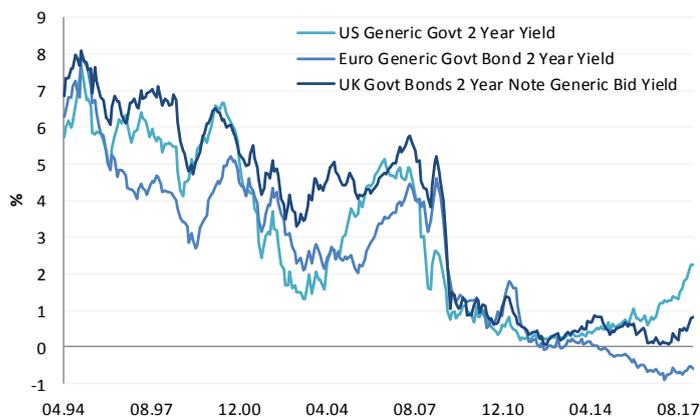
Les négociations au sujet du Brexit ne semblent toujours pas affecter la confiance en zone euro. L'indicateur de la Commission européenne mesurant le degré de confiance économique a légèrement fléchi, mais reste proche du plus haut niveau des dix dernières années. L'amélioration du sentiment est assez large et toujours plus soutenue par l'évolution positive 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 réduction du taux de chômage global de 12% en 2013 à 8.6% 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. Dans la plupart des pays, on assiste au retour bienvenu d'un optimisme qui devrait aussi soutenir ultérieurement la consommation et la croissance du PIB.

Taux d'intérêt 10 ans - CPI

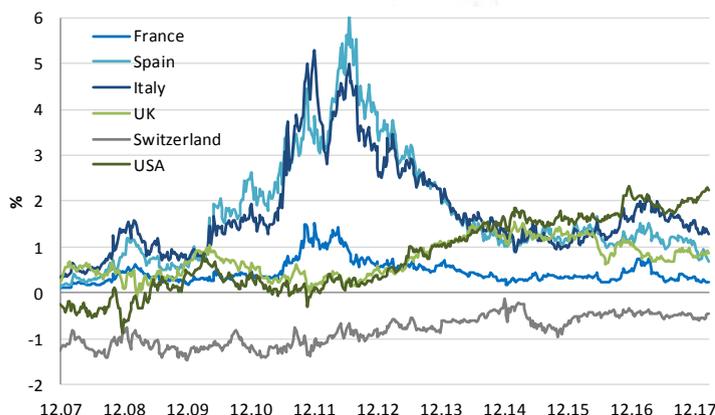


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

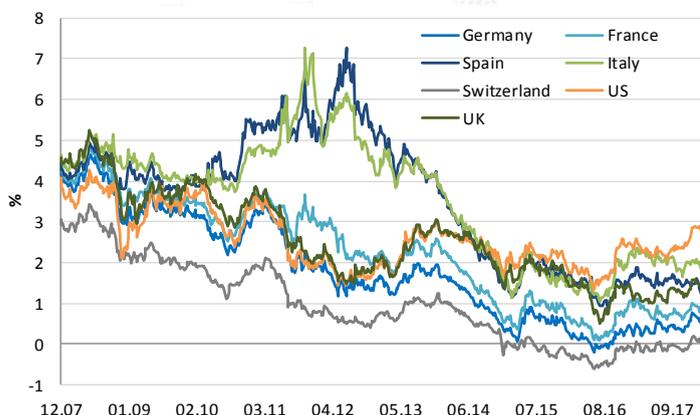
Taux gouvernementaux à 2 ans (US, Euro, UK)



Prime de risque gouvernement vs Bund



Taux à 10 ans des obligations gouvernementales



La hausse des taux longs est engagée

La hausse des taux longs est encore, pour le moment, limitée par deux facteurs essentiels : l'inflation et la politique monétaire. La position de la BCE de maintenir le statu quo de sa politique monétaire et de poursuivre la stratégie d'achat d'obligations agit encore comme un frein aux ajustements qui devraient naturellement être opérés, dans le contexte actuel de croissance économique solide. Le second facteur, l'inflation, ne permet pas non plus de hausse des taux longs, en raison de sa récente faiblesse. Ce dernier élément est fondamental, car en l'absence d'inflation, la nécessité d'ajuster le niveau des taux d'intérêt n'est de loin pas urgente. L'inflation a, en effet, décliné régulièrement depuis le top du 1er trimestre 2017 (2%) et n'est désormais plus que de 1.1% sur un an. L'affaiblissement de l'euro contre le dollar sera certainement le facteur principal autorisant de nouvelles anticipations inflationnistes plus vigoureuses et, ultérieurement, une hausse des taux longs. 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 et, en particulier, si l'euro s'avère durablement plus fort. 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. L'inflation devrait cependant remonter progressivement vers 1.7% d'ici la fin de l'année.

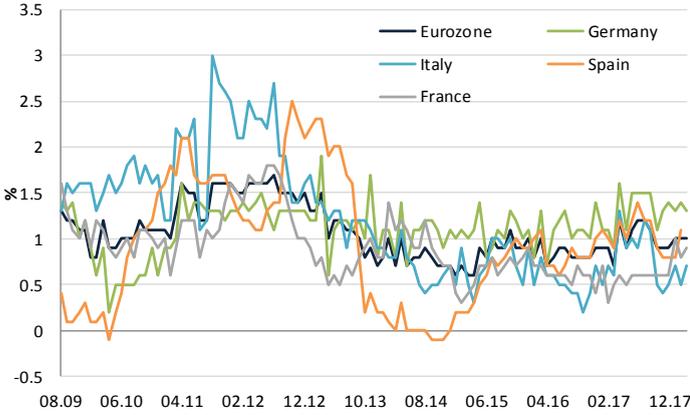
Toutefois, l'évolution des taux longs en zone euro ne devrait pas pouvoir s'affranchir de la tendance haussière provoquée par la normalisation de la politique américaine et la relance des taux longs aux Etats-Unis. Le différentiel de taux longs nous semble de moins en moins justifié, en raison du rattrapage de croissance opéré par l'économie européenne. Après un premier trimestre encore caractérisé par une certaine stabilité des taux longs, il est au contraire probable, à notre avis, que l'on assiste ensuite 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.

Nouvelles opportunités pour les actions européennes

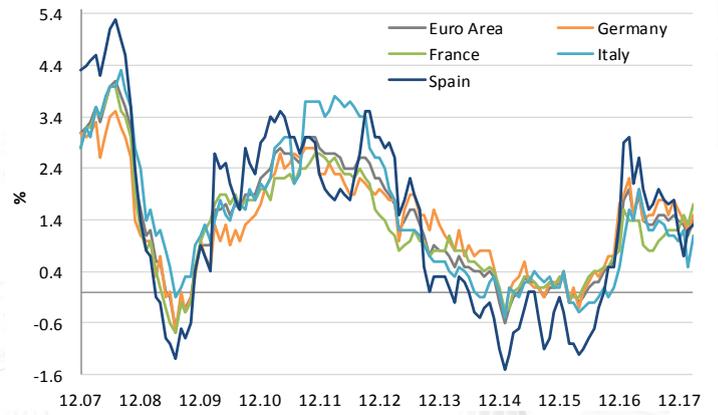
La correction des marchés financiers débutée en janvier 2018 a finalement été similaire tant pour les valeurs de la zone euro que pour celles du marché américain. Les craintes liées avant tout à la relance de l'inflation aux Etats-Unis et à une remontée plus rapide des taux US aura plongé l'ensemble des marchés actions dans une correction généralisée d'environ -10% des cours. Les indices européens ont effacé les gains d'un an et se retrouvent désormais sur leurs niveaux du début de l'année 2017. La correction des cours n'a pas été plus intense, mais elle est intervenue alors que la phase de revalorisation des actions européennes n'était de loin pas encore terminée. La valorisation des actions européennes s'est donc améliorée très sensiblement au cours des dernières semaines, tant par rapport aux mesures historiques qu'en comparaison internationale. Elle est même très sensiblement inférieure à celles des titres américains. A seulement 13.2x les bénéfices 2018, la valorisation des titres européens présente aujourd'hui un discount de 3.4 points de valorisation par rapport aux actions américaines (PE 2018 de 16.6x). L'écart de valorisation des titres américains d'environ 25%, par rapport aux valeurs européennes, ne nous semble pas justifié dans le contexte 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 3.5%, soit près de deux fois plus que celui distribué par les titres américains (2%). 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.

Nous estimons que l'écart de valorisation n'est de loin pas justifié. Les actions européennes devraient ainsi assez sensiblement surperformer les valeurs américaines en 2018 en monnaies locales.

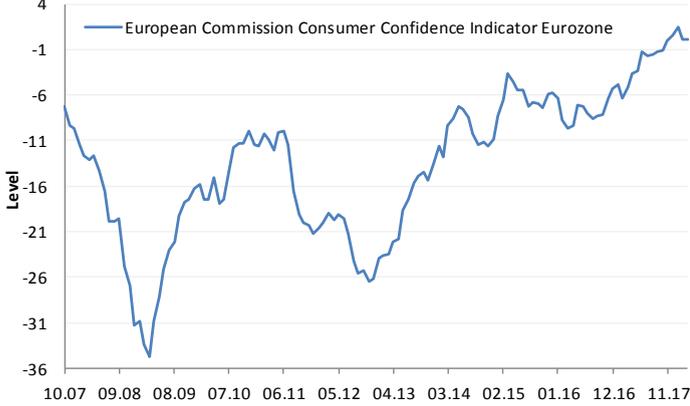
Eurostat CPI - inflation sous-jacente (Eurozone, YoY)



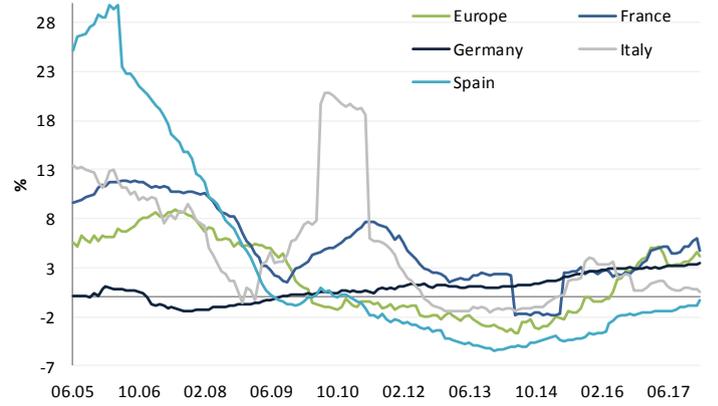
Eurostat CPI - all items (Eurozone, YoY)



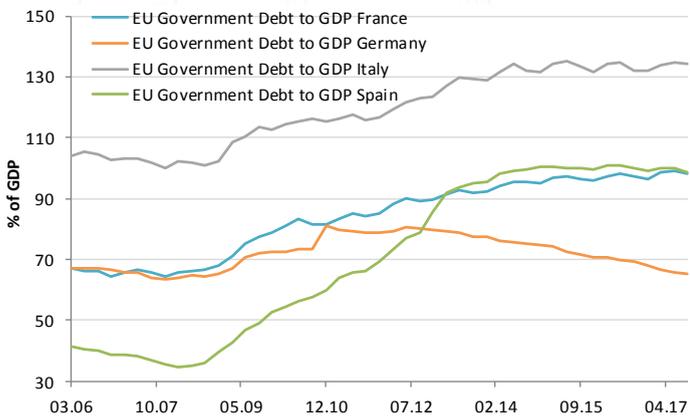
Confiance des consommateurs - Eurozone



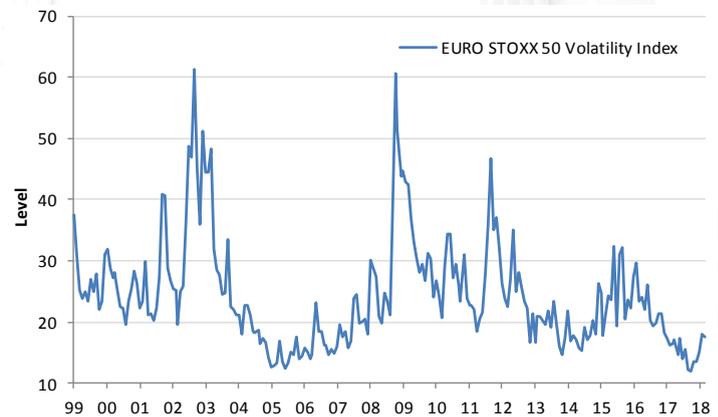
Prêts et crédits aux ménages (Eurozone - YoY)



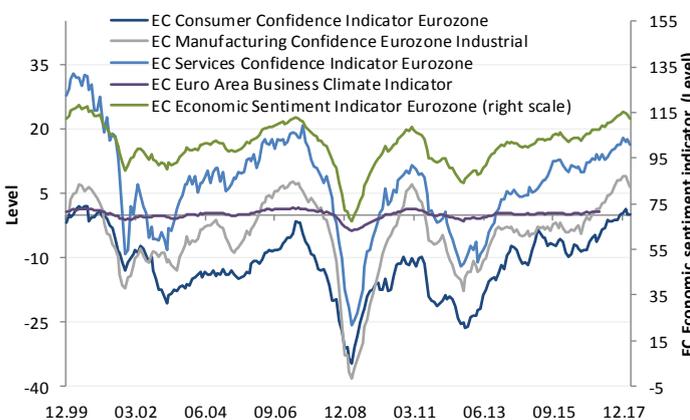
Endettement des gouvernements



Indicateur de volatilité - Eurozone



Confiance en Europe (Economic Confidence Index)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Royaume-Uni

- Plus que douze mois pour un accord sur les modalités du Brexit
- Chiffrage inquiétants des coûts des accords commerciaux envisageables
- La livre reste sereine et confiante contre l'euro
- Politique monétaire inchangée
- Hausse probable des taux longs du Trésor à 2%



Accord bienvenu sur la période de transition post-Brexit dans un contexte tendu

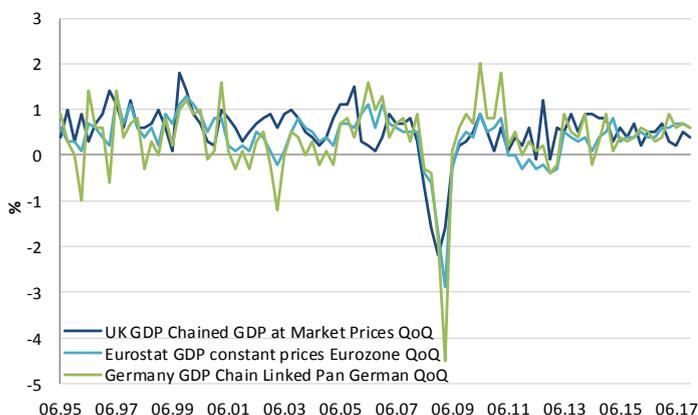
On peut se réjouir de cet accord qui semble enfin apporter des solutions à la problématique des droits des citoyens, pendant deux années supplémentaires après la date butoir du 29 mars 2019. Une période de transition de deux ans a en effet été accordée au Royaume-Uni, pendant laquelle le pays ne participera plus au processus de décision de l'Union européenne, mais conservera néanmoins tous les avantages et les bénéfices du marché unique, de l'union douanière et des politiques européennes. Le Royaume-Uni devra donc aussi respecter toutes les règles européennes, au même titre que les Etats membres. Le Royaume-Uni et l'Union européenne se sont donc entendus pour signer un accord, certes bienvenu et prévisible, mais qui ne règle aucune question de fond.

Cet accord permet avant tout de gagner du temps et de la flexibilité, mais il ne règle pas en soi les questions toujours en suspens. Il n'est, en fait, rien d'autre qu'une concession logique et rationnelle accordée aux acteurs en présence pour permettre une application moins brutale des règles, encore à définir, et qui auraient dû, sans cet accord, entrer en vigueur sans délai le 29 mars 2019. Il fixe donc une période de transition qui permettra une planification et une adaptation plus en douceur des institutions, des entreprises et des citoyens aux nouvelles règles applicables. Mais il ne dit encore rien du futur contexte du Brexit. C'est certainement une nouvelle qui aura le mérite d'apaiser quelque peu les tensions présentes dans les négociations. Mais il ne s'agit, de loin pas, d'une avancée majeure, tant il semblait évident qu'une telle période de transition devait être fixée, pour éviter un chaos réglementaire dans un an. Le risque d'un tel accord réside dans le fait qu'il aura, peut-être, tendance à minimiser à nouveau l'urgence de la situation et la nécessité de trouver de véritables solutions aux problèmes concrètement posés par le Brexit. Souhaitons que cette nouvelle étape puisse relancer les discussions de fond entre les parties.

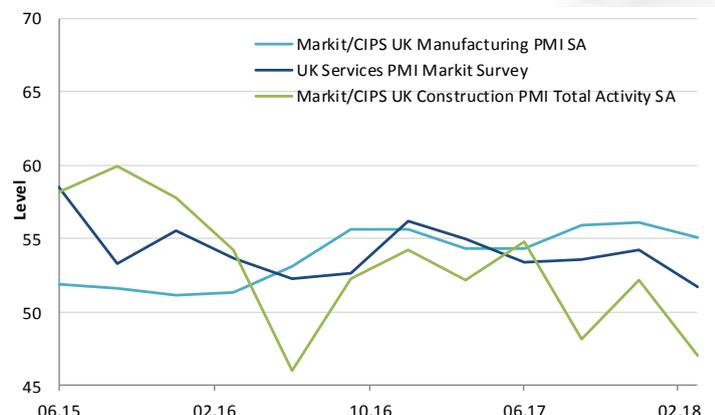
Eviter un échec programmé dans douze mois

En fin d'année 2017, on avait évité de justesse l'enlisement des négociations grâce à un accord de principe arraché à Theresa May. Le 13 décembre 2017, les négociateurs européens pouvaient se féliciter d'une évolution de la position britannique qui ouvrirait enfin la porte d'un second tour de négociations entre les deux partenaires. Les européens saluaient ce changement d'attitude avec la plus grande prudence, en rappelant qu'ils entameraient cette nouvelle étape avec la plus grande vigilance. Trois mois plus tard, l'engagement qui apparaissait déjà potentiellement comme une « déclaration d'intention » fragile et arrachée en dernière minute, ne semble pas plus étayée. Certes, le gouvernement britannique ne remet pas en question les principes d'un accord financier aux contours pourtant imprécis portant sur un montant minimum de 45 à 50 milliards d'euros, mais les tergiversations se poursuivent et freinent le processus à peine relancé. L'attitude des négociateurs britanniques pose un problème majeur au processus de négociation pourtant indispensable au Royaume-Uni. Le comité parlementaire britannique qui supervise les négociations du Brexit réalise désormais que les discussions entre Londres et Bruxelles n'avancent pas, au risque de retarder le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne. Peu de progrès ont en effet été réalisés sur les questions des droits des citoyens expatriés, de la frontière entre l'Irlande du Nord et la République d'Irlande ainsi que sur la question du modèle de tarifs douaniers applicable. Cela ne devrait être une surprise pour personne, mais le temps presse, sans que l'urgence de la situation ne semble pouvoir motiver les parties à trouver un terrain d'entente réaliste. Le délai de deux ans fixé pour la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne arrive à échéance le 29 mars 2019, soit à peine dans un an ; la moitié du temps alloué à la recherche d'une voie de sortie s'étant déjà écoulé. Les européens s'impatientent à nouveau, à juste titre, face à l'indécision britannique. Michel Barnier, négociateur en chef de la Commission européenne pour le Brexit, ne cache pas une forme d'agacement, après que la 1^{ère} ministre britannique Theresa May ait rejeté l'ébauche juridique d'un accord de retrait qui devra encore

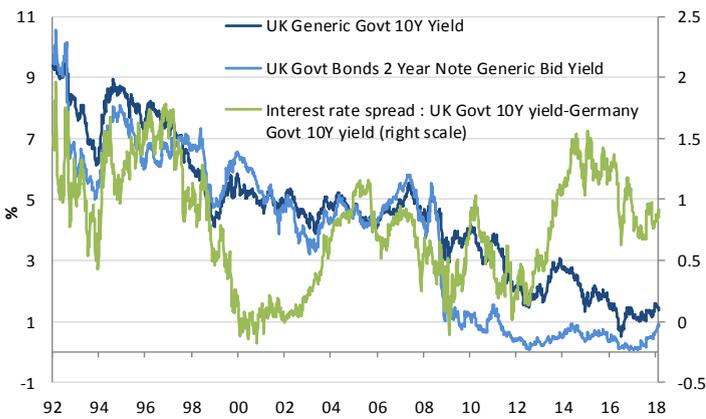
Croissance trimestrielle du PIB - UK



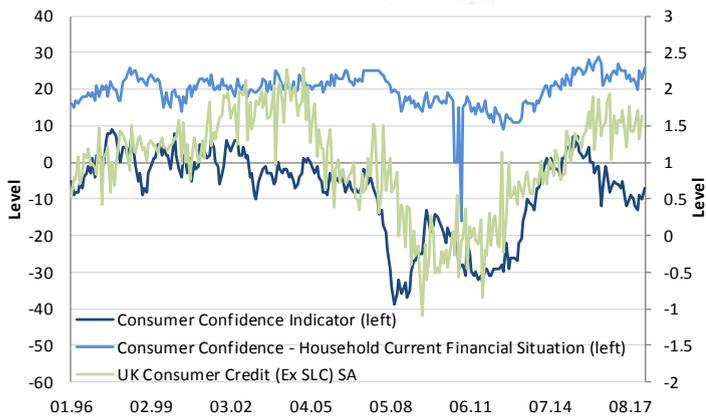
PMI manufacturier, services et construction - UK



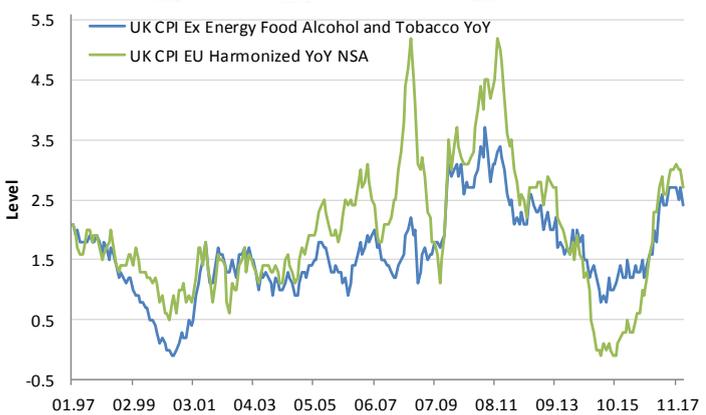
Taux gouvernementaux UK à 2 ans et 10 ans



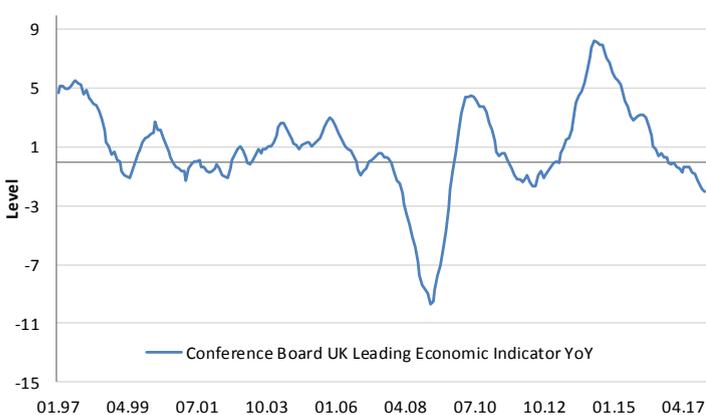
Confiance des consommateurs



Inflation CPI



Indicateur avancé



être évoqué lors du prochain sommet des Etats membres de l'union les 22 et 23 mars. Le ton pourrait à nouveau se durcir car l'agacement devient de plus en plus perceptible, face aux exigences « irréalistes » des britanniques. Le Royaume-Uni pourrait bien sortir comme il le souhaite du marché intérieur de l'union douanière, retrouver son autonomie réglementaire et son indépendance juridique, mais il devra accepter d'en payer le prix. L'Union européenne n'a aucunement l'intention de laisser les britanniques construire une sortie « sur-mesure » qui leur permettrait de choisir un marché intérieur « à la carte » et les éléments qui leur conviendraient en refusant ceux au-delà de leurs « lignes rouges ». L'impatience monte à nouveau. Le président de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker, appelait lui aussi les britanniques à un peu plus de discipline et de réalisme en leur enjoignant de se concentrer rapidement sur les éléments fondamentaux. Les discussions se sont, pour l'instant, focalisées sur la définition d'un traité de Brexit incluant les coûts financiers du divorce, la question des expatriés et celle de la frontière irlandaise. Mais il devient urgent de clarifier la position britannique également sur la question des relations post-Brexit sur le plan commercial et douanier. Une année complète s'est écoulée, il est grand temps de « traduire les discours en traités, les engagements en accords et les vastes suggestions et souhaits sur la future relation en solutions réalisables », si l'on ne veut pas programmer dès aujourd'hui l'échec des négociations au 29 mars 2019.

Chiffrage inquiétants des coûts des divers accords commerciaux envisageables

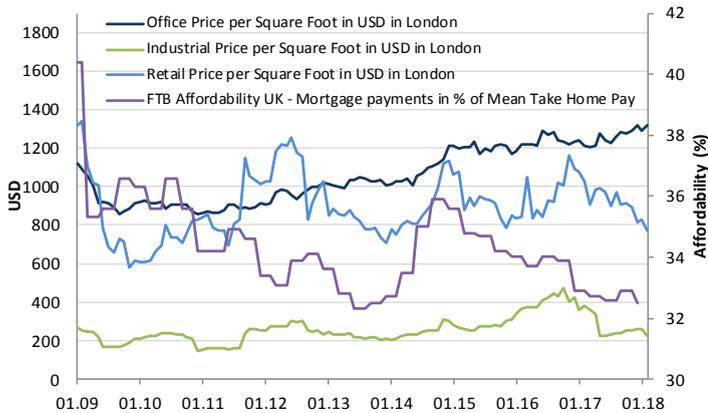
Le gouvernement britannique a récemment évalué la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne à -4.8% de perte de croissance du PIB sur 15 ans. On commence ainsi à appréhender un peu mieux les conséquences du Brexit sur le plan économique, car ce déclin de croissance pourrait aussi signifier une augmentation de l'endettement du pays estimée à 55 milliards de livres sterling sur la même période, de quoi remettre en question les arguments évoqués par les instigateurs du Brexit en 2016 lors du référendum. Les chiffres calculés par le ministère chargé des négociations sur le Brexit sont également inquiétants pour les deux autres scénarii envisageables. L'adhésion au marché unique, solution déjà réfutée par la 1ère ministre Theresa May, provoquerait une baisse limitée de -1.6% du PIB, tandis qu'une sortie sans accord coûterait -7.7% du PIB. La hausse des besoins de financement de la dette publique pourrait alors atteindre 80 milliards de livres sterling. Le coût potentiel du Brexit n'en finit donc pas de grimper, alors que les solutions recherchées de nouveaux accords de libre-échange avec les Etats-Unis et d'autres pays tiers ne semblent désormais n'avoir que très peu de chance de voir le jour avant mars 2019. Quoi qu'il en soit, même un accord avec les Etats-Unis n'aurait qu'un impact réduit à +0.2% du PIB et serait ainsi largement insuffisant pour compenser les effets estimés avec l'Union européenne.

L'inquiétude monte aussi du côté des entreprises et des multinationales

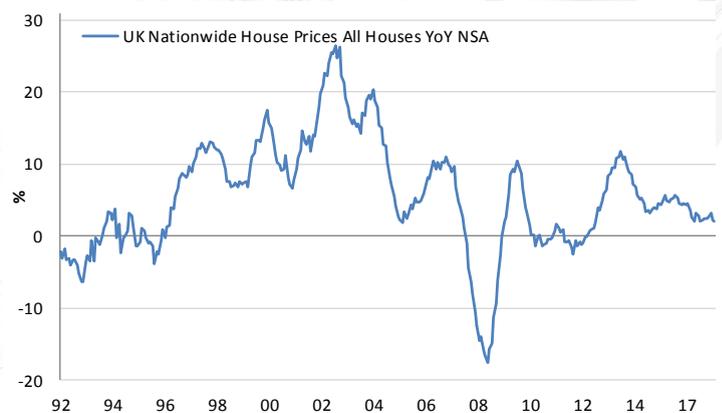
Le groupe Unilever a récemment annoncé sa décision de regrouper son siège social aux Pays-Bas, après avoir disposé pendant près d'un siècle d'une présence mixte au Royaume-Uni. La multinationale ne paiera désormais ses impôts plus qu'aux Pays-Bas. La nouvelle tombe peut-être au pire moment pour les négociateurs britanniques, à moins que celle-ci ne leur fasse enfin prendre conscience de la réalité et de la perception qu'ont les entreprises des conséquences probables du Brexit. Même si le CEO, Paul Polman, n'a pas souhaité faire le lien entre cette décision et les risques posés par le Brexit, il sera évidemment difficile de ne pas y voir un lien de causalité clair. Une étude récemment publiée laissait entendre que les coûts d'une sortie du Royaume-Uni sans accord avec l'Union européenne étaient estimés à environ 30 milliards d'euros en barrières tarifaires et non tarifaires. Ces surcoûts seraient essentiellement supportés par les secteurs automobile, agroalimentaire, chimique et financier. La City représente près de 10% du PIB et constitue d'ailleurs le seul secteur excédentaire dans ses échanges avec l'Union européenne. La City souhaiterait certainement pouvoir s'appuyer sur un principe de reconnaissance mutuelle des normes en vigueur, ce qui semble aujourd'hui encore être refusé par Bruxelles et qui favorise la mise sur pieds de systèmes d'équivalence comme ceux en vigueur avec la Suisse par exemple. Les entreprises accueilleront certainement favorablement l'accord obtenu d'une période de

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Prix de l'immobilier au m2



Croissance des prix de l'Immobilier



transition de deux ans. Mais cette période ne servira qu'à se préparer au changement et ne réduira pas l'inquiétude liée à l'absence criante d'une vision précise de la nature du changement qui les affectera dans un an.

La livre reste sereine et confiante contre l'euro

La devise britannique ne semble pas affectée par l'absence d'avancée concrète sur la définition du modèle commercial post-Brexit. Nous estimons toujours 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. Depuis la relance des négociations en décembre 2017, la livre sterling a plutôt bénéficié d'un environnement constructif, laissant escompter une solution raisonnable entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Cette anticipation supporte, pour l'instant, le taux de change livre/euro qui reste stable depuis octobre 2017 entre 1.12 et 1.14. En ce début d'année, nous privilégions encore le scénario d'une stabilisation du taux de change au 1er semestre.

Fléchissement de l'activité conjoncturelle

Le PIB du 4ème trimestre (+0.4%) reste en effet dans la tendance d'effritement de la dynamique économique déjà constatée sans aggravation notable. La performance sur un an se stabilise à +1.4%. Les exportations perdent encore de leur vigueur au 4ème trimestre (-0.2%) et la hausse des importations (+1.5%) n'est pas un signe positif pour la balance commerciale. La consommation privée est à nouveau plus faible (+0.2%) et la hausse de +0.6% des dépenses publiques compense un peu cette perte de dynamisme. Les indicateurs avancés ne montrent pas de dégradation évidente à attendre en début d'année. La baisse de 58.4 en novembre à 55.2 en février du PMI manufacturier suggère un tassement de l'activité du secteur, mais du côté des services, l'image est un peu plus positive, le PMI remonte en effet légèrement de 53 à 54.5 en février. Le constat est similaire pour la construction (hausse de 50.2 à 51.4). Globalement, l'indicateur composite est légèrement meilleur et progresse de 53.5 à 54.5. La confiance des consommateurs et le baromètre des affaires ne subissent pas de modi-

fications majeures et témoignent toujours de l'incertitude causée par le Brexit. Dans ce contexte, le très léger rebond du taux de chômage (de 4.3% à 4.4%) en décembre suggère peut-être déjà une dégradation du marché de l'emploi, lequel se retrouve cependant en croissance (+88'000) après une perte de 56'000 emplois en octobre. L'évolution positive de la production industrielle (+1.3% en janvier) et de la production manufacturière (+0.1%) est encourageante. Les perspectives de croissance pour l'économie britannique sont plutôt stables avec une prévision de +0.4% au 1er trimestre et +1.5% sur 2018.

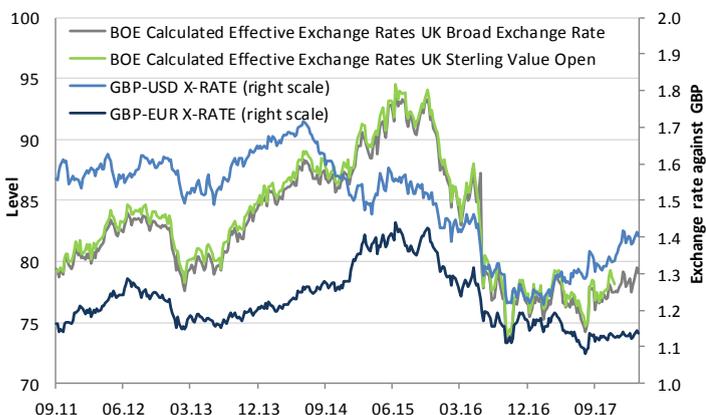
Les taux directeurs inchangés

Le statu quo devrait encore durer dans le contexte actuel de tassement conjoncturel et de meilleurs chiffres d'inflation en début d'année. Nous annonçons en novembre que la hausse de 0.25% des taux directeurs de la BoE ne serait pas rapidement suivie d'autres phases de resserrement monétaire, en raison justement des risques d'affaiblissement de la conjoncture. Comme nous l'annonçons dans notre analyse précédente, la hausse des taux directeurs à 0.5% pourrait donc bien être suivie d'une longue période d'inaction. La BoE devrait en effet maintenir ce taux ou ne procéder à des hausses mineures qu'en seconde partie d'année. La banque d'Angleterre avait salué l'accord obtenu avec l'UE qui devait diminuer les probabilités de sortie désordonnée du Royaume-Uni de l'UE. Elle doit désormais attendre l'évolution des négociations et de ses effets sur le sentiment des consommateurs et des entrepreneurs pour évaluer les probabilités de relance ou de ralentissement du PIB et de l'inflation.

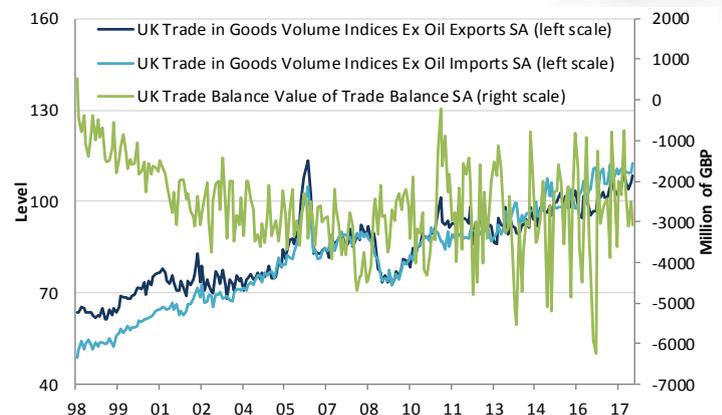
Hausse des taux longs à 2%

La Bank of England a publié les attentes d'inflation pour un an (+2.9%) et cinq ans (+3.5%) qui suggèrent une hausse des anticipations. L'inflation s'est toutefois un peu stabilisée au cours des derniers mois et s'affiche à 2.7% en février sur un an. Les tensions ne se sont pas intensifiées ; les prix à la production ont même glissé de +19.3% à +3.4% en douze mois. Nous maintenons notre prévision de stabilisation de l'inflation au-dessus de l'objectif de la BoE de 2% au cours des prochains trimestres.

Taux de change effectifs de la livre sterling



Balance commerciale - Exportations - Importations



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Japon

- La force du yen menace la croissance japonaise
- La consommation privée reste tendanciellement modérée
- Indicateurs avancés toujours moroses
- Le yen retrouve son caractère de monnaie refuge



La force du yen menace la croissance japonaise

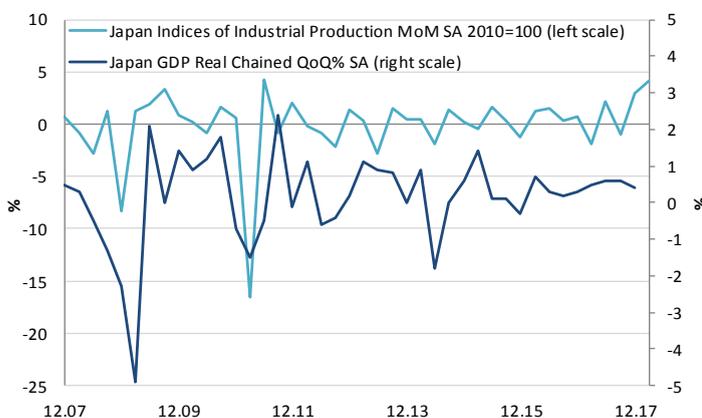
La croissance japonaise a finalement été plutôt forte en 2017, mais elle termine sur un résultat annualisé de +1.6% plus faible au 4ème trimestre. Les données trimestrielles ont été relativement volatiles à l'image du 3ème trimestre, qui marquait une accélération de la dynamique économique de +2.5%. L'économie japonaise boucle donc l'année sur une note moins positive, rallongeant toutefois la phase de croissance actuelle en enregistrant sa huitième progression trimestrielle consécutive. La progression du PIB japonais a perdu un peu de sa dynamique, alors que le contexte économique international s'est pourtant renforcé dans le même temps. Au cours des prochains mois, elle pourrait toutefois fléchir un peu plus, en raison de la vigueur affichée du yen depuis plusieurs mois. En effet, on devrait assister, en ce début d'année 2018, à un tassement conjoncturel au Japon provoqué, en particulier, par la hausse du yen de +10% contre le dollar. La force inattendue du yen menace clairement la reprise des exportations et de profits des entreprises, qui ont été des moteurs importants de la reprise conjoncturelle. L'économie japonaise a, en effet, été soutenue par un environnement favorable au développement de ses exportations et par une reprise de l'investissement. La croissance des exportations a déjà fléchi depuis quelques mois et, même si en janvier elle s'affiche encore à +12.2%, elle est désormais sensiblement en dessous de la croissance de +18% enregistrée en août. L'économie japonaise risque donc de manquer rapidement du soutien d'une devise faible, au moment où la demande domestique a plus que jamais besoin de confiance ainsi que d'une réelle croissance des salaires et du revenu disponible des ménages. La croissance des profits des entreprises devait permettre une hausse des salaires, mais elle a déjà chuté sensiblement de +5.5% à seulement +0.9% entre le 3ème et le 4ème trimestre 2017. On est désormais loin du taux de croissance de +26.6% enregistré au 1er trimestre, ce qui peut remettre en question les perspectives de hausse de la consommation. La hausse du yen est donc une menace significative pour l'économie nipponne qui n'est pas en état de faire face à une appréciation durable de sa monnaie. La BoJ est, sans aucun doute, consciente de l'importance de ce facteur, mais n'a pas

d'autres moyens à sa disposition pour contrer les effets négatifs d'une devise forte que ceux déjà mis en œuvre. Cette situation est relativement préoccupante et remet en question les perspectives du Japon pour les prochains trimestres. En l'absence d'un affaiblissement prochain du yen, nous envisageons un développement économique plus incertain pour l'économie nipponne en 2018. La croissance du PIB pourrait ne plus être autant supportée par la demande extérieure et souffrir, en même temps, d'un tassement de la demande intérieure. Les espoirs d'une relance conjoncturelle en 2018 reposent donc sur un renversement de tendance en matière de taux de change et d'un affaiblissement net du yen.

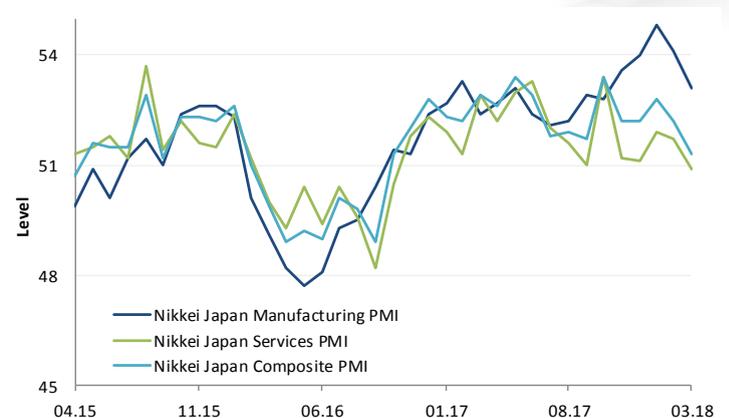
La consommation privée reste tendanciellement modérée

Dans un tel contexte, il n'y a rien d'étonnant à ce que les consommateurs japonais restent globalement prudents. Les indicateurs ont, en effet, de la difficulté à mettre en évidence une tendance solide pour la consommation domestique, mais elle 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 à ce manque d'enthousiasme. 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 a évolué favorablement et enregistre une progression annuelle encourageante de +2% en janvier. Mais le revenu annuel des ménages stagne (+0.2%) en termes nominaux et baisse de -1.5% en termes réels. Sur une base trimestrielle, l'indice de la consommation privée du PIB fait état d'une progression de +0.5%, ce qui explique la relative stabilité de la confiance des ménages à peine en déclin de 44.7 à 44.4, qui reste ainsi proche du maximum de la décennie atteint en 2013. La situation du marché du travail contribuera certainement à l'amélioration du sentiment des ménages, car le taux de chômage a encore chuté de 2.8% à 2.4% et se situe désormais peut-être déjà au seuil de 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 1.59,

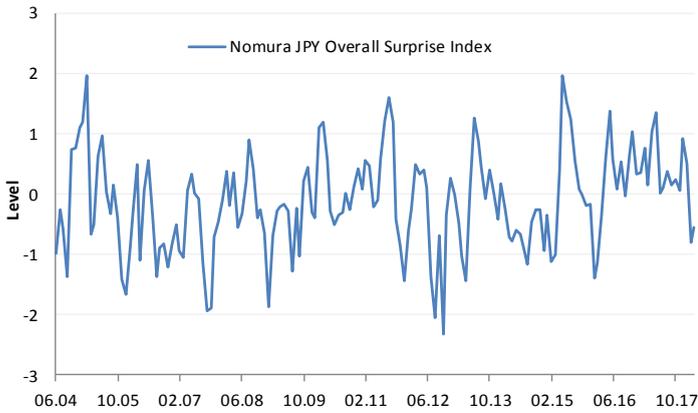
PIB et production industrielle



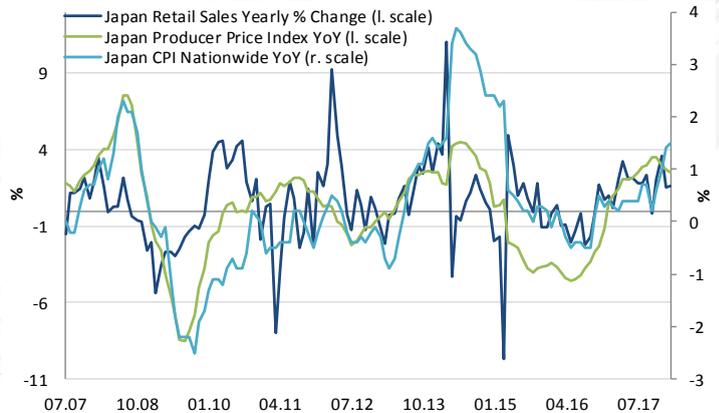
PMI Composite, manufacturier, services - Japon



Indicateur de surprise économique



Inflation (CPI et PPI) et ventes de détail



légèrement plus haut que le trimestre précédent. La consommation pourrait donc rester un contributeur important à l'évolution du PIB, mais elle sera encore structurellement faible, aussi longtemps que la répartition des revenus de la croissance ne sera pas mieux équilibrée. L'amélioration des résultats des entreprises n'a, en effet, toujours pas provoqué les hausses de salaires attendues. Cette transmission des revenus est toujours espérée par la BoJ pour relancer l'inflation et la consommation. Si ces conditions n'ont pas encore été réunies, elles ont désormais, selon nous, de meilleures chances de se réaliser. Mais un affaiblissement du yen reste certainement toujours une condition indispensable.

Indicateurs avancés toujours moroses

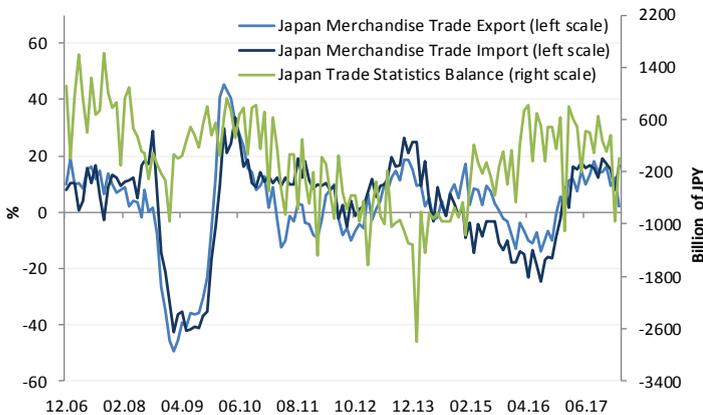
Le retour des incertitudes liées aux résultats du quatrième trimestre ne sera pas immédiatement contré par des indicateurs avancés, lesquels restent encore relativement moroses. L'économie japonaise est en croissance, mais l'hésitation est toujours présente et la vigueur, probablement temporaire, du yen ne rassure pas. 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 eu un effet visible sur la production industrielle, dans un premier temps et sur les perspectives du secteur, mais les indicateurs avancés n'annoncent pas d'accélération en ce début d'année 2018. A contrario, la production industrielle a encore montré une volatilité extrême en janvier (-6.6%), provoquant une correction nette du rythme de croissance annuelle de +4.4% à seulement +2.7%. La hausse des inventaires des derniers mois laissait présager une diminution de l'activité à venir et de la production industrielle, mais elle s'avère plus sensible qu'escompté. La tendance reste positive, mais elle semble fortement mise à mal par la hausse du yen. Le PMI global glisse à nouveau de 52.8 à 52.2 en février et se situe dans les niveaux bas de l'année 2017. Le PMI des services se maintient à 51.7, légèrement en dessous de sa valeur de janvier, indiquant un ralentissement du rythme de croissance des nouveaux contrats. Le PMI manufacturier pour février a fléchi de 54.8 à 54, sous l'impulsion de la hausse du yen, mais la chute du sous-indice des nouvelles commandes est plus significative (effondrement de 57.4 à 54) et plus inquiétante pour l'évolution

à venir, même si cet indicateur reste toujours, pour le dix-huitième mois consécutif, dans une zone d'expansion.

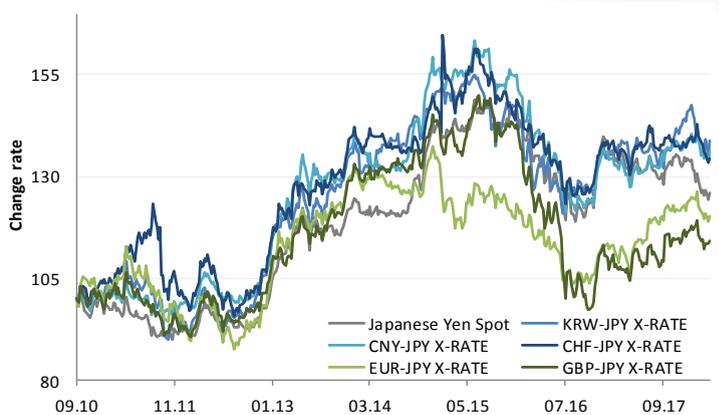
Le yen retrouve temporairement son caractère de monnaie refuge

La Banque du Japon n'a toujours pas beaucoup plus de marge de manœuvre pour tenter d'atteindre son objectif d'inflation de 2% (CPI 1.4% en janvier). 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%. Le président Kuroda ne modifiera certainement pas sa politique, laquelle devrait rester un facteur important dans le futur déclin de la devise nipponne. 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 nipponne. 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, même si le gouverneur Kuroda a récemment annoncé qu'il normaliserait sa politique, si l'objectif d'inflation était atteint. Le yen a profité de son statut de valeur refuge ces dernières semaines, mais il devrait cependant s'affaiblir à nouveau et s'approcher du haut de sa bande de fluctuation des douze derniers mois (USD 110, CHF 110, Euro 135).

Balance commerciale en Milliards de JPY



Taux de change (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Chine

- Objectif de croissance de +6.5% pour l'économie chinoise
- L'envol des exportations irrite un peu plus les Etats-Unis
- Les risques d'une nouvelle guerre commerciale
- Nouvelle opportunité pour le marché actions



Objectif de croissance de +6.5% pour l'économie chinoise

L'économie chinoise pourrait bien terminer le 1er trimestre sur une croissance annuelle toujours solide de +6.7%, avant de légèrement ralentir à +6.5% pour l'ensemble de l'année 2018. Le gouvernement compte privilégier une croissance qualitative et maintient son objectif identique à celui de l'année 2017. La Chine va promouvoir en 2018 le développement de son économie, en accélérant le niveau de qualité de l'économie dans son ensemble. La recherche d'une croissance rapide est donc dépassée ; la Chine veut mettre l'accent sur les réformes et les mesures structurelles visant à prévenir les risques majeurs. La croissance devra privilégier les investissements et l'innovation, améliorer la qualité de l'urbanisation et faire de la stratégie de redressement rural un succès. Les politiques de libéralisation du commerce et des investissements de haut niveau devront aussi permettre d'atteindre les objectifs qualitatifs de développement du marché intérieur et maintenir la capacité de développer les exportations de produits de qualité supérieure.

L'envol des exportations irrite un peu plus les Etats-Unis

Les exportations chinoises en février ont bondi de +44.5% sur un an, tandis que les importations voyaient leurs taux de progression chuter de +36.9% à +6.3%. La Chine a donc exporté pour plus de 175 milliards de dollars de marchandises. En seulement deux mois, l'excédent commercial de la Chine a progressé pour atteindre 360 milliards de yuans. Dans ce contexte, la croissance économique devrait être plutôt solide, mais ce résultat a comme conséquence politique directe de crispier un peu plus encore les relations entre la Chine et les Etats-Unis. Les tensions commerciales vont s'intensifier suite à l'annonce du président Trump de taxer un peu plus certaines importations chinoises comme l'acier et l'aluminium. La période janvier-février a tendance à être plus volatile mais, sur l'ensemble des deux mois, on note encore une hausse de +25% des exportations sur un an.

Les risques d'une nouvelle guerre commerciale

L'excédent commercial de la Chine avec les Etats-Unis se monte à 21 milliards de dollars en février. Les exportations chinoises soutiennent largement la dynamique conjoncturelle globale en Chine, grâce à une amélioration générale du commerce mondial. L'impact sur l'économie chinoise de l'introduction d'une nouvelle taxe douanière n'est pas massif. Le gouvernement chinois redoute certainement plus les projets de lutte contre les infractions à la propriété intellectuelle car, en réalité, il n'existe que peu de sources alternatives d'approvisionnement pour les Etats-Unis aux produits achetés à la Chine. Une guerre commerciale n'aurait aucun bénéfice global et ne créerait certainement que de nouvelles difficultés d'acheminement des produits et, à terme, une diminution du commerce mondial. La guerre n'est sans doute pas déclarée, mais les Etats-Unis veulent sans doute mettre la barre très haute pour les futures négociations à venir. La volonté du président américain de rééquilibrer les échanges et de diminuer le déficit, évalué en 2017 à près de 375 milliards de dollars, se heurtera peut-être à la réalité, mais il a bien l'intention de s'attaquer à cette promesse de campagne.

L'inflation reste faible en début d'année

L'économie chinoise terminait l'année 2017 sur un léger déclin de l'inflation, la publication des chiffres de février a donc plutôt créé la surprise. L'indice des prix enregistré, en effet, sa plus forte progression sur un an depuis 2013. La hausse de +2.9% sur un an marque une très forte avance par rapport aux chiffres de janvier (+1.5%). La soudaineté de cette relance inflationniste peut être due à un effet de base des prix de l'alimentation qui avaient fortement baissé en février 2017. Globalement, les pressions inflationnistes semblent plus réduites mais montrent toutefois une hausse nette de +2.5%. Les indices de prix à la production poursuivent, en début d'année, leur normalisation et glissent de 4.3% à 3.7%. La pression pour la PBOC de remonter les taux directeurs ne nous semble pas suffisante pour une prochaine intervention.

Croissance du PIB YoY



PMI et production industrielle



Investissement immobilier, infrastructures et industrie (YoY)



Exportations - Importations (YoY)



Indicateurs avancés encore indécis

Peu de changement en ce début d'année pour la plupart des indicateurs avancés. Les valeurs des indices PMI Caixin China restent globalement meilleures que celles obtenues en fin d'année 2017. Les divers indices pointent encore vers une activité économique soutenue en 2018, sans pour autant faire preuve d'un nouvel optimisme renforcé. L'indice PMI manufacturier avance de 51.5 à 51.6, tandis que le segment des services recule légèrement (54.2 contre 54.7). L'indice global est donc aussi en léger déclin de 53.7 à 53.3. Sans être spectaculaires, les indicateurs avancés confirment la poursuite de la tendance positive pour la croissance de l'économie chinoise. La production industrielle a même enregistré une relance grâce à l'amélioration de sa croissance sur un an de 6.6% à 7.2%.

Un nouvel empereur en Chine pour consolider les réformes

Bouleversement politique en Chine en mars ; désormais, le président Xi Jinping peut bénéficier d'une nouvelle mesure votée par le Comité central du Parti communiste autorisant plus de deux mandats présidentiels. Le président Xi Jinping, qui cumulait déjà les pouvoirs depuis 2013, maîtrise désormais plus encore l'administration chinoise avec les nominations annoncées du nouveau gouvernement et pourra se représenter, grâce à sa réforme constitutionnelle, pour de nouveaux mandats, après la fin de son mandat actuel en 2023. En consolidant son pouvoir de cette manière, Xi Jinping pourra à l'avenir s'attaquer avec plus de fermeté encore à son projet de réforme fiscale et à celui concernant le système financier.

L'endettement chinois est toujours perçu comme un risque non négligeable pour la pérennité du système financier. Pékin a donc toujours comme objectif prioritaire de combattre les risques financiers, la spéculation et les risques posés par les créances douteuses, alors que la dette publique et privée dépasse 50% du PIB. Le gouvernement chinois

est toujours bien décidé à assurer la pérennité de la croissance économique en accélérant les réformes, lesquelles 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 et devrait progressivement toucher les entreprises, les ménages et le secteur immobilier, après avoir tout d'abord été centré sur le secteur financier.

Taux de change, politique monétaire et budgétaire

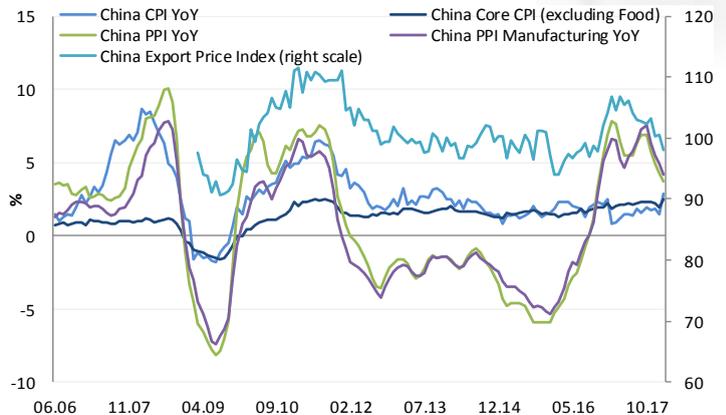
En ce qui concerne le taux de change, le gouvernement ne semble pas vouloir modifier son langage et parle toujours de stabilisation du yuan. Dans le même temps, les réserves de devises de la Chine ont enregistré leur premier déclin depuis un an (-27 milliards de dollars), mais celles-ci restent au-dessus de trois trillions de dollars. Le contrôle des changes, qui a été rétabli au début de 2017, a largement contribué à diminuer les sorties de capitaux qui restent donc en Chine et permettent le financement des investissements.

En terme 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.

Taux de change effectif et USD/Yuan



Inflation CPI - Core CPI



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCENARIO MACROECONOMIQUE

Émirats Arabes Unis

- Une année 2017 difficile pour les Emirats
- La croissance du PIB plus forte que prévue en 2017
- Rebond significatif de l'inflation globale en 2017
- Déflation des coûts de logements trimestriels
- Quelles seront les prévisions pour le marché de l'immobilier ?

Une année 2017 difficile pour les Emirats Arabes Unis, impactée par les baisses de production de pétrole

Conformément à son engagement envers l'OPEP qui s'est matérialisé en janvier 2017, les Émirats Arabes Unis ont pris activement part dans la baisse de la production pétrolière, dont l'accord signé a été prolongé jusqu'à fin 2018. En conséquence, les Émirats Arabes Unis présentent une diminution de 6% de leurs quotas de production de pétrole au quatrième trimestre 2017, à laquelle s'ajoute une réduction de 4% au précédent trimestre, représentant ainsi à une baisse moyenne annuelle de 2% en 2017. Les dernières données fournies par l'EIA font état d'une augmentation de 25% du prix du Brent au quatrième trimestre 2017 contre une précédente augmentation de 14% au troisième trimestre. Ainsi, l'augmentation moyenne trimestrielle du Brent a atteint 27% contre une baisse de 15% en 2016. Le rebond du Brent résulte de l'accord de l'OPEP portant sur la baisse de la production pétrolière, du redressement de l'économie globale ainsi que de la dépréciation du dollar, menant ainsi à un regain de la demande globale en pétrole.

La croissance du PIB plus forte que prévue en 2017

La Banque centrale des Emirats Arabes Unis a révisé à la hausse son estimation du PIB réel à 1.5% pour 2017, par rapport aux projections initiales du FMI qui prévoyait une croissance de 1.34%. En 2017, selon l'indice des activités du secteur non-pétrolier développé par la Banque Centrale des Émirats Arabes Unis, le secteur des hydrocarbures non-conventionnels affichait une croissance de 2.9% au quatrième trimestre, due notamment à la reprise économique, la stabilité de l'emploi, l'augmentation des prix du pétrole ainsi qu'une croissance économique soutenue des partenaires commerciaux des Émirats Arabes Unis. Cependant, la croissance du PIB du secteur pétrolier s'est contractée de 1.4%, sur une base annuelle, et devrait baisser encore de 0.2% en 2018. L'effet modérateur de la réduction de la production de pétrole a été atténué principalement par une augmentation des dépenses publiques, qui ont crû de 23.3% au cours des premiers trimestres de 2017, et par la résilience du secteur non pétrolier. A l'avenir, la reprise de la

demande extérieure mondiale de pétrole devrait stimuler l'économie des EAU de 2.5% en 2018, à laquelle le secteur non pétrolier devrait contribuer pour 3.9%, selon les prévisions de la Banque centrale des Emirats.

Rebond significatif de l'inflation globale en 2017

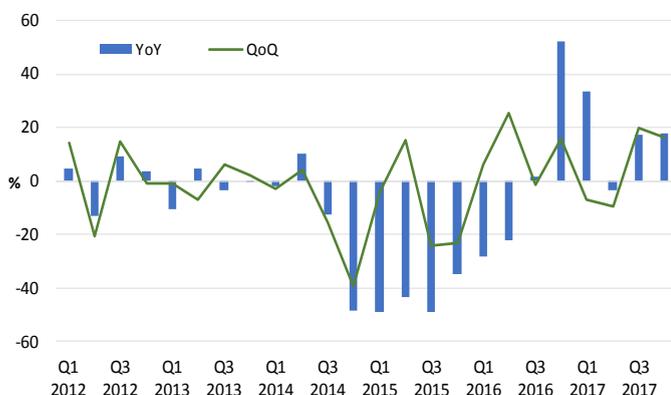
Comme nous le mentionnions dans notre précédente publication, l'inflation globale a fortement rebondi au cours du quatrième trimestre 2017. Cette augmentation s'explique principalement par la mise en place de taxes sur les boissons et le tabac ainsi qu'une demande domestique plus forte que prévue en anticipation de l'implémentation de la TVA dès janvier 2018. Par conséquent, le taux d'inflation a bondi au quatrième trimestre 2017 en atteignant ainsi 1.8% contre à 0.8% au troisième trimestre. De plus, l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) s'élevait à 2.7% au mois de décembre, ce qui représente le plus haut niveau atteint depuis mars 2017. Les biens échangeables présentent l'augmentation de prix la plus importante avec 34% du panier de consommation aux Emirats Arabes Unis. De ce fait, l'inflation du prix de ces biens a atteint 4% au quatrième trimestre 2017, alors qu'au troisième trimestre 2016 le taux d'inflation était de 0.6%. Toutefois, cette variation s'explique notamment par l'imposition en octobre 2017, d'une taxe de 200% sur les tabacs et de 50% sur le sucre et les boissons énergisantes.

Déflation des coûts de logements trimestriels et augmentation des risques de l'offre excédentaire

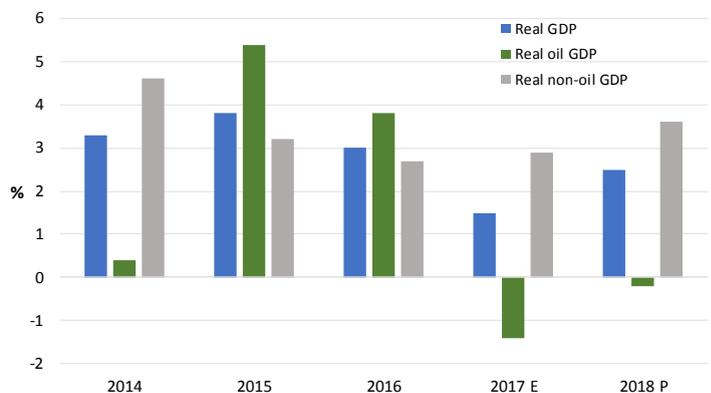
Le marché du logement aux EAU a connu deux déflations consécutives lors des troisième et quatrième trimestres de 2017, respectivement -0.6% et -1.0%, en raison de l'offre excédentaire dans les Émirats de Dubaï et d'Abu Dhabi. La valeur des biens immobiliers dans les deux Émirats a atteint un sommet au deuxième trimestre 2014, suivie d'une correction, en raison principalement de la baisse du prix du pétrole, de la forte appréciation de la devise américaine et d'un plan de réduction des limites des valeurs d'emprunts (LTV) orchestré par la Banque centrale des Emirats Arabes Unis, afin d'éviter toutes spéculations



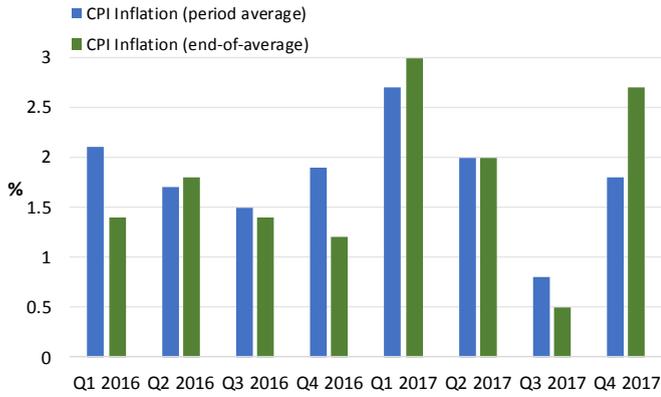
Evolution du prix du Brent



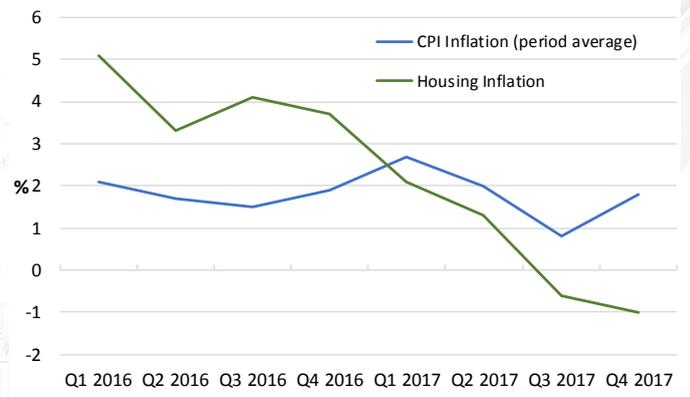
Croissance économique (Emirats Arabes Unis)



Inflation (Emirats Arabes Unis)



Inflation (CPI & Immobilier)



immobilières excessives. Pendant une période de deux ans, les E.A.U. ont traversé une phase de consolidation du marché immobilier qui aura vu une croissance dans le segment des propriétés abordables et ce au détriment du segment des propriétés de luxes. Depuis 2016, afin d'atteindre la population locale n'ayant pas des moyens suffisants pour fournir les fonds propres requis d'un minimum de 25% du prix d'acquisition, la majorité des promoteurs immobiliers a commencé à proposer des offres incitatives tels que la prolongation des plans de paiements durant la phase finale des travaux, en plus d'une baisse du dépôt initial.

Renversement de tendance des ventes sur plans du secteur immobilier?

Les ventes de propriétés sur plans ont été le catalyseur du dynamisme du marché immobilier, tout particulièrement à Dubai mais aussi à Abu Dhabi, après l'implémentation des augmentations de frais immobiliers ainsi que des ratios des valeurs d'emprunts (LTV). D'après le département foncier de Dubai (DLD), le volume des transactions des ventes sur plans a progressé d'année en année pour atteindre 60% en 2017. Les ventes de propriétés sur plans ont représenté plus de 70% des transactions, largement facilitées par une stratégie « back-ended » et un plan « post handover » mis en place par les promoteurs. Toutefois, les dernières données fournies par le département foncier de Dubai (DLD) révèlent que les ventes de propriétés sur plans ont diminué de 37% à Dubai au premier trimestre 2018, comparativement à l'année précédente. Cette dépréciation était estimée à 5.91 milliards de dollars, soit une baisse de 46% par rapport aux chiffres du premier trimestre 2017.

Quelles seront les prévisions à venir pour le marché de l'immobilier aux EAU ?

BearBull Global Investments Group prévoit pour les marchés immobiliers des EAU des tendances similaires aux années précédentes, en plus d'une pression accrue sur les prix de vente et les loyers et ce, jusqu'à ce que le marché trouve un nouvel équilibre. La baisse de la demande et le ralentissement du marché du travail conjugués à l'augmentation

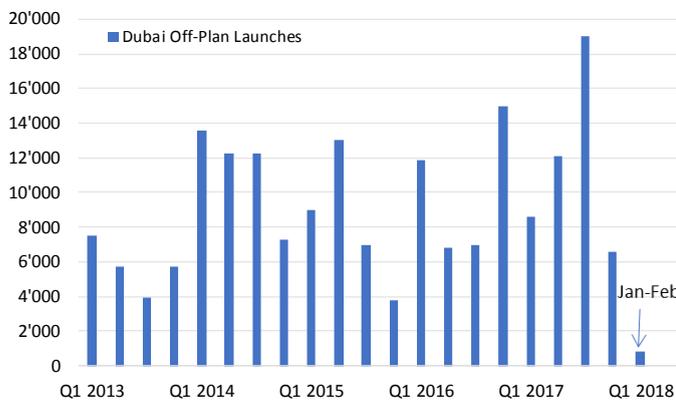
de l'offre devraient générer une nouvelle pression déflationniste sur les prix de location. Selon les dernières données publiées par le REIDIN et la Banque centrale des EAU, les prix des locations à Dubai ont baissé de 6.7% en glissement annuel au quatrième trimestre, s'ajoutant à une baisse antérieure de 6% au trimestre précédent. De même, les prix des locations à Abu Dhabi ont baissé de 11%, en glissement annuel, après une baisse de 10.5% au troisième trimestre 2017.

Les loyers devraient à l'avenir baisser plus rapidement, tant à Dubai qu'à Abu Dhabi, en raison de l'ampleur de l'offre en cours de livraison prévue en 2018. La Société Asteco estime que l'offre de nouveaux appartements à Dubai atteindra 23'000 unités contre 13'900 en 2017, tandis que le nombre de villas achevées devrait atteindre 8'500 unités contre 3'600 en 2017.

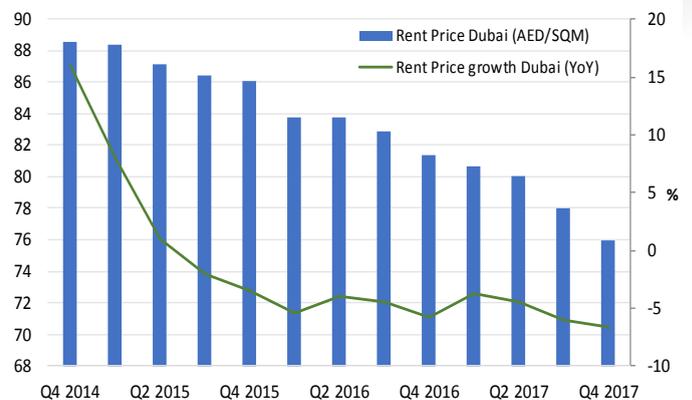
Dans l'intervalle, 2'800 appartements ont été livrés à Abu Dhabi en 2017 et 6'200 appartements devraient encore être livrés en 2018. Le nombre de villas achevées devrait également connaître une forte croissance passant de 750 unités en 2017 à 2'800 unités en 2018.

Par conséquent, une grande partie des investisseurs sur plans qui, jusqu'à présent étaient motivés par la plus-value en capital, pourraient ne pas atteindre leur objectif une fois que leurs biens leur auront été livrés. Ceci pourrait entraîner une divergence de prix accrue en 2018 laquelle profiterait aux investisseurs avertis. Les investisseurs immobiliers seront de plus en plus enclins à obtenir des conseils de professionnels locaux lorsqu'ils investiront dans des propriétés aux Emirats et à se concentrer sur des projets bénéficiant de facteurs qualitatifs importants tels que les emplacements et infrastructures, les commodités environnantes, des finitions de qualité, l'excellence de la gestion immobilière et d'autres incitations à valeur ajoutée.

Vente sur plans



Loyers résidentiels (Dubai)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Marchés émergents

- L'assouplissement monétaire se poursuit au Brésil, en Afrique du sud et en Russie notamment
- L'Inde et la Turquie affiche une croissance supérieure à +7%



Situation économique par pays

Brésil – La Banque centrale estime que les conditions économiques actuelles imposent la conduite d'une politique monétaire accommodante. Le Comité de politique monétaire de la Banque centrale du Brésil a ainsi décidé à l'unanimité, en mars, de réduire une nouvelle fois le taux « Selic » de -0.25% à 6.50%. Les taux directeurs ont donc diminué de plus de moitié en comparaison avec le mois d'octobre 2016 (14.25%), lorsque les taux avaient atteint leur sommet historique. Le Comité conserve ainsi une conduite cohérente de sa politique monétaire, en raison du niveau toujours modéré de l'inflation nationale et dont l'objectif s'élève à 4.5% pour les années 2017 et 2018. En effet, l'inflation IBGE évolue désormais à un niveau de 2.84% en rythme annuel, contre 2.95% en décembre dernier. Sur une base mensuelle, l'inflation ne cesse de progresser depuis le mois de juillet 2017. La croissance de l'économie brésilienne (+2.10% au quatrième trimestre 2017) emprunte la même dynamique depuis le deuxième trimestre avec son retour dans les chiffres noirs (+0.3%), après avoir passé douze trimestres dans le rouge.

Bien que la Banque centrale envisage pour le moment la poursuite de sa politique monétaire accommodante, atténuant ainsi le risque de convergence tardive de l'inflation vers son objectif, et en l'absence de modifications pertinentes du scénario de référence, elle jugerait opportun d'interrompre sa politique monétaire accommodante et d'évaluer les prochaines mesures à entreprendre. Le Comité de politique monétaire souligne que les prochaines étapes de la conduite de la politique monétaire continueront à dépendre de l'évolution de l'activité économique, de l'équilibre des risques et des projections et anticipations d'inflation.

Afrique du Sud – Les perspectives de croissance économique pour cette année 2018 sont plus favorables mais restent difficiles, à la suite d'une révision à la hausse des données historiques du PIB et un résultat de 3.1% au quatrième trimestre, surprenant en bien les analystes. Après un taux de croissance annuel de 1.3% en 2017, la banque centrale sud

-africaine (SARB), prévoit un taux de croissance de 1.7% pour 2018 contre 1.4% précédemment. La prévision pour 2019 est, quant à elle, de 1.5%, légèrement inférieure à la prévision précédente (1.6%), alors qu'un taux de croissance de 2.0% est prévu pour 2020.

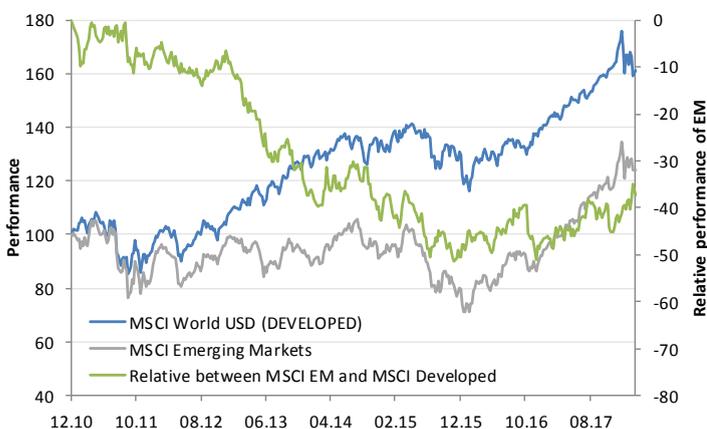
L'amélioration des perspectives de croissance est soutenue notamment par les signes d'augmentation de la confiance des entreprises, reflétée au travers de l'indice de confiance des entreprises du Bureau de recherche économique. Celui-ci s'affiche en nette progression sur le premier trimestre 2018, en passant d'un niveau de 34 en décembre à 45 en mars. L'indicateur avancé de la conjoncture sud-africaine a poursuivi sa dynamique haussière en janvier (+1.5 points à 106.1), conformément à l'amélioration des perspectives.

Le taux d'inflation d'une année à l'autre, mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC) pour toutes les zones urbaines, a été de 4.4% en janvier 2018, avant de baisser à 4.0% en février. Malgré l'impact négatif d'une hausse prochaine de la TVA en avril, l'inflation devrait atteindre 4.9% en 2018, 5.2% en 2019 et 5.1% en 2020.

Le rand a maintenu ses gains récents depuis la fin de l'année dernière et certains des principaux risques pesant sur les perspectives se sont dissipés. Depuis la précédente réunion du Comité de politique monétaire, le rand s'est apprécié de +4.8% par rapport au dollar américain, de +3.2% par rapport à l'euro et de +3.5% contre un panier de monnaies. La monnaie locale est dorénavant considérée comme légèrement surévaluée.

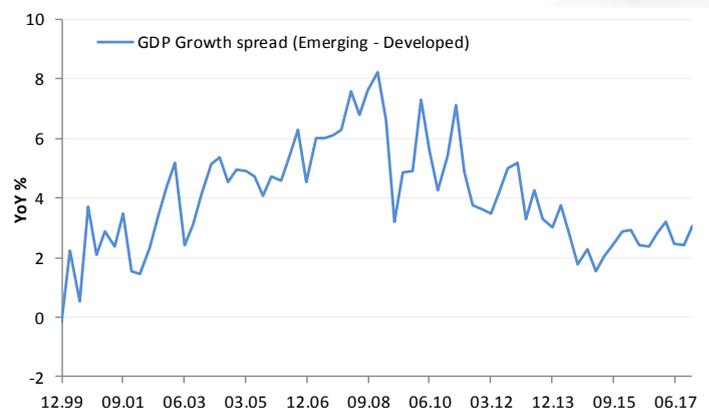
Compte tenu de l'amélioration des perspectives d'inflation et de la modération des risques liés aux prévisions, la SARB a estimé qu'il était possible d'assouplir sa politique monétaire sans compromettre la trajectoire de l'inflation. En conséquence, la Banque centrale sud-africaine a pris la décision de réduire de -0.25% ses taux directeurs, prenant effet le 29 mars 2018, pour clôturer ce premier trimestre à 6.50%. En revanche, elle prévoit une augmentation de 25 points de base d'ici à fin 2019, suivie par deux autres au cours de l'année 2020.

Performance marchés émergents et développés

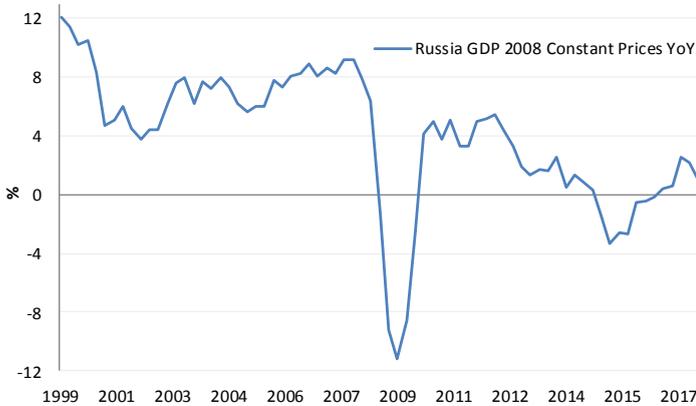


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

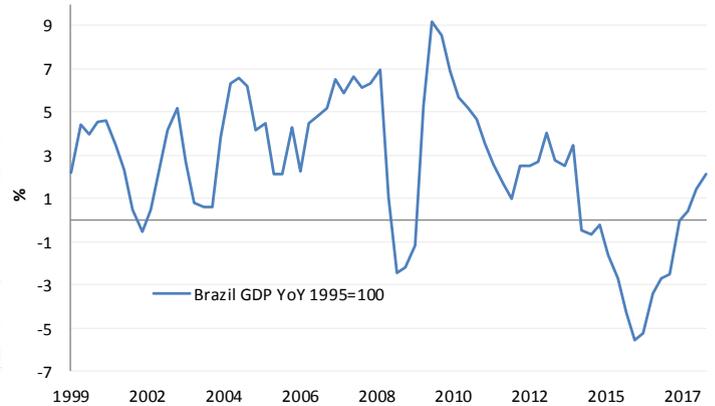
Écart de taux de croissance



PIB Russie (YoY)



PIB Brésil (YoY)



Inde – Après avoir ralenti pendant une bonne partie de l'année 2017, en raison notamment de la démonétisation de fin 2016 et de l'introduction d'une nouvelle taxe sur les biens et services, la croissance de l'économie indienne a rebondi. En effet, la croissance du PIB s'est élevée à 7.2% au dernier trimestre de l'année 2017, repassant devant la Chine (6.8%) par la même occasion, en tête de file des principales économies mondiales. Le niveau de l'inflation s'est, quant à lui, maintenu au-dessus de son objectif de long terme (4%) et s'est établi à 4.44% en février.

Le rythme de croissance actuel semble pourtant trop optimiste pour les mois à venir, en l'absence de nouvelles réformes économiques, et même une croissance d'environ 7% semble insuffisante pour absorber environ un million de nouveaux arrivants sur le marché du travail chaque mois.

Au début de la présidence de M. Modi, la croissance a été favorisée par la chute du prix du pétrole, que l'Inde importe en grande quantité. Mais le prix du brut, qui est passé de 110\$ à 30\$ le baril au cours de ses deux premières années au pouvoir, a depuis rebondi à 65\$. Un compte courant en déficit, des budgets insuffisants et une inflation élevée pourraient dès lors faire leur retour. Les rendements des obligations d'État indiennes sont ainsi passés de 6.4% l'été dernier à environ 7.5% en mars, indiquant une augmentation de la préoccupation des investisseurs.

Russie – La croissance de l'économie russe affiche désormais un retour au-dessus de 1.8% depuis deux trimestres et devrait s'établir à 1.9% sur le dernier trimestre 2017. Sur les deux premiers mois de l'année, la croissance annuelle de la production industrielle est à nouveau en territoire positif. La période a également vu une augmentation continue de l'investissement, alors que la reprise de la demande des consommateurs est soutenue par la hausse des salaires réels et l'expansion des prêts aux particuliers. Les perceptions générales de la Banque centrale russe concernant la croissance de l'économie russe sont restées inchangées. Malgré une hausse du prix du pétrole dans son scénario de référence, la Banque centrale n'a pas entraîné de révision significative

du taux de croissance de l'économie nationale à moyen terme, en raison de sa sensibilité réduite aux variations du prix du pétrole et des contraintes structurelles restantes. Ainsi, à l'horizon 2018-2020, la prévision de croissance du PIB se situe entre +1.5% et +2%.

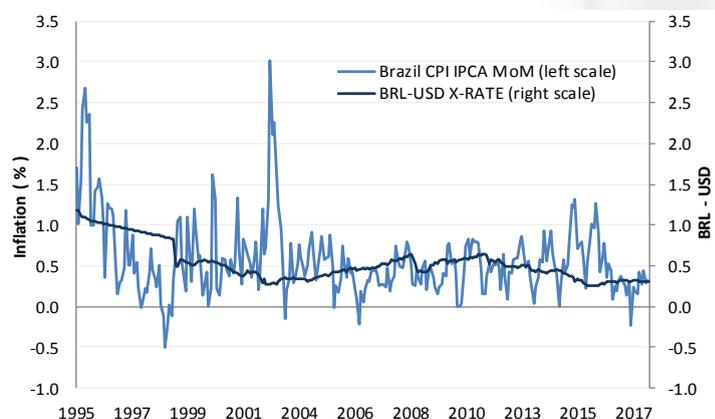
La dynamique mise en place sur les taux d'intérêt a été un facteur clé de l'assouplissement des conditions monétaires. Les taux d'intérêt réels restent positifs et favorisent l'épargne. Les conditions de prêts aux entreprises restent pour la plupart contraignantes, en raison de l'approche conservatrice des banques en matière de filtrage des emprunteurs et d'augmentation des prêts. Le 23 mars, la Banque centrale a décidé de réduire ses taux directeurs de -0.25% à 7.25%, constituant ainsi la huitième diminution depuis le mois de mars 2017. Ces décisions ainsi que le potentiel de baisse des taux toujours important contribueront à assouplir encore les conditions monétaires dans le futur, soutenant ainsi la demande domestique et créant des conditions favorables à la réalisation de l'objectif d'inflation fixé à 4%. Bien que le ralentissement de l'inflation annuelle puisse se poursuivre au premier semestre 2018, résultant notamment de l'effet de base élevé de l'inflation alimentaire au cours de l'année dernière, l'inflation devrait progressivement se rapprocher de son objectif en seconde moitié de l'année, soutenue par une nouvelle reprise de la demande domestique. L'inflation (2.2% en février) reste en dessous de 4% plus longtemps que ce qui avait été initialement prévu, permettant une transition plus rapide vers une politique monétaire neutre cette année. La Banque centrale russe prévoit donc une inflation annuelle entre 3% et 4% pour 2018 et proche de 4% pour 2019. La dynamique du marché de l'emploi et les facteurs externes, tels que l'incertitude croissante à l'égard de la politique commerciale, bénéficieront d'une attention particulière de la Banque centrale russe dans son évaluation des risques inflationnistes.

Comme nous l'avons mentionné dans notre précédente édition, l'issue de la présidentielle russe n'a pas laissé de place au doute avec la réélection de Vladimir Poutine pour un quatrième mandat consécutif. L'homme fort de la Russie a été réélu dès le premier tour en récoltant plus de 76% des voix, à savoir sa victoire la plus nette en 18 ans de règne.

Rouble VS USD



Inflation et taux de change



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Roumanie, République Tchèque, Pologne, Hongrie

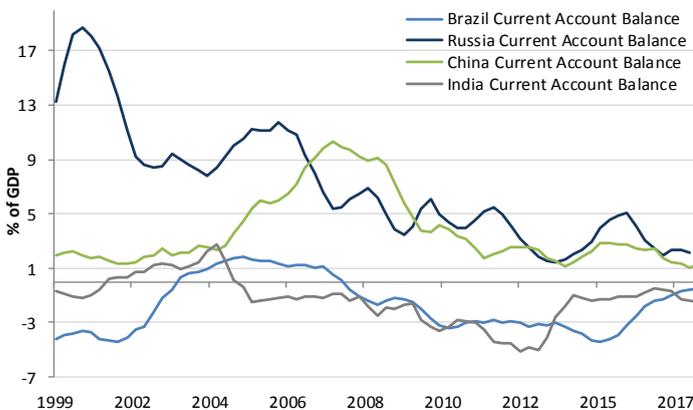
La croissance de l'économie roumaine a grimpé de +6.9% au dernier trimestre 2017 en comparaison annuelle. L'inflation s'établit, quant à elle, à 4.72% en février pour un niveau de 3.32% en décembre. Au cours de ce premier trimestre, la Banque centrale nationale a fait monter ses taux directeurs de +0.25% à deux reprises pour atteindre 2.25%.

En République Tchèque, le PIB a progressé une nouvelle fois au T4 2017 (+5.2%) et enchaîne ainsi un deuxième trimestre dans les chiffres noirs. Nous notons une légère contraction de l'inflation entre février (1.8%) et décembre (2.4%) ainsi qu'une hausse des taux directeurs de +0.25% à 0.75%.

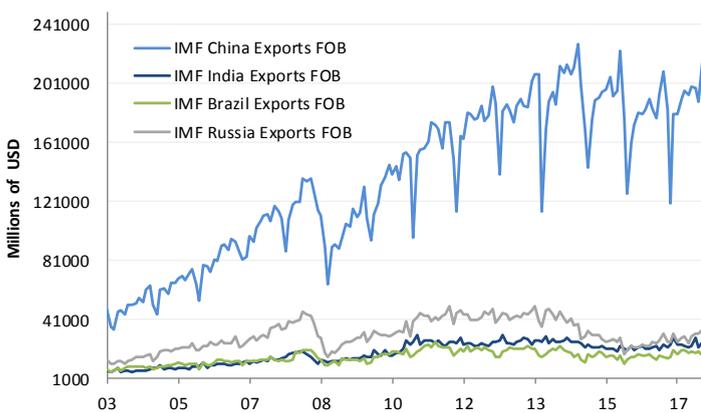
L'économie polonaise affiche une croissance annuelle légèrement supérieure à 5% au terme de l'année 2017 (+5.1%). L'inflation est, quant à elle, passée de 2.1% en décembre à 1.4% en février.

Enfin, en Hongrie, le PIB a progressé de +4.4% au quatrième trimestre 2017, enchaînant son 19ème trimestre de hausse. L'indice des prix à la consommation a légèrement diminué sur les deux premiers mois de l'année (-0.2%) pour un niveau de 1.9% en février.

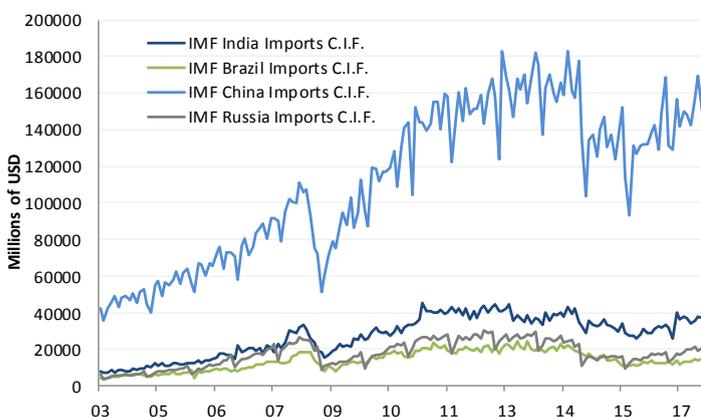
Balance courante



Exportations BRIC



Importations BRIC



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Colombie – Au cours des deux premiers mois de 2018, l'inflation annuelle a fléchi légèrement plus que prévu, s'établissant à 3.37% en février, contre 4.09% en décembre, se rapprochant ainsi de l'objectif de 3.0%. Au cours de cette période, l'IPC des aliments et des biens échangeables, à l'exclusion des aliments et des produits réglementés, ont été les groupes affichant les diminutions annuelles les plus importantes. Les effets directs que l'augmentation des impôts a eu sur l'inflation, suite à l'entrée en vigueur de la réforme fiscale au début de l'année 2017, se sont atténués et se sont ainsi traduits par la diminution de cette dernière.

Le produit intérieur brut colombien a progressé de +1.6% au dernier trimestre 2017 sur un an, inférieur au chiffre de +1.8% qui avait été dévoilé par les prévisionnistes ainsi qu'à celui du trimestre précédent (+2.3%), qui marquait alors le meilleur résultat depuis juin 2016. En se basant sur les indicateurs avancés de l'économie disponibles, la Banque centrale a décidé de conserver son estimation de croissance de +2.7% pour l'ensemble de l'année 2018, laquelle devrait être soutenue par la reprise de la demande extérieure emmenée par les pays développés et les principales économies émergentes, la baisse des taux d'intérêt ou encore par l'investissement public.

Au cours de sa réunion du 20 mars 2018, la Banque centrale colombienne a donc décidé de maintenir le taux d'intérêt de référence à 4.5%, suite à la baisse de ses taux directeurs de -0.25% en janvier, et de poursuivre une politique monétaire caractérisée de légèrement expansionniste.

Mexique – L'économie mexicaine a continué de croître en 2017 (+1.5%), mais à son rythme le plus lent des quatre dernières années, pénalisée par une activité atone du secteur industriel ainsi qu'un léger recul dans le secteur des services. L'unique bonne nouvelle provient du tourisme international (USD 21.3 milliards), affichant une progression de +8.6% par rapport aux revenus de l'année 2016. Les analystes tablent sur une faible croissance du PIB au premier trimestre 2018, en raison notamment d'une consommation privée qui pourrait ralentir sensiblement face à une inflation plus élevée.

Indonésie – L'économie indonésienne a progressé de 5.19% au quatrième trimestre 2017, faisant mieux que ce qui était initialement prévu (5.10%). La croissance du PIB ne cesse donc de progresser et atteint même sa progression annuelle la plus importante depuis 2013. La surprise provient de la demande domestique élevée, venant compenser des exportations en difficulté. La consommation privée, qui compte pour plus de la moitié de la croissance économique nationale, a augmenté de 5% en terme annuel au dernier trimestre, soit légèrement plus qu'au troisième trimestre (4.9%).

Taiwan – En 2018, le PIB de Taïwan devrait poursuivre sur la même dynamique positive qu'en 2017 (+3.28%). En effet, en termes de demande intérieure, la croissance régulière de l'économie nationale, l'amélioration du marché du travail, la hausse des salaires de base et des augmentations salariales pour les employés du secteur public et certaines entreprises privées devraient donner un coup de pouce à la consommation domestique. De plus, l'investissement accru des principales sociétés de semi-conducteurs dans les technologies de pointe de la prochaine génération et l'introduction par le gouvernement de programmes de développement d'industries innovantes contribueront à stimuler l'investissement dans le pays.

Turquie – La Turquie est devenue le pays à la croissance la plus rapide au monde avec un taux de croissance économique de 7.3% en 2017. Les principaux facteurs de cette forte croissance sont le fonds de crédit lancé par le Gouvernement afin de supporter les petites et moyennes entreprises, l'essor du tourisme extérieur ainsi que la réduction des taxes sur les biens durables et la propriété.



Made for Summer

Made for you

Summer Camp 2018

Welcome to a summer camp experience that lets you create the camp of your dreams on the shores of Lake Geneva in Switzerland, with all your favourite activities during July & August, for ages 4-18.

Find out more at: www.cdlcamps.ch

f YouTube /CollegeDuLemanGeneva
t i /CollegeDuLeman



COLLÈGE DU LÉMAN
École Internationale — International School



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

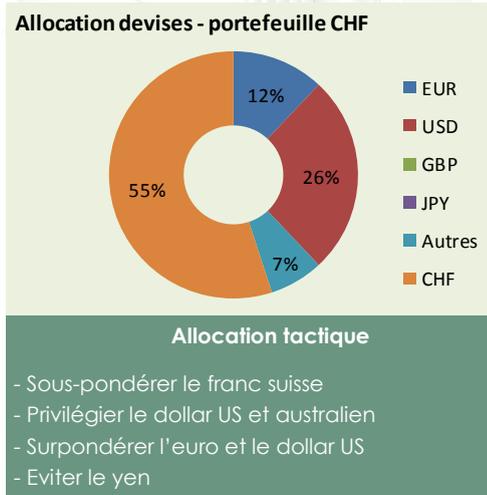


PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Devises

- La hausse du dollar se fait attendre
- Les risques d'un euro fort s'intensifient
- Les devises liées aux matières premières profitent du retournement du cycle

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



La hausse du dollar se fait attendre

Les perspectives d'accroissement de la dette américaine et du ratio déficit budgétaire/PIB ont certainement pesé sur le dollar ces derniers mois ; mais la bonne tenue de l'économie, du marché du travail et des coûts salariaux qui ont fait craindre une remontée des risques inflationnistes et de nouvelles hausses de taux d'intérêt devraient favoriser le billet vert. Les spéculations d'une normalisation plus rapide de la politique monétaire de la Fed avaient fait craindre une accélération du rythme de hausse des taux directeurs. Les tensions inflationnistes resteront néanmoins limitées, ce qui ne devrait pas motiver un durcissement rapide de l'action de la Fed pouvant menacer le rythme de croissance de l'économie. La dynamique économique américaine devrait encore être supérieure à celle des autres économies en 2018. Le différentiel de taux d'intérêt devrait davantage s'élargir sur l'ensemble de la courbe de taux et favoriser le billet vert. Dans ce contexte, la faiblesse reflétée par le dollar 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. Nos perspectives sont finalement positives et soutiennent une hausse au-dessus de 1 franc pour le dollar.

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.

Les risques d'un euro fort s'intensifient

La BCE ne s'y trompe pas ; la hausse récente de l'euro contre le dollar pourrait constituer une menace à l'évolution espérée de l'inflation au cours des prochains mois. La progression de la monnaie unique contre le dollar de +15% en 2017 s'est, en fait, poursuivie en 2018 de près de +3%. Une hausse globale d'environ +20% en à peine plus d'un an constitue, en effet, une menace pour les perspectives d'inflation, mais aussi pour le développement futur de l'économie européenne. L'appréciation de l'euro a été un phénomène logique pendant la période d'accélération conjoncturelle relativement inattendue de l'année 2017. Mais au niveau actuel, la force de l'euro pose un problème à la BCE et peut mettre en danger la qualité de la reprise en cours ainsi que la compétitivité de l'industrie européenne. La BCE devra attendre une faiblesse de l'euro et une relance de l'inflation pour remonter ses taux directeurs. Cette conjonction de tendances peut encore prendre du temps à se manifester, justifiant le maintien du statu quo sur les taux directeurs.

En ce qui concerne le taux de change euro/chf, nous constatons encore, à ce jour, que notre stratégie mise en œuvre au lendemain du changement de politique de la BNS s'avère toujours gagnante. L'euro s'est apprécié de près de +10% en 2017 contre notre devise, portant le rebond sur les trois dernières années à près de +20%. Le taux de change a presque retrouvé son niveau du 14 janvier 2015 (1.20). Il y a quelques mois, nous relevions que le rebond de l'euro nous semblait déjà largement refléter l'amélioration des fondamentaux pour entrer dans une nouvelle phase de consolidation relativement horizontale, propice à quelques prises de profits.

Nous estimons aujourd'hui, qu'après deux trimestres de stabilisation, les chances de voir la monnaie unique « challenger » le niveau de 1.20 et le dépasser nous semblent à nouveau élevées. L'euro devrait prochainement perdre du terrain contre le dollar, mais renforcer son attrait à l'égard du franc suisse.

Le yen a temporairement retrouvé son caractère de monnaie refuge

La Banque du Japon n'a toujours pas beaucoup plus de marge de manœuvre pour tenter d'atteindre son objectif d'inflation de 2% (CPI 1.4% en janvier). 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%. Le président Kuroda ne modifiera certainement pas sa politique, laquelle devrait rester un facteur important dans le futur déclin de la devise nipponne. Nous sommes toujours d'avis que l'amélioration des fondamentaux n'aura pas d'impact immédiat sur le yen, qui demeure 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 nipponne. 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, même si le gouverneur Kuroda a récemment annoncé qu'il normaliserait sa politique si l'objectif d'inflation était atteint. Le yen a profité de son statut de valeur refuge ces dernières semaines, mais il devrait cependant s'affaiblir à nouveau et s'approcher du haut de sa bande de fluctuation des douze derniers mois (USD 110, CHF 110, Euro 135).

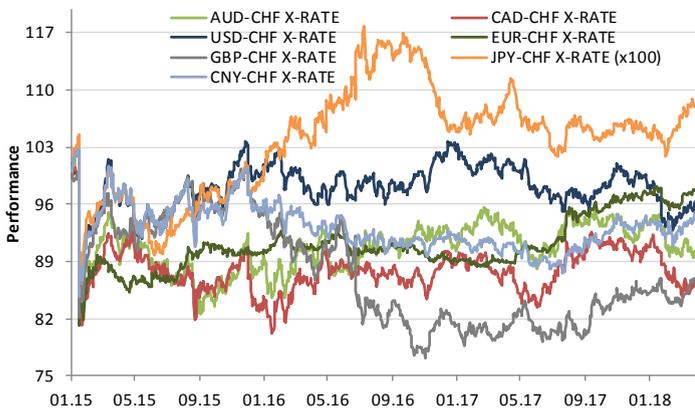
La livre reste sereine et confiante contre l'euro

La devise britannique ne semble pas affectée par l'absence d'avancée concrète sur la définition du modèle commercial post-Brexit dans les négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Nous estimons toujours 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. Depuis la relance des négociations en décembre 2017, la livre sterling a plutôt bénéficié d'un environnement constructif, laissant escompter une solution raisonnable entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Cette anticipation supporte, pour l'instant, le taux de change livre/euro qui reste stable depuis octobre 2017 entre 1.12 et 1.14. En ce début de deuxième trimestre, nous privilégions encore le scénario d'une stabilisation du taux de change.

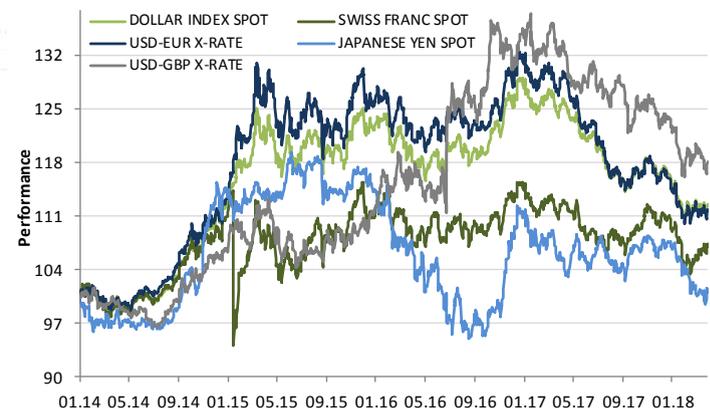
Nouvelle hausse probable pour le dollar australien

Le dollar australien a été relativement stable au 1er trimestre après une année volatile en 2017 au cours de laquelle il s'est plutôt déprécié contre l'euro, le franc et le yuan, tout en restant assez stable contre le dollar. La banque centrale australienne créerait la surprise en montant ses taux directeurs pour la première fois en juin, en raison de l'excellente performance économique, bien que légèrement en dessous des attentes au 4ème trimestre 2017 (+2.4%), et d'un marché du travail tendu, mais il est plus probable que la RBA attende le second semestre pour agir. La hausse des matières premières attendue pour 2018 devrait aussi contribuer à l'évolution positive du dollar australien.

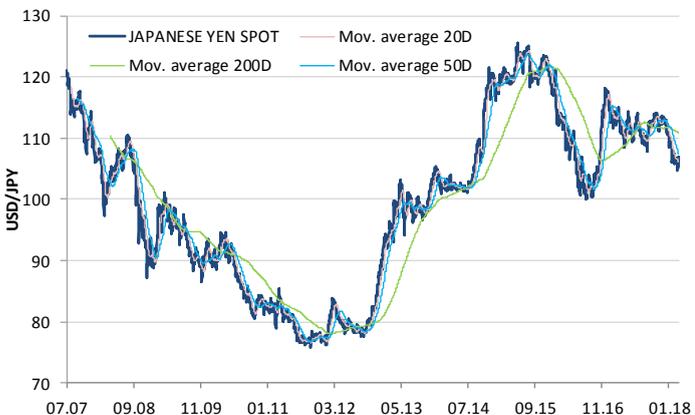
Evolution des 7 principales devises contre CHF (base 100)



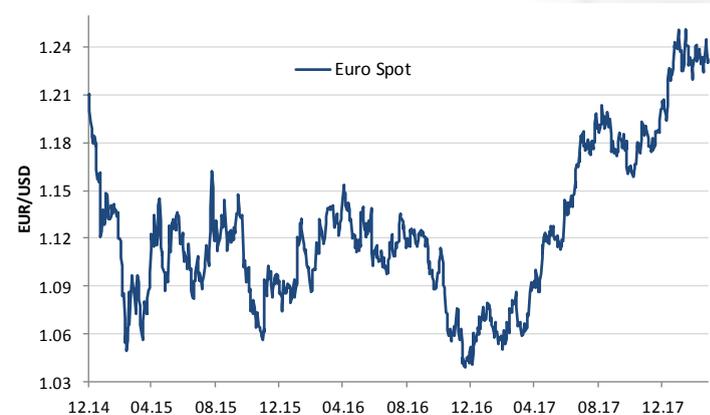
Dollar Trade-weighted index & cross rates (base 100)



Taux de change JPY/USD



Taux de change EUR/USD



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

La couronne suédoise est encore en position d'attente

En Europe, la probabilité d'une appréciation de la couronne suédoise diminue. Les taux directeurs en Suède pourraient pourtant être remontés plus rapidement qu'escompté en 2018, en regard de la croissance du PIB de +3.3%, mais l'absence de tensions inflationnistes retiendra encore un temps la hausse des taux. Un réajustement des taux directeurs serait une surprise pour une devise qui semble, par ailleurs, parmi les plus sous-évaluées en termes réels. La Riksbank pourrait cependant ajuster à plusieurs reprises ses taux directeurs, si l'évolution des prix devait enfin être plus dynamique, augmentant ainsi l'attrait de la couronne suédoise.

Les devises liées aux matières premières profitent du cycle favorable

En Russie, au Brésil, en Indonésie et plus généralement dans les pays producteurs de matières premières, les nouveaux records de progression pour les cours du pétrole au 1er trimestre et le niveau élevé des cours des métaux industriels et des métaux précieux confirment les renversements de tendance opérés. 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 et la demande de ces devises. Dans ces pays, contrairement aux situations décrites plus haut, c'est la conjonction de facteurs tels que l'amélioration de la croissance du PIB, couplée à un meilleur contrôle de l'inflation et à une baisse des taux directeurs, qui soutiendra la hausse des taux de change.

DEVISES

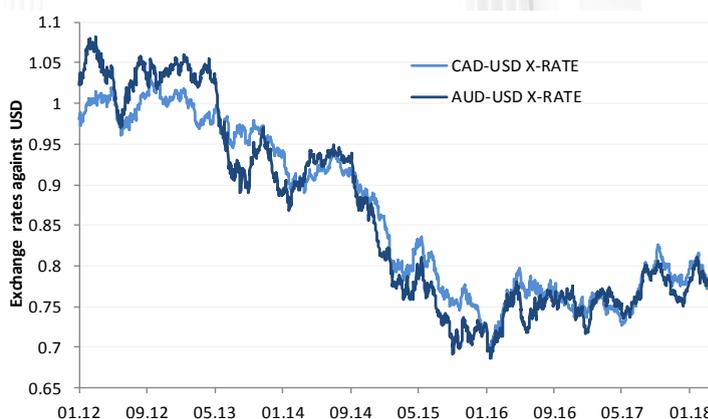
31.03.2018

Name	Last price	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
CONTRE DOLLAR						
EUR-USD X-RATE	1.2	-0.2	0.5	2.7	5.0	2.7
CHF-USD X-RATE	1.0	-0.7	-1.2	2.2	2.2	2.2
GBP-USD X-RATE	1.4	-0.8	1.7	3.7	5.6	3.7
JPY-USD X-RATE	0.0	-1.4	0.0	6.0	6.1	6.0
CAD-USD X-RATE	0.8	0.0	-0.4	-2.5	-3.0	-2.5
AUD-USD X-RATE	0.8	-0.3	-1.0	-1.7	-1.9	-1.7
RUB-USD X-RATE	0.0	1.0	0.2	1.7	2.1	1.7
CNY-USD X-RATE	0.2	0.4	1.1	3.5	5.9	3.5
INR-USD X-RATE	0.0	0.0	0.2	-1.9	0.8	-1.9
BRL-USD X-RATE	0.3	0.2	-1.7	0.2	-4.6	0.2
CONTRE FRANC SUISSE						
USD-CHF X-RATE	1.0	0.7	1.3	-2.1	-2.1	-2.1
EUR-CHF X-RATE	1.2	0.4	1.7	0.4	2.8	0.4
GBP-CHF X-RATE	1.3	-0.1	3.1	1.5	3.3	1.5
JPY-CHF X-RATE (x100)	0.9	-0.7	1.3	3.8	3.9	3.8
CAD-CHF X-RATE	0.7	0.7	0.8	-4.7	-5.1	-4.7
AUD-CHF X-RATE	0.7	0.4	0.3	-3.7	-4.0	-3.7
RUB-CHF X-RATE	0.0	1.7	1.4	-0.5	-0.1	-0.5
CNY-CHF X-RATE	0.2	1.1	2.4	1.3	3.7	1.3
INR-CHF X-RATE	0.0	0.7	1.4	-3.9	-1.3	-3.9
BRL-CHF X-RATE	0.3	0.7	-0.7	-2.0	-6.8	-2.0

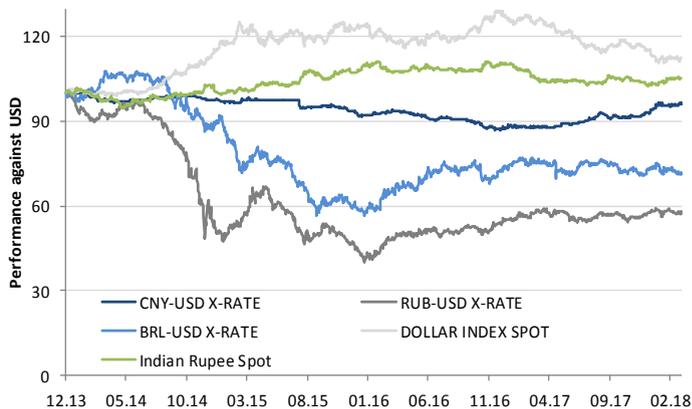
Taux de change EUR/CHF - USD/CHF



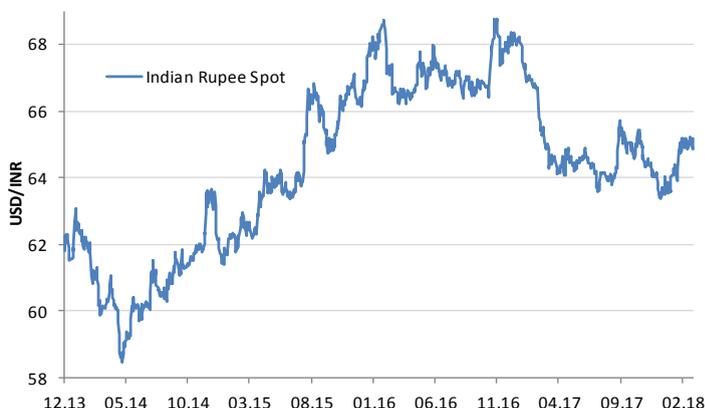
Taux de change CAD/USD - AUD/USD



Monnaies émergentes VS USD (base 100)



Roupie Indienne



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Obligations internationales

- Hausse graduelle de l'inflation anticipée aux Etats-Unis
- Taux longs du Trésor US au-dessus de 3%
- Renversement du cycle de taux longs engagé dans la zone euro
- Toujours aucune perspective pour le marché japonais

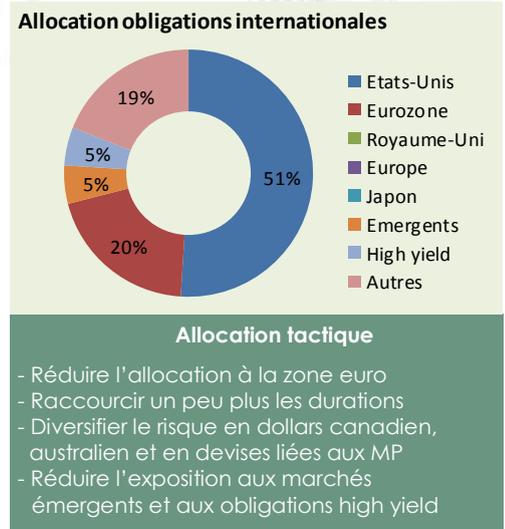
OBLIGATIONS (Régions/devises)	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)						
	3mois	1an	sous exposition			neutre surpondération			
			---	--	-	=	+	++	++
Suisse	↘	↘↘							
Etats-Unis	↘	↘							
Eurozone	↘	↘↘							
Royaume-Uni	↘	↘							
Europe	↘	↘↘							
Japon	↘	↘							
Emergents	→	→							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

Hausse graduelle de l'inflation anticipée

Les derniers chiffres publiés pour l'inflation en février (+2.2%) dépassent désormais l'objectif de +2% de la Réserve fédérale. La hausse de l'indice, hors alimentation et énergie (+1.8%) sur un an, était encore en dessous de 2%. L'objectif est donc atteint et devrait graduellement être dépassé. La dynamique de hausse reste modeste, en début d'année, mais les indicateurs avancés et la situation du marché de l'emploi semblent toujours suggérer un renforcement de la tendance au cours des prochains mois. L'inflation attendue sur un an a plus nettement progressé que les chiffres mensuels publiés, puisqu'elle s'est établie à +2.9% en mars contre +2.7% en février. A plus long terme, l'inflation anticipée à 5-10 ans est aussi plus élevée que celle observée et se situe à +2.5%. Une accélération de cette tendance ne pourra se matérialiser sans une hausse des salaires, qui tarde pourtant à se concrétiser, malgré un marché du travail proche du plein emploi. Contrairement à la théorie, les pressions inflationnistes sont, en effet, encore faibles, bien que le taux de chômage se stabilise à 4.1%. L'année 2018 pourrait bien être celle des surprises 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. Lors de sa dernière réunion, la réserve fédérale s'est montrée plus confiante que jamais dans les perspectives de croissance américaine et a relevé ses prévisions de croissance pour 2018 de +2.5% à +2.7% ainsi que celles pour 2019 de +2.1% à +2.4%. Dans son analyse des conditions actuelles, elle relève une baisse temporaire de la dynamique au premier trimestre qui ne remet pas en question sa vision pour l'ensemble de l'année. La clé de l'analyse reste centrée sur les conditions du marché du travail qui continuent de montrer une progression des nouveaux emplois et une diminution du taux de chômage (3.9%). Celui-ci pourrait encore glisser à 3.8% en 2018 et même 3.6% en 2019. La vision de la Fed pour l'inflation reste inchangée à la fin du premier trimestre 2018. Une hausse au-dessus de l'objectif de 2% semble probable en 2018, sans risque perçu de dépassement rapide et significatif de cet objectif.

Taux longs du Trésor US au-dessus de 3%

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 ont été les premiers à relancer la tendance. Nous relevions, il y a quelques mois déjà, que la correction à 2.1% des taux à 10 ans du Trésor n'était pas compatible avec une acti-



vité économique soutenue et une normalisation de la politique monétaire régulière de la Fed.

Entre-temps, nos perspectives de hausse des taux longs vers 3% se sont concrétisées, mais dans un contexte de renforcement conjoncturel probable. Toutefois, si nous estimons encore que les taux longs devraient pouvoir dépasser à terme le niveau de 3%, il est tout à fait probable qu'à plus court terme la volatilité, qui s'exprime sur les marchés actions ainsi que les risques de déception en matière de croissance dans les prochains mois, puissent provoquer une période de consolidation des taux légèrement en dessous de ce chiffre. Le risque d'une accélération de la hausse des taux en 2018 s'est pour l'instant estompé ; les perspectives nouvelles pour 2019 auront tendance à confirmer les inquiétudes soulevées en février.

INDICES OBLIGATIONS (en monnaies locales)

31.03.2018		Total Return Performance						
Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
OBLIGATIONS SUISSES	SBI AAA-BBB	135.5	CHF	0.2	0.4	-0.7	-0.2	-0.7
OBLIGATIONS UE	Barclays EuroAgg	250.5	EUR	0.3	1.0	0.7	1.3	0.7
OBLIGATIONS UE - SHORT DURATION	ISHARES EURO GOV BND 1-3	144.9	EUR	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
OBLIGATIONS US	JPM U.S. Aggregate Bond Index	623.0	USD	0.5	0.4	-1.5	-1.1	-1.5
OBLIGATIONS US - SHORT DURATION	BGF-USD ST DURATN BOND-USDA1	8.4	USD	0.2	0.0	-0.2	-0.4	-0.2
OBLIGATIONS EMERGENTES	JPMorgan Emerging Markets Bond	540.7	USD	1.0	0.4	-2.0	-0.9	-2.0
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - USD	JPM Global Aggregate Bond Index	575.4	USD	0.1	1.1	0.9	2.2	0.9
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - EUR	JPM Global Aggregate Bond Index	614.3	EUR	0.6	0.1	-1.4	-2.4	-1.4
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - CHF	Barclays Global Agg Corporate	141.1	CHF	1.5	1.4	-2.6	-0.9	-2.6
OBLIGATIONS CONVERTIBLES (UE)	Exane Europe Convertible Bond	7605.0	EUR	0.3	-0.3	-1.6	-1.0	-1.6
OBLIGATIONS HIGH YIELD	Markit iBxx Gbl Dev Lq HY USD	144.7	USD	-0.1	0.1	0.1	1.0	0.1
OBLIGATIONS HIGH YIELD - SHORT DURATION	AB SHORT DURATION HI YD-AT	14.8	USD	0.1	-0.1	-0.5	-0.5	-0.5

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

Renversement du cycle de taux engagé en zone euro

La hausse des taux longs est encore, pour le moment, limitée par deux facteurs essentiels : l'inflation et la politique monétaire. La position de la BCE de maintenir le statu quo de sa politique monétaire et de poursuivre la stratégie d'achat d'obligations agit encore comme un frein aux ajustements qui devraient naturellement être opérés, dans le contexte actuel de croissance économique solide. Le second facteur, l'inflation, ne permet pas non plus de hausse des taux longs, en raison de sa récente faiblesse. Ce dernier élément est fondamental car, en l'absence d'inflation, la nécessité d'ajuster le niveau des taux d'intérêt n'est de loin pas urgente. L'inflation a, en effet, décliné régulièrement depuis le top du 1er trimestre 2017 (2%) et n'est désormais plus que de 1.1% sur un an. L'affaiblissement de l'euro contre le dollar sera certainement le facteur principal autorisant de nouvelles anticipations inflationnistes plus vigoureuses et, ultérieurement, une hausse des taux longs. 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 et, 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. Cependant, l'inflation devrait remonter progressivement vers 1.7% d'ici la fin de l'année.

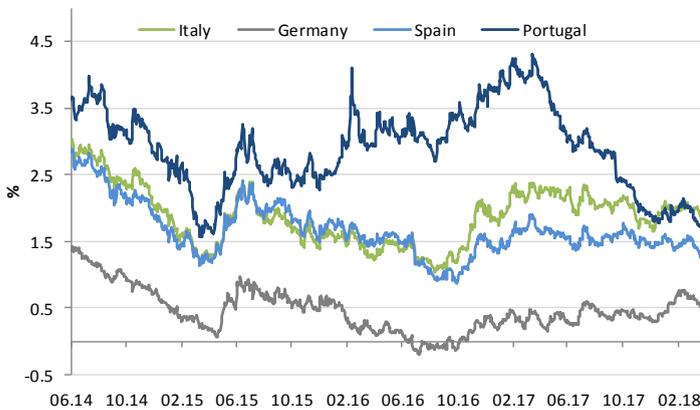
Toutefois, l'évolution des taux longs en zone euro ne devrait pas pouvoir s'affranchir de la tendance haussière provoquée par la normalisation de la politique américaine et la relance des taux longs aux Etats-

Unis. Le différentiel de taux longs nous semble de moins en moins justifié, en raison du rattrapage de croissance opéré par l'économie européenne. Après un premier trimestre encore caractérisé par une certaine stabilité des taux longs, il est au contraire probable, à notre avis, que l'on assiste ensuite 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.

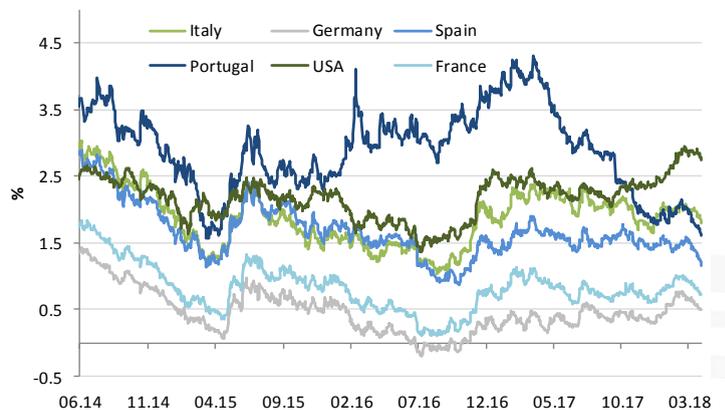
Les taux longs britanniques vont atteindre 2%

La Bank of England a publié les attentes d'inflation pour un an (+2.9%) et cinq ans (+3.5%) qui suggèrent une hausse des anticipations. L'inflation s'est toutefois un peu stabilisée au cours des derniers mois et s'affiche à 2.7% en février sur un an. Les tensions ne se sont pas intensifiées ; les prix à la production ont même glissé de +19.3% à +3.4% en douze mois. Nous maintenons notre prévision de stabilisation de l'inflation au-dessus de l'objectif de la BoE de 2% au cours des prochains trimestres. Il peut sembler étonnant que les taux d'intérêt à long terme ne subissent pas plus d'ajustements dans ce contexte. Pourtant, le marché obligataire britannique devrait prochainement être un peu plus affecté par les fondamentaux domestiques et l'approche de la date fatidique du 29 mars 2019. La hausse des rendements à dix ans, annoncée dans notre dernière stratégie de placement, a atteint 1.6% avant de se stabiliser au-dessus de 1.4%, mais ces niveaux nous semblent encore insuffisants dans le contexte présent et devraient atteindre 2%.

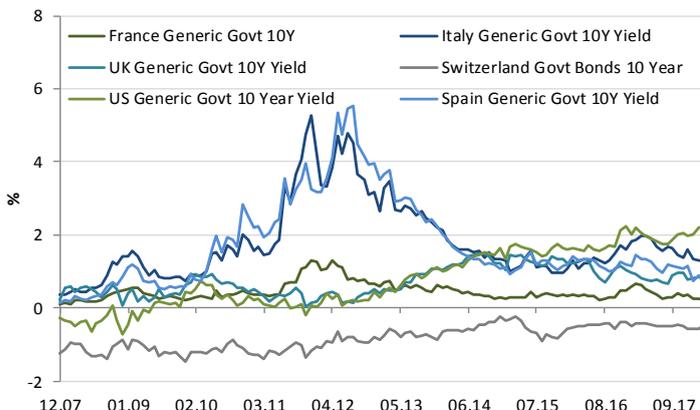
Taux à 10 ans - Gvt Europe



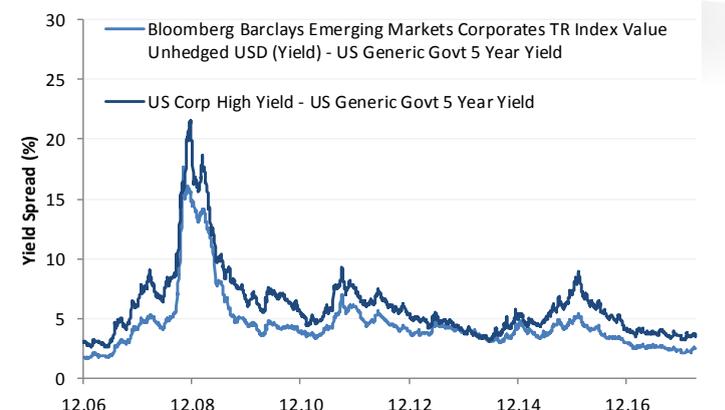
Taux à 10 ans - Gvt



Prime de risque vs Gvt allemand



Prime de risque vs US Treasury



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

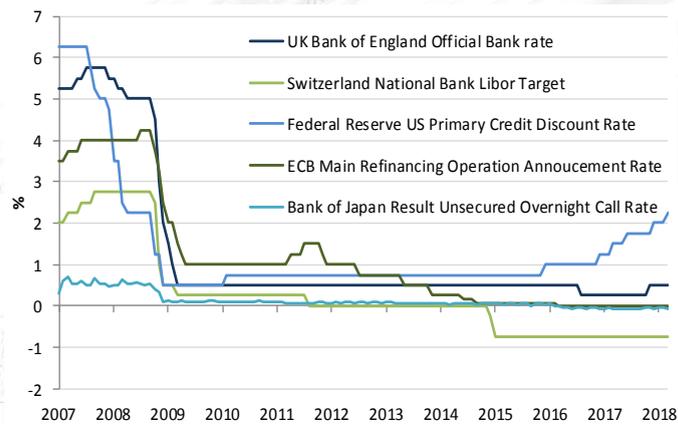
Des signes de renforcement de l'inflation au Japon

La reprise des indices de prix s'essouffait en fin d'année 2017, mais elle pourrait bien désormais à nouveau s'intensifier au premier semestre comme le suggère la hausse du CPI de +1.4% en janvier et les chiffres de février pour la ville de Tokyo, un indicateur plutôt fiable de l'évolution des prix sur l'ensemble du pays. Un nouvel affaiblissement du yen semble toujours être la condition la plus probable à tout espoir de relance durable des prix, mais désormais les tensions sur le marché du travail pourraient enfin agir sur les salaires et les prix. En effet, le taux de chômage a chuté en janvier à 2.4%, très en dessous des estimations de 2.8%. La BoJ pourrait donc prochainement espérer voir, enfin, ses prévisions se concrétiser, mais on est encore loin de l'objectif de 2% annoncé. La baisse du yen reste un facteur essentiel pour soutenir la croissance des profits des entreprises et favoriser la progression des salaires. Dans ce contexte, le marché obligataire japonais n'offre toujours pas de perspectives intéressantes pour un investisseur étranger.

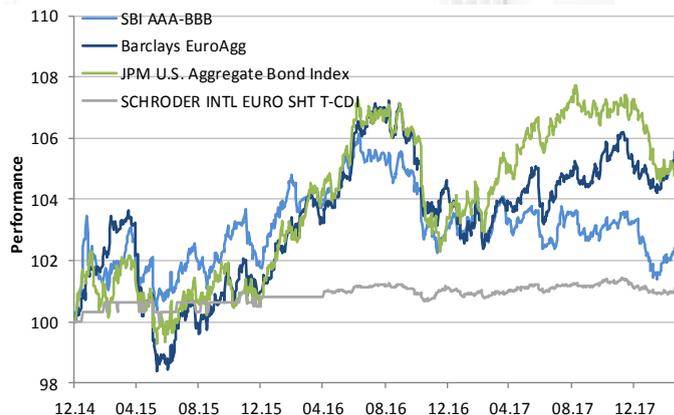
Privilégier les échéances courtes et adopter une position de prudence sur les débiteurs périphériques

L'année 2018 a donc débuté dans un contexte macro-économique solide, sur le plan international, par de nouvelles tensions sur les taux longs et le rebond attendu des taux d'intérêt dans la plupart des pays. Par ailleurs, on devrait assister au cours des prochains trimestres à un élargissement des « spreads » de crédit. La prudence va donc être déterminante pour éviter des moins-values conséquentes pendant ce changement de paradigme. 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)



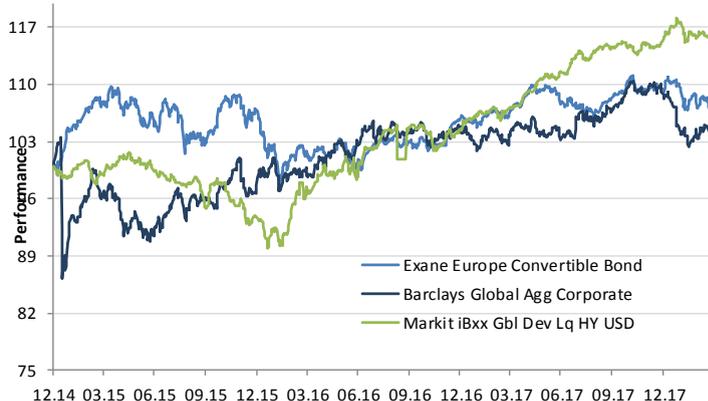
Performance YTD des indices obligataires 1 - 5 ans (base 100)



Performance obligations émergentes (base 100)



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



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Obligations suisses

- Début de la normalisation des taux longs suisses
- La pentification de la courbe des taux se poursuit
- L'inflation atteint son plus haut depuis mars 2011
- Privilégier la qualité et les maturités courtes

OBLIGATIONS Débiteurs	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
	3mois	1an	sous exposition			neutre surpondération				
			---	--	-	=	+	++	++	
Gouvernement	↘	↘								
Corporate (IG)	↘	↘								
Autres	↘	↘								

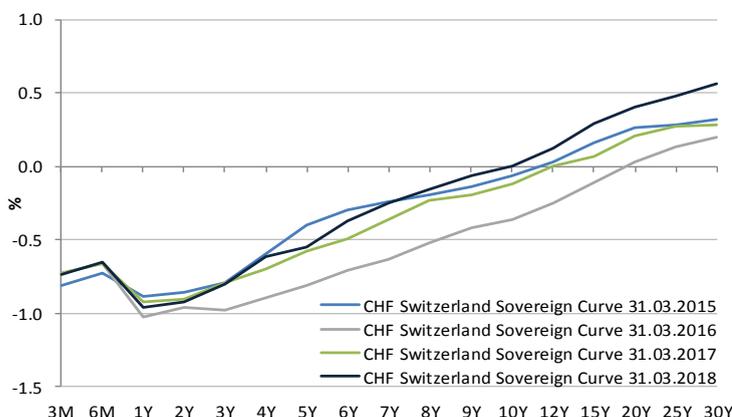
Début de la normalisation des taux longs suisses

L'année écoulée a plutôt été une période de consolidation horizontale pendant laquelle les marchés obligataires suisses n'ont pas enregistré de performance, mais n'ont pas non plus vécu l'éclatement de la bulle spéculative tant annoncé depuis plusieurs années. Cette situation ne durera certainement pas en 2018. On observe déjà un premier mouvement de taux longs significatif qui se met en place depuis quelques semaines et qui a enfin porté les taux longs de la Confédération au-dessus du niveau butoir de zéro. En quelques semaines seulement, les taux longs ont ainsi bondi de 40 points de base et semblent désormais clairement sur une nouvelle dynamique haussière durable. La hausse des taux longs en Suisse de ce début d'année annonce une accélération du processus de normalisation des taux d'intérêt dans notre pays. Ce mouvement de hausse observé sur les taux à dix ans n'est évidemment pas isolé et s'est en fait produit sur l'ensemble de la courbe de taux. L'ajustement, qui a seulement commencé à se matérialiser au 4ème trimestre 2016, par une première hausse d'environ 40 points de base, se poursuit maintenant au 1er trimestre 2018 plus intensément sur les échéances longues.

La pentification de la courbe des taux se poursuit

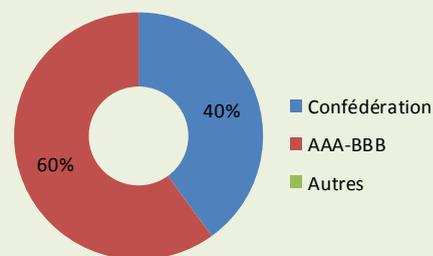
La politique monétaire de la BNS, qui maintient son taux directeur négatif, influence toujours la partie très courte de la courbe de taux suisse et retient toute hausse des rendements sur cette partie extrême. Depuis le début de cette première phase d'ajustement (30/06/2016), les maturités courtes ont logiquement peu réagi, alors que les échéances plus longues progressaient de 70 points de base entre 7 et 12 ans. Au-delà, la correction des niveaux de rendements atteignait même 80 points de base pour les maturités de 15 ans. La pentification de la

Courbe de taux Confédération



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Allocation obligations suisses



Allocation tactique

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

courbe de taux, que nous évoquions dans nos précédentes analyses, est donc désormais en marche et devrait s'intensifier en 2018. Dans ce contexte, le différentiel de taux longs entre le Bund allemand et la Confédération n'a pas vraiment évolué, mais il est tout de même un peu plus élevé (0.56%) qu'au 30 juin 2016 (0.4%). Cette tendance devrait se poursuivre en 2018, en raison notamment du renforcement de la dynamique européenne et de la fin programmée des achats d'obligations de la BCE. Le rendement des obligations à dix ans de la Confédération était de 0.18%, à l'annonce de l'abandon du taux plancher de 1.20. Ce même rendement a touché 0.2% le 15 février 2018, peu après que le taux de change euro/chf ait atteint le niveau de 1.18.

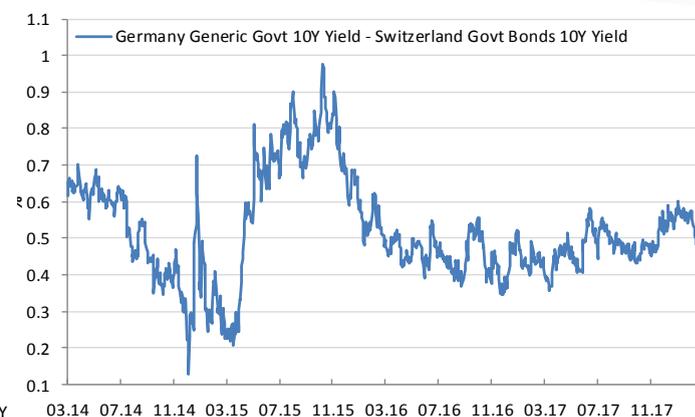
L'inflation atteint son plus haut niveau depuis mars 2011

L'inflation en Suisse a enregistré l'une des plus fortes progressions mensuelles en février (+0.4%), depuis 2011, et s'établit désormais à +0.6% sur un an. Cette tendance devrait être renforcée par l'affaiblissement du franc. Elle soutiendra ainsi le prochain mouvement de normalisation des taux en 2018. Nous annonçons que la bulle obligataire devrait donc commencer par se dégonfler, sans signes immédiats de panique, avant de s'intensifier ; nous estimons aujourd'hui que cette nouvelle phase a débuté.

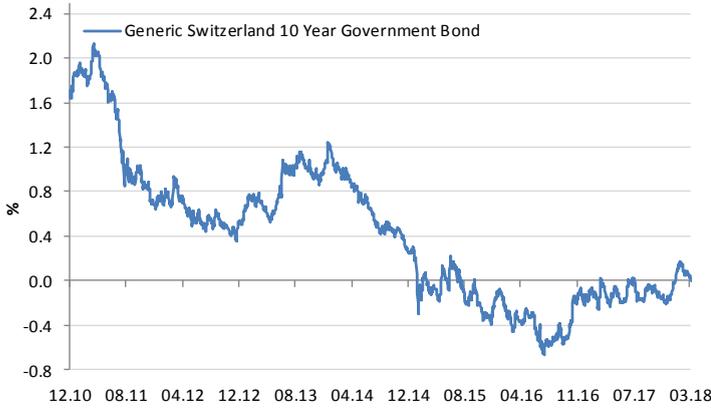
Privilégier la qualité et les maturités courtes

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.

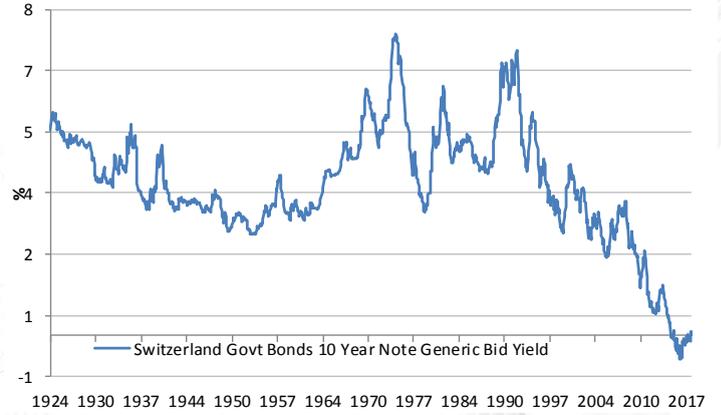
Différentiel de taux longs (Bund allemand - Confédération)



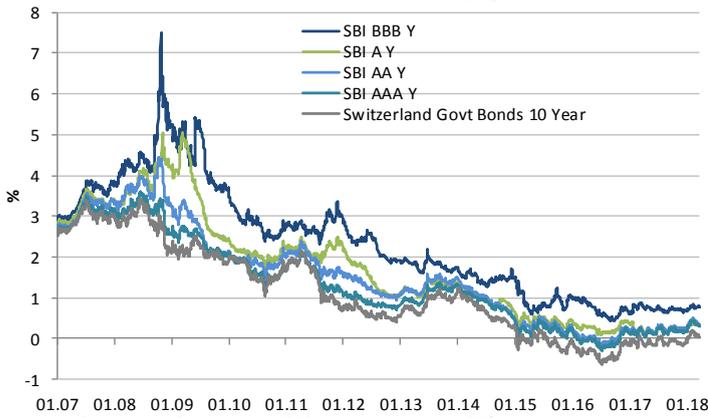
Obligations de la Confédération - taux 10 ans



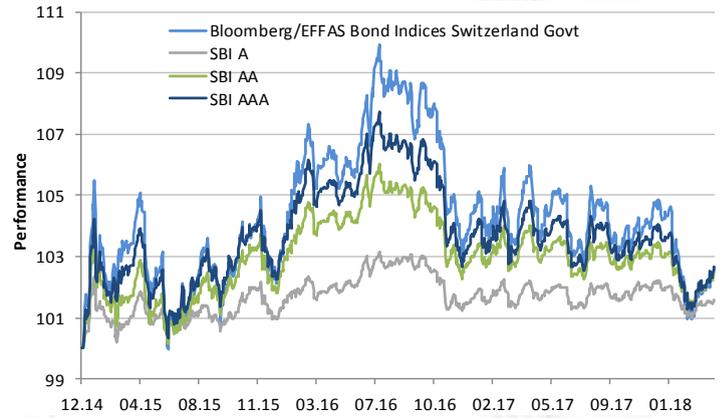
Taux longs de la Confédération depuis 1924



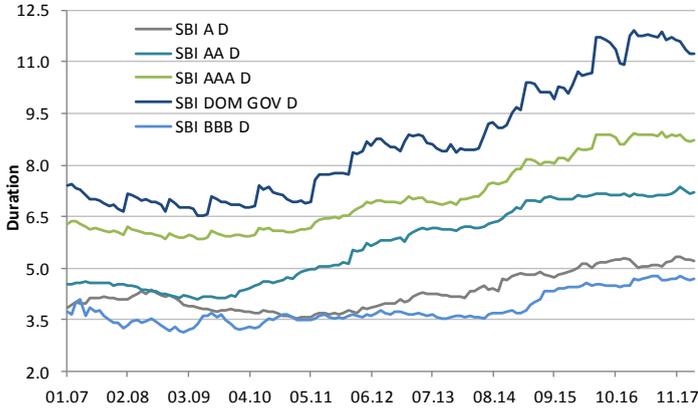
Rendement (en %) par type de débiteur



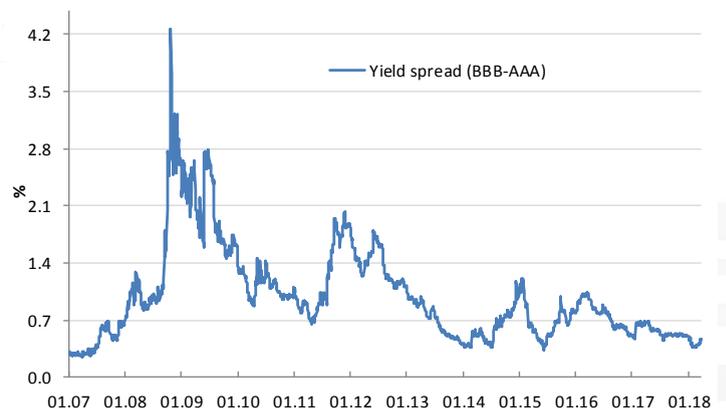
Performance des obligations suisses (base 100)



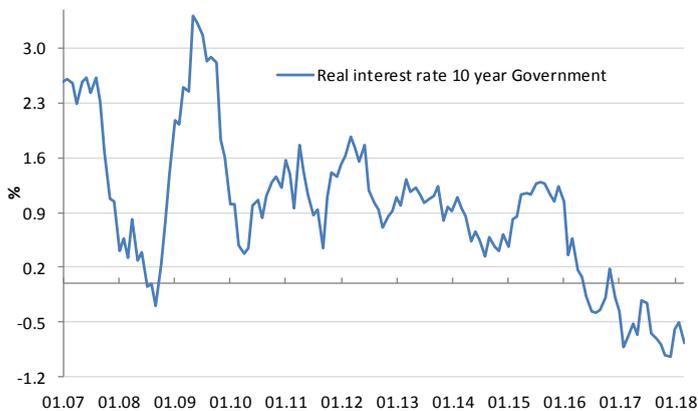
Duration des indices obligataires suisses



Ecart de rendement



Taux d'intérêt réels



INDICES OBLIGATIONS SUISSES (en CHF)

31.03.2018	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	257.2	CHF	0.4	0.6	-1.6	-0.7	-1.6
SBI A-BBB	135.8	CHF	0.1	0.1	-0.3	0.1	-0.3
SBI AA-BBB	134.2	CHF	0.1	0.3	-0.4	-0.1	-0.4
SBI AAA-AA	134.9	CHF	0.2	0.5	-0.8	-0.3	-0.8
SBI BBB	147.5	CHF	0.1	0.0	-0.1	0.2	-0.1
SBI AAA-BBB	135.5	CHF	0.2	0.4	-0.7	-0.2	-0.7
SBI DOM GOV AAA-BBB 1-3P	70.4	CHF	-0.1	-0.3	-0.7	-1.4	-0.7
SBI DOM GOV AAA-BBB 3-7P	89.1	CHF	0.1	0.0	-0.4	-0.8	-0.4
SBI DOM GOV AAA-BBB 7+ P	125.2	CHF	0.5	0.7	-2.9	-1.9	-2.9

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Immobilier international

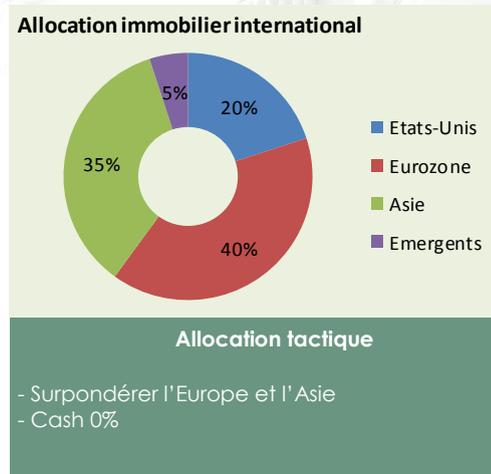
- Correction temporaire des indices immobiliers au 1er trimestre
- Croissance internationale favorable à l'immobilier
- Rebond attendu des valeurs américaines
- Conjoncture très favorable en zone euro
- Dynamiques spécifiques pour les marchés asiatiques

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

Correction temporaire des indices immobiliers au 1er trimestre

L'immobilier international n'a pas pu s'affranchir totalement du regain de volatilité observé dans les marchés actions au 1er trimestre. L'année 2017 s'était clôturée sur de belles performances pour la plupart des marchés régionaux ; le contraste a donc été saisissant en début d'année. Une correction de -6.8% de l'indice global en USD a ainsi effacé la hausse de +4% enregistrée au 4ème trimestre et un peu moins de la moitié de la hausse complète de l'année (+15% en USD). Cette correction des valeurs immobilières a toutefois été, une nouvelle fois, assez largement impactée par la nette contre-performance du marché américain. En effet, l'indice des REITs américains cédait -10% sur la période, alors que les marchés européens ne glissaient que de -1.6% en USD et que les marchés asiatiques résistaient particulièrement bien en restant stables en USD (+0.01%). Notre stratégie de placements immobiliers diversifiés privilégiait encore, en début d'année, les deux dernières régions dans notre allocation relative et sous-pondérait encore les Etats-Unis. Cette politique a largement contribué aux résultats positifs sur le trimestre de référence.

En monnaies locales, la zone euro enregistre une consolidation similaire (-4.6%) à celle du Royaume-Uni (-4.6% et -3.2% en euro) qui tire plutôt bien son épingle du jeu, dans le contexte pourtant toujours extrêmement incertain du Brexit. Les marchés asiatiques développés n'ont glissé que de 0.9% en dollars, alors que ceux de la zone Asie pacifique progressaient même de +1.4% en USD. Les performances des marchés



asiatiques surpassent donc également celles obtenues par l'immobilier aux Etats-Unis, largement plus affectés par les risques de hausse de taux que la plupart des autres marchés.

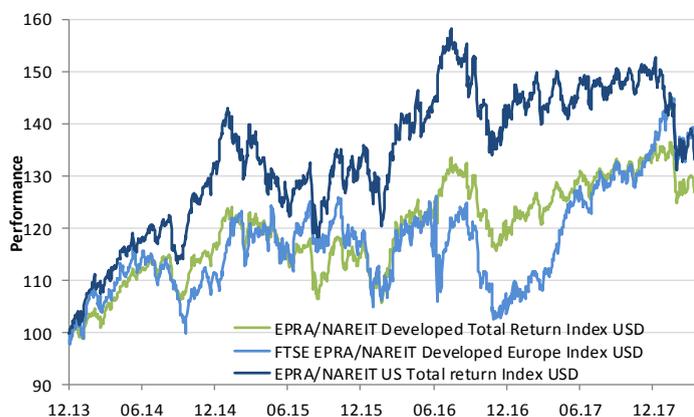
La normalisation des taux directeurs et des rendements à longs termes ont encore davantage réduit l'attrait d'une diversification en titres immobiliers américains. En zone euro, c'est avant tout l'Espagne qui réalise la meilleure performance grâce à une progression de +6.6% de l'indice immobilier titrisé. Les valeurs allemandes résistent et ne glissent que de -2.5%, tandis que les valeurs françaises s'enfoncent dans le rouge (-9%) et que les REITs italiens s'effondrent de -15%.

Croissance internationale favorable à l'immobilier

La croissance mondiale a atteint +3.7% en 2017 et devrait toucher +3.9% en 2018, puis 4% en 2019, selon l'OCDE. Elle sera donc, selon toutes vraisemblances, en 2018 certainement la plus élevée depuis 2011 et bénéficiera de la synchronisation des cycles conjoncturels régionaux. L'expansion économique mondiale s'affermira, sur fond de hausse robuste de l'investissement, accompagnée d'un rebond des échanges et d'un redémarrage de l'emploi qui alimentent une reprise généralisée, selon l'institution.

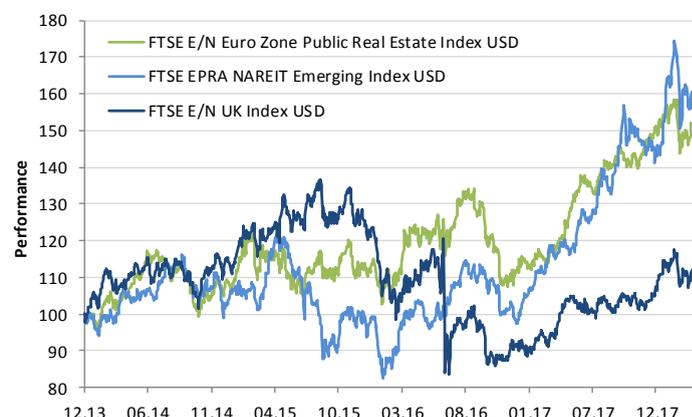
Les pays développés et émergents participeront largement à ce renforcement de l'activité. Ces révisions des anticipations à la hausse vont aussi bénéficier aux investissements à long terme dans l'immobilier,

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



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

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



lesquels 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.

La hausse des taux d'intérêt pourrait bientôt être menaçante dans certains pays

Nous le relevions déjà dans nos précédentes perspectives conjoncturelles, l'année 2018 sera certainement celle du changement de paradigme global en matière de politique monétaire. La Réserve fédérale s'est engagée dans un processus de normalisation des taux directeurs qui risque de s'intensifier lorsque l'inflation s'avèrera durablement supérieure à son objectif de 2%. Les marchés financiers ne se sont que peu inquiétés de ce risque jusqu'en janvier 2018. Ils ont ensuite commencé à prendre en considération l'augmentation des risques d'un renforcement de l'action de la banque centrale, avec la hausse des anticipations inflationnistes aux Etats-Unis. Au niveau international, il est sans doute encore un peu tôt pour craindre un renversement complet des politiques monétaires, mais la tendance future est clairement à la normalisation. La question clé est de savoir à quel moment les investisseurs craindront réellement l'impact de ce changement sur les valorisations immobilières. Nous estimons que si effectivement les taux d'intérêt à long terme suivront une tendance haussière en 2018, cette relance restera insuffisante pour affecter la valorisation des placements immobiliers ou même concurrencer cette classe d'actifs 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

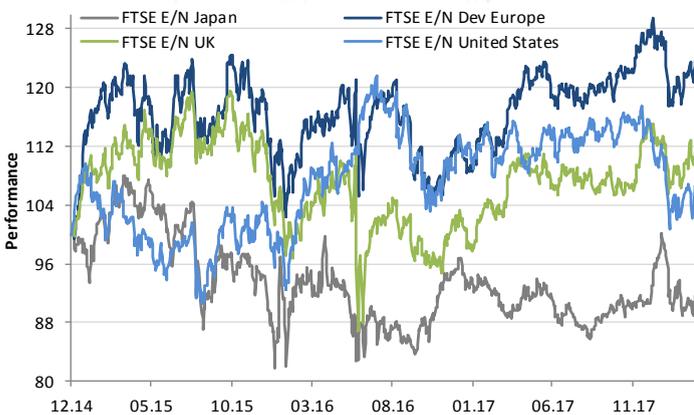
sont légèrement contractés au cours du trimestre, essentiellement sous l'effet de la hausse des taux longs des derniers mois. Ils restent toujours attractifs, en comparaison historique, en zone euro. Rappelons que la normalisation des taux d'intérêt n'est pas encore significativement engagée dans plusieurs zones 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 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 retiendra la hausse des taux d'intérêt réels

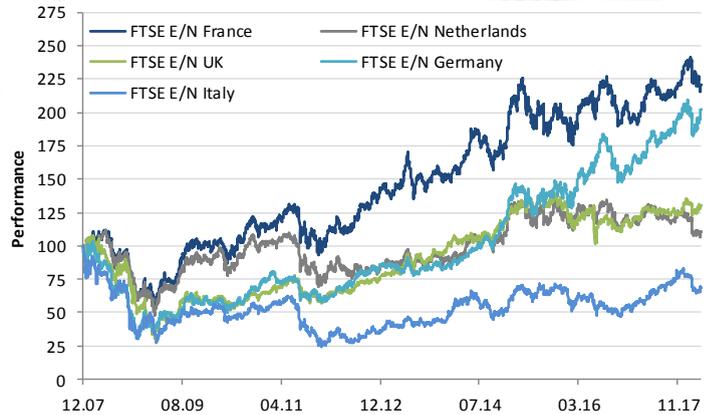
Nous maintenons notre prévision d'une accélération probablement supérieure aux attentes de l'inflation en 2018, notamment aux Etats-Unis. L'inflation devrait, en effet, finir par se renforcer sous l'impulsion de tensions à venir dans le marché de l'emploi et affecter un peu plus encore le niveau des 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 pourrait être plus rapide que celle des taux longs.

On devrait donc encore assister au cours des prochains trimestres à une stabilisation voire un léger déclin 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.

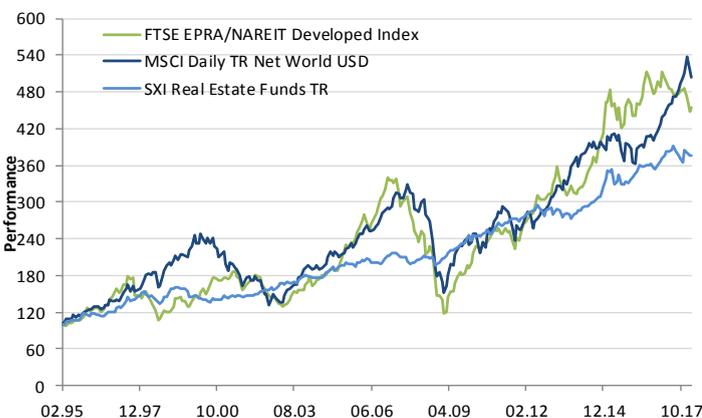
Marchés immobiliers en monnaies locales



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)

		Total Return Performance						
		Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
GLOBAL	FTSE EPRA/NAREIT GIB TR	2597.6 USD	2.2	2.3	-3.3	0.5	-3.3	
DEVELOPED	EPRA/NAREIT Dev TR USD	4770.4 USD	2.4	2.5	-4.3	-0.4	-4.3	
DEVELOPED EUROPE	FTSE E/N Dev Europe	2158.4 EUR	1.8	4.3	-3.1	2.8	-3.1	
EUROZONE	FTSE E/N Euro Zone	2578.0 EUR	2.4	4.2	-3.0	3.5	-3.0	
USA	FTSE E/N United States	2672.0 USD	4.1	3.5	-7.8	-6.1	-7.8	
DEVELOPED ASIA	FTSE E/N Dev Asia	1468.2 EUR	0.7	-1.9	-2.5	0.6	-2.5	

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Rebond attendu des valeurs américaines après un trimestre difficile

Nos prévisions pour l'évolution trimestrielle du marché immobilier américain relevaient le risque très net de sous-performance du marché US vis-à-vis des autres marchés développés de la zone euro et de l'Asie. Nous recommandons une sous-exposition à ce marché dans notre stratégie de placement diversifiée internationalement. Au cours du trimestre, le marché immobilier américain a été le plus affecté par le changement d'appréciation des risques de relance de l'inflation et de hausse des taux directeurs. La forte correction de -10% en quelques semaines a accompagné celle des marchés actions et s'est avérée être l'une des plus nettes des marchés immobiliers régionaux. Nous évoquons le fait que le cycle immobilier américain était en avance sur la plupart des autres cycles régionaux et que la hausse des prix immobiliers avait déjà été très significative, les prix ayant en effet déjà dépassé ceux atteints avant l'éclatement de la bulle immobilière en 2007. Les fondamentaux du marché immobilier américain ne sont pas négatifs, mais les risques semblent plus élevés, en raison de l'avancement du cycle. 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. 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. Cependant, la correction récente des valeurs a partiellement reconstitué une prime de risque qui pourrait soutenir une remontée des cours au deuxième trimestre. Aux niveaux actuels, les valorisations ne sont plus autant défavorables, même si la concurrence du rendement obligataire sans risque reste un facteur important pouvant freiner désormais la progression des REITs. Le marché immobilier américain pourrait surprendre dans les prochains mois par un rebond et une phase de rattrapage des autres marchés développés. Par conséquent, nous modifions nos perspectives et réduisons la sous-exposition dans notre allocation tactique immobilière.

La conjoncture soutiendra l'immobilier dans la zone euro

Dans nos précédentes perspectives, nous anticipions une accélération de la dynamique économique en Europe qui s'est concrétisée et qui semble bien pouvoir encore se renforcer en 2018 et 2019. Nos perspectives positives pour la croissance économique européenne, 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. La reprise des négociations entre l'Union Européenne et le gouvernement britannique a aussi apaisé les tensions politiques, sans pour autant effacer totalement 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.

Dans la zone euro, l'inflation reste encore inférieure aux objectifs déclarés de la BCE, mais l'heure du changement de politique monétaire se précise, même si il n'y a que peu de risques de voir les taux directeurs remonter en 2018. L'économie européenne n'est pas au même point de son cycle économique que les Etats-Unis, mais elle évolue désormais à un rythme de croissance similaire. La normalisation des taux longs en zone euro pourrait se produire plus rapidement que prévu et peut-être affecter ultérieurement l'immobilier titrisé européen de la même manière que ce qui s'est produit aux Etats-Unis ces derniers mois. L'accélération de la dynamique européenne justifierait déjà un réajustement du niveau des taux longs qui n'intervient pas encore, en raison exclusive de l'action de la BCE. L'ajustement n'en sera probablement que plus rapide lorsqu'il interviendra.

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 l'investissement immobilier en 2018. L'écart de rendements des placements immobiliers par rapport aux obligations gouvernementales en euro est encore 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 centrales, l'écart de rendements 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.

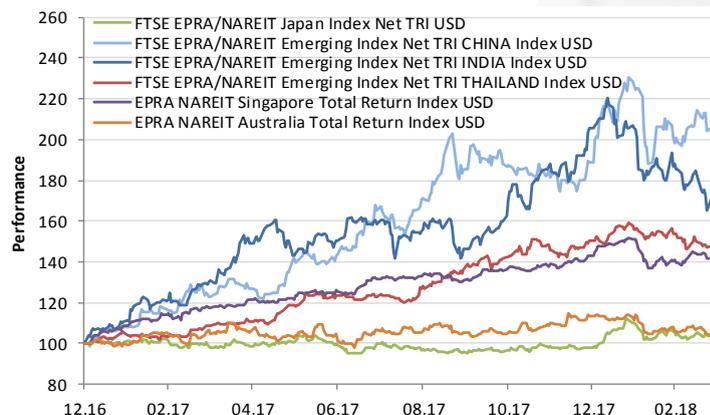
En ce qui concerne l'immobilier titrisé, nous estimons que les risques désormais croissants de moins-values obligataires soutiendront plus largement en 2018 une réallocation des actifs en faveur de l'immobilier dans les portefeuilles institutionnels.

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.

Le marché immobilier en Asie suit une autre dynamique

L'immobilier titrisé en Asie n'a pas souffert du changement de perception sur l'évolution des taux aux Etats-Unis au cours du premier trimestre. Une situation conjoncturelle tout à fait spécifique soutient la demande d'investissement ; la croissance économique devrait se renforcer en 2018, grâce à l'évolution positive de la dynamique régionale et internationale. 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 légèrement 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 doute 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)



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Immobilier suisse

- L'immobilier coté résiste à la volatilité des marchés actions
- Le rendement de l'immobilier titrisé est toujours très attractif
- Un ajustement limité des taux en 2018 n'aura pas d'effet majeur

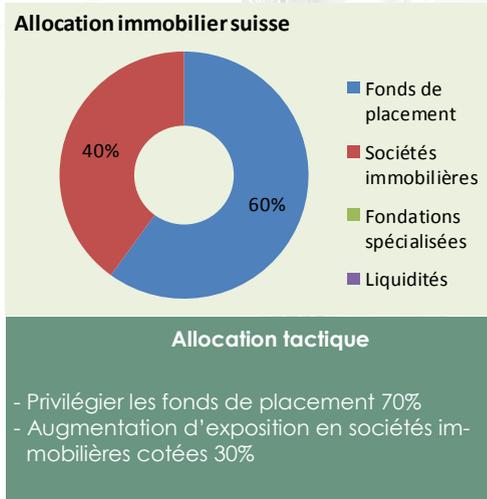
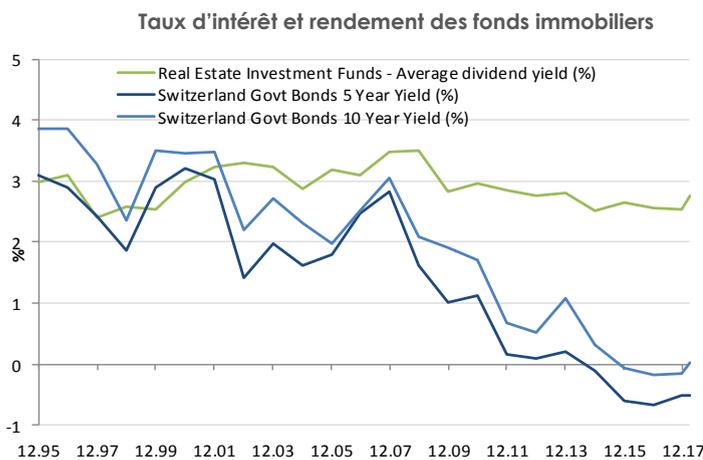
IMMOBILIER suisse	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
	3mois	1an	sous exposition				neutre surpondération			
			---	--	-	=	+	++	++	
Fonds de placement	↗	↗								
Sociétés immobilières	↗	↗↗								
Fondations spécialisées	→	→								
Liquidités										

L'immobilier coté résiste à la volatilité des marchés actions

Au premier trimestre, l'immobilier titrisé suisse a beaucoup mieux résisté que le marché actions à l'émergence de risques externes et aux ajustements d'anticipations sur les niveaux de taux d'intérêt dans un contexte macroéconomique international plus solide. La corrélation souvent observée entre les actions suisses et l'immobilier titrisé n'a, en effet, pas été aussi importante ces derniers mois. Tandis que les actions suisses chutaient en février et mars pour un résultat de -6% sur le trimestre, les fonds de placement immobiliers suisses glissaient de -2.7%. Au sein du marché actions, les sociétés immobilières cotées étaient encore recherchées pour leur rendement et leur caractère défensif. L'indice global des sociétés immobilières n'enregistrait qu'une très légère perte de valeur de -0.3%. 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. 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. 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 cette classe d'actifs.

Le rendement de l'immobilier titrisé est toujours très attractif

Les rendements des fonds immobiliers sont désormais légèrement inférieurs à 3% (3.9% pour les sociétés immobilières cotées) alors que le rendement net des placements immobiliers résidentiels et commerciaux directs sont un peu plus élevés. Une récente étude de KPMG



relevait que les rendements nets des transactions opérées à Genève oscillaient autour de 3.5%. L'écart de rendement avec les obligations à longs termes 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.

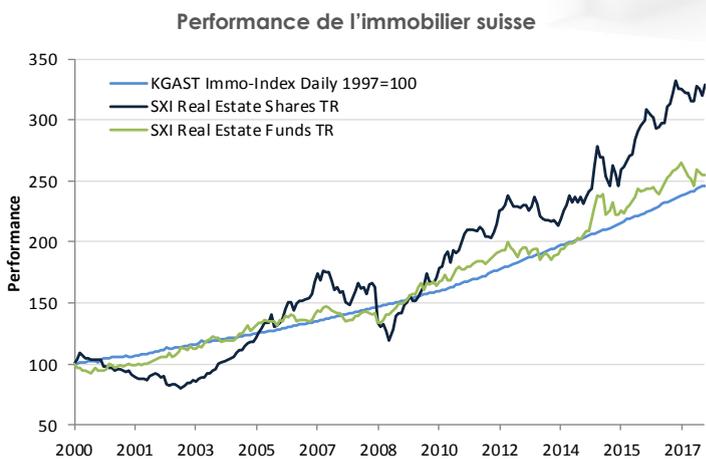
Un ajustement limité des taux en 2018 n'aura pas d'effet majeur

Nous ne pensons pas que les hausses de taux en 2018 seront suffisantes 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 dans cette éventualité.

IMMOBILIER SUISSE

Name	Last price	Total Return Performance				
		7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
SXI Real Estate Funds TR	374.8	1.0	-0.3	-1.9	1.1	-1.9
SXI Real Estate Idx TR	2447.3	1.8	4.0	0.3	2.3	0.3
KGAST Immo-Index*	274.3				2.3	0.7

* subject to one-month lag

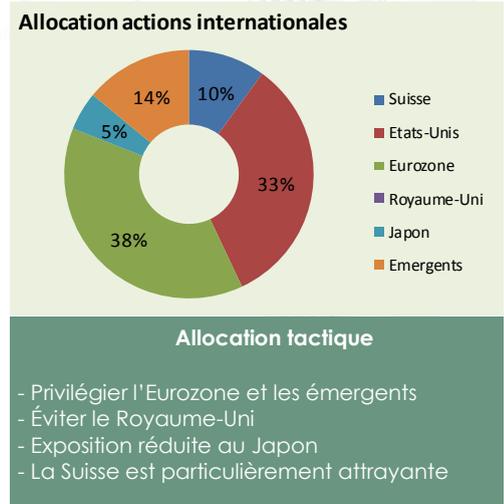


PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions internationales - Régions

- Une contraction des marges, des profits et des multiples menace les marchés actions
- Nouvelles opportunités pour les actions européennes
- Il est encore trop tôt pour racheter le Nikkei

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



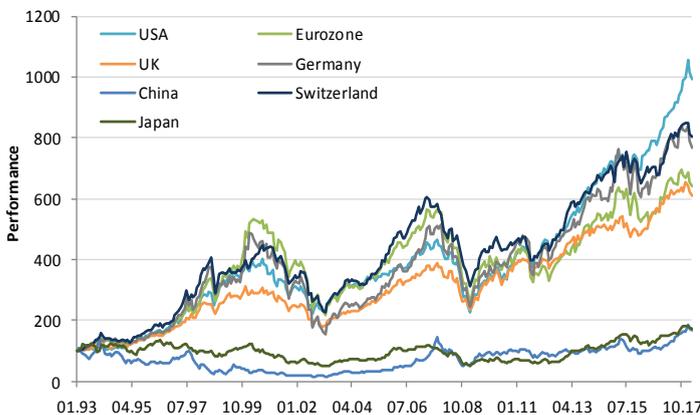
Une contraction des marges, des profits et des multiples menace les marchés actions

Avant le mois de février, il semblait que rien n'arrêterait la progression des valeurs américaines. Mais la hausse des taux d'intérêt et de l'inflation ainsi que les risques de renforcement de la normalisation de la politique monétaire ont finalement eu raison de l'optimisme, jusqu'alors sans faille, des investisseurs. On redécouvre, depuis quelques semaines, les risques posés par la situation du marché de l'emploi sur les marges des entreprises, mais aussi ceux de voir la croissance des profits être insuffisante pour justifier les niveaux de valorisation particulièrement élevés qui prévalaient avant la correction des cours boursiers. La croissance des profits des multinationales pourrait donc avoir atteint un sommet et, finalement, être moins élevée qu'escompté, en se rapprochant du taux de croissance de l'économie.

La réforme fiscale pourrait aussi être moins significative pour les multinationales du S&P 500 que pour les sociétés domestiques 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. Le rebond du mois de mars a regonflé les niveaux de valorisation. Alors que les risques d'affaiblissement de la dynamique augmentent, la fragilité des valeurs américaines resurgit. Le cycle de hausse de taux pourrait ainsi conduire à une nouvelle phase de contractions des PE. 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. 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, comme nous l'avons évoqué, les multinationales seront certainement moins impactées que les autres entreprises. Après le rebond des titres américains en mars, nous attendions un retour de la volatilité qui offrira de meilleures opportunités d'investissement et des niveaux de valorisation plus raisonnables. La correction des cours qui s'est à nouveau enclenchée en fin de trimestre, avec l'émergence de nouveaux risques de « guerre commerciale » entre les Etats-Unis et la Chine, est peut-être de nature à créer ces opportunités. La valorisation des titres du S&P500 a, en effet, baissé à 17x les bénéfices attendus pour 2018, avec la chute des cours à 2'600 points. Nous ne considérons pas à ce stade le risque de « guerre commerciale » comme un facteur d'influence majeur sur l'évolution des profits des entreprises. Par conséquent, si ce facteur d'incertitude devait provoquer davantage de volatilité au cours des prochaines semaines, il pourrait aussi améliorer le niveau de valorisation et offrir l'occasion de nouvelles opportunités. Entre temps, nous privilégions une certaine prudence et recommandons encore une sous-exposition aux valeurs américaines.

Marchés actions long terme (base 100)



Actions chinoises A et B (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Nouvelles opportunités pour les actions européennes

La correction des marchés financiers débutée en janvier 2018 a finalement été similaire tant pour les valeurs de la zone euro que pour celles du marché américain. Les craintes liées, avant tout, à la relance de l'inflation aux Etats-Unis et à une remontée plus rapide des taux US aura plongé l'ensemble des marchés actions dans une correction généralisée d'environ -10% des cours. Les indices européens ont effacé les gains d'un an et se retrouvent, désormais, sur leurs niveaux du début de l'année 2017. La correction des cours n'a pas été plus intense, mais elle est intervenue alors que la phase de revalorisation des actions européennes n'était de loin pas encore terminée. La valorisation des actions européennes s'est donc améliorée très sensiblement au cours des dernières semaines, tant par rapport aux mesures historiques qu'en comparaison internationale. Elle est même très sensiblement inférieure à celles des titres américains. A seulement 13.2x les bénéfices 2018, la valorisation des titres européens présente aujourd'hui un discount de 3.4 points de valorisation par rapport aux actions américaines (PE 2018 de 16.6x). L'écart de valorisation des titres américains d'environ 25%, par rapport aux valeurs européennes, ne nous semble pas justifié dans le contexte de l'année 2018, également favorable aux valeurs européennes.

En termes de rendement du dividende, les valeurs européennes semblent également beaucoup plus attractives, en offrant un rendement de 3.5%, soit près de deux fois plus que celui distribué par les titres américains (2%). 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.

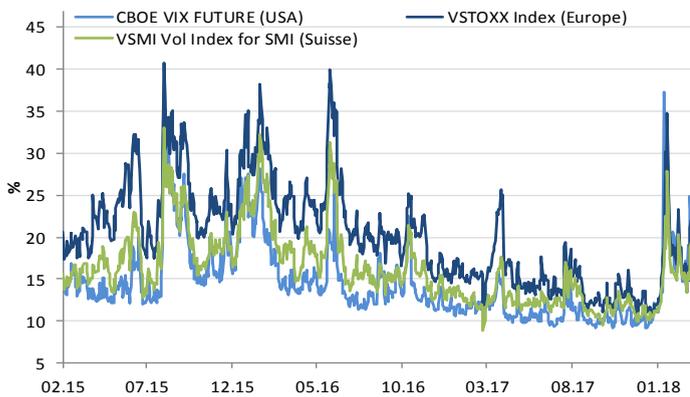
Actions britanniques : rester prudent

Le marché britannique se traite aujourd'hui au même niveau qu'en octobre 2016, quelques semaines après le référendum (7'000 UKX). La chute des cours des dernières semaines a corrigé le niveau de valorisation. A environ 13x les profits et un rendement attendu de 4.5%, le marché britannique ne présente pas encore l'opportunité que nous attendons, dans le contexte toujours incertain des négociations liées au Brexit. La livre sterling semble résister à ces incertitudes, mais nous maintenons notre recommandation de prudence à l'égard des actions britanniques pour le moment.

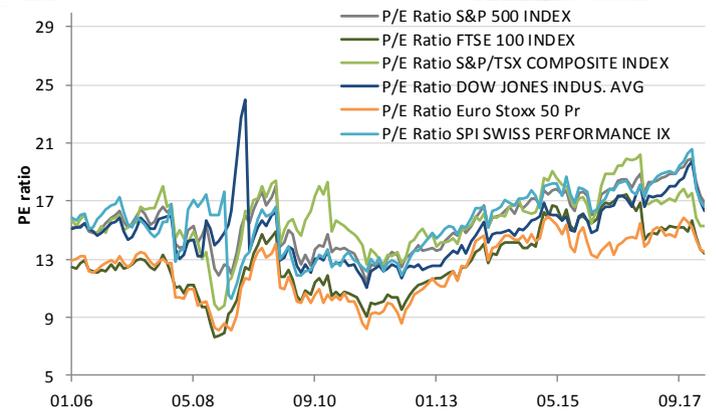
Il est encore trop tôt pour racheter le Nikkei

En décembre 2017, nous suggérions de prendre des profits sur le marché japonais, lorsque celui-ci touchait le niveau de 23'000 points. Depuis, la consolidation des bourses internationales a certainement contribué à la prise de conscience des investisseurs que les actions japonaises restaient très dépendantes de l'évolution du taux de change. La chute du Nikkei de -13% à 21'000 points a été l'une des plus fortes des marchés développés. Nous avertissions, il y a quelques semaines, qu'il nous semblait difficile pour les actions japonaises de poursuivre leurs hausses en 2018, si le contexte monétaire n'était pas plus défavorable au yen. La hausse du yen de +6% contre le dollar, qui a accompagné le retour des incertitudes des investisseurs en ce début d'année, a donc été un facteur déterminant de la faiblesse des valeurs japonaises. Aujourd'hui, nous estimons qu'une accélération de la croissance des profits des entreprises nippones est encore probable, en raison notamment de la reprise du cycle économique mondial, mais celle-ci est toujours plus dépendante d'un futur affaiblissement du yen. Les résultats publiés ont effectivement été meilleurs que prévus et l'on a pu assister à des révisions de bénéfices positives pour 2018.

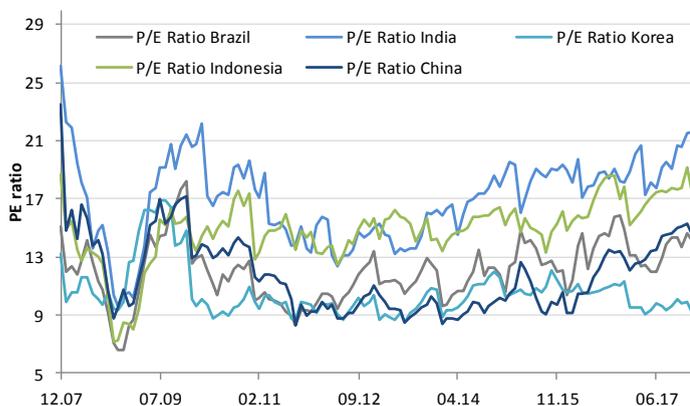
Indicateurs de volatilité (USA, Europe, Suisse)



PE des marchés développés



PE des marchés émergents



Marchés actions US (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

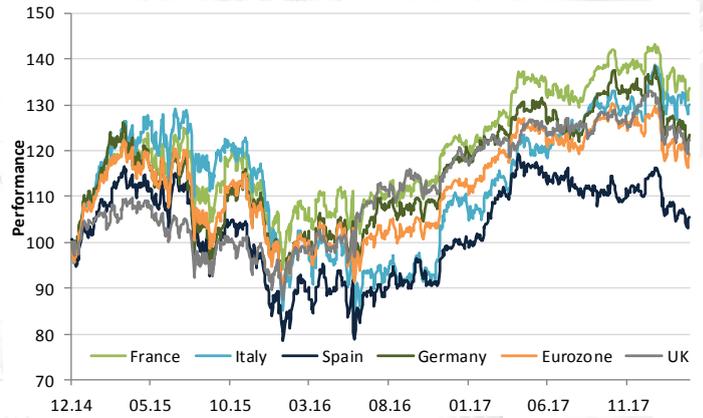
La dernière saison d'annonce des résultats laisse désormais espérer une hausse des profits pour l'exercice au 31 mars 2018 probablement supérieure aux 13-15% attendus par le consensus, dans un contexte de « forward guidance » certainement un peu prudent. Les dividendes des sociétés cotées qui devraient être distribués pourraient encore progresser, pour la cinquième année consécutive.

Nous recommandions en décembre de prendre des profits sur les valeurs japonaises, suite à la hausse annoncée des cours qui avait porté le Nikkei vers de nouveaux sommets. Les actions japonaises se traitaient alors à 19x les bénéfices attendus pour mars 2018 (17x 2019), ce qui pouvait être considéré comme encore raisonnable, compte tenu de la probabilité de surprises positives pour l'exercice complet. Mais si leur valorisation était, en fait, similaire à celle des valeurs américaines, nous rappelons que le risque monétaire devait être pris en considération. Même si le marché offrait encore des opportunités de surprises positives et de réajustements des anticipations au cours des prochains trimestres, le contexte de valorisations riches justifiait une prise de profits dans l'attente de meilleures opportunités. Les valorisations ont été corrigées de 10% et sont désormais moins excessives. Cependant, les valeurs japonaises ne devraient pas pouvoir s'affranchir du climat boursier encore marqué par l'incertitude de remontées de taux d'intérêt. Aussi, dans l'attente d'une meilleure visibilité et d'un ajustement du taux de change, il nous semble encore un peu prématuré de réinvestir les liquidités en titres japonais.

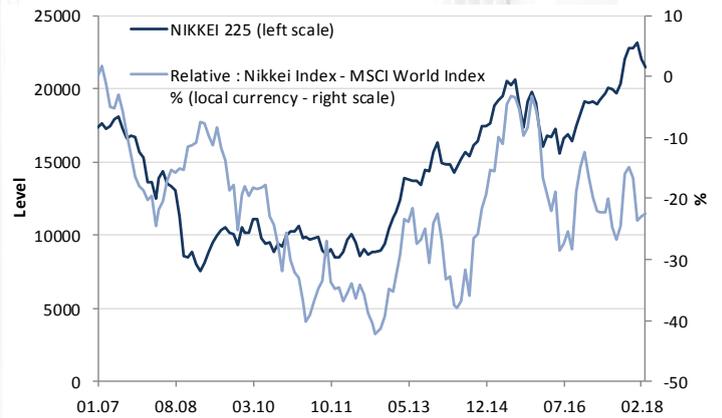
Un retour sur les marchés émergents s'impose

Après avoir recommandé, il y a quelques mois, de prendre des profits sur les positions détenues dans les marchés émergents, Chine et Inde en particulier, nous estimons désormais que la consolidation des cours, intervenue pendant le trimestre, a offert de nouvelles opportunités d'investissement. En Chine, les risques de guerre commerciale nous semblent déjà surestimés à court terme, car globalement, les entreprises chinoises ne réalisent que 9% de leurs revenus à l'étranger, ce qui finalement, à l'échelon national, n'est pas si important. Il semble que la plupart des entreprises chinoises ne soient, en fait, qu'assez peu touchées par une future « guerre commerciale », en raison de la composante domestique toujours assez élevée dans la répartition de leurs revenus. Les actions chinoises n'ont pas été épargnées par la vague de prises de profits qui s'est enclenchée à la fin janvier 2018. Toutefois, nous estimons que la croissance des profits des sociétés chinoises devrait rester soutenue en 2018. La valorisation des titres chinois de 13x les bénéfices attendus pour 2018 n'est pas excessive et la correction de -15% enregistrée constitue une nouvelle opportunité d'investissement.

Marchés actions (base 100)



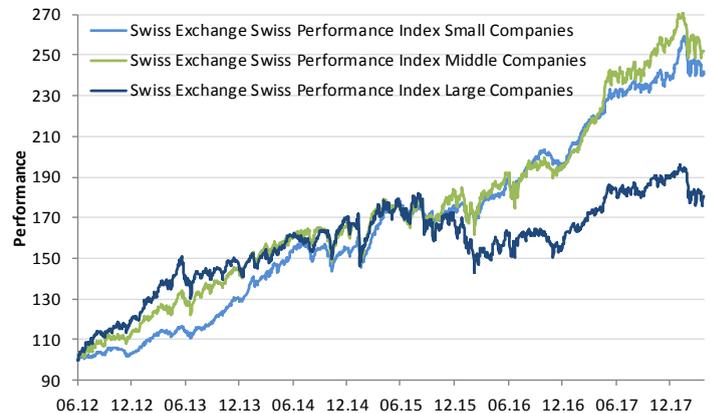
Marchés actions Japon VS MSCI Monde



Marchés actions émergentes (base 100)



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



INDICES ACTIONS - REGION (en monnaies locales)

31.03.2018		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	1.8	0.7	-5.2	-3.3	-5.2
ACTIONS SUISSES SMALL-MID CAPS	SPI Extra Total Return	2903.8	CHF	0.8	-0.1	-2.8	1.6	-2.8
ACTIONS EUROPEENNES	STXE 600 € Pr	394.6	EUR	1.4	-0.7	-4.0	-3.9	-4.0
ACTIONS EUROPEENNES SMALL-MID CAPS	MSCI Europe Small Cap Net TR E	352.7	EUR	0.0	-0.4	-2.7	-0.6	-2.7
ACTIONS UK	FTSE All-Share Index	3595.9	GBP	1.7	-1.2	-6.9	-3.0	-6.9
ACTIONS US	S&P 500 Index	2640.9	USD	2.1	-1.2	-0.8	5.4	-0.8
ACTIONS US SMALL-MID CAPS	RUSSELL 2500	602.5	USD	1.7	1.4	-0.2	4.0	-0.2
ACTIONS JAPON	NIKKEI 225	21454.3	JPY	4.8	-0.6	-5.1	6.1	-5.1
ACTIONS JAPON SMALL-MID CAPS	Russell/Nomura Mid-Small Cap I	892.8	JPY	4.4	0.1	-4.6	4.5	-4.6
ACTIONS ASIATIQUES EX JAPON	MSCI AC Asia Pac Ex Japan	564.0	USD	-0.1	-2.0	-0.6	7.1	-0.6
ACTIONS ASIATIQUES EX JAPON SMALL-MID CAPS	MSCI AC Asia Pacific Ex Japan Small Cap	1074.7	USD	1.0	-1.6	-1.3	8.0	-1.3
ACTIONS EMERGENTES	MSCI EM	910.4	USD	-0.1	-1.6	1.4	8.9	1.4
ACTIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES (USD)	MSCI Daily TR Net World	4693.2	USD	1.6	-0.9	-1.3	3.9	-1.3

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions internationales - Secteurs

- Privilégier les valeurs cycliques, industrielles et les matériaux
- Valorisations 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 tactique

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

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

INDICES ACTIONS - SECTEUR

31.03.2018		Total Return Performance						
Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
CONSUMER DISCRETIONARY	MSCI WORLD/CONS DIS	200.9	USD	1.1	-1.0	1.8	9.6	1.8
CONSUMER STAPLES	MSCI WORLD/CON STPL	208.3	USD	3.0	0.8	-5.1	0.4	-5.1
ENERGY	MSCI WORLD/ENERGY	206.3	USD	1.2	1.9	-5.2	1.5	-5.2
FINANCIALS	MSCI WORLD/FINANCE	105.4	USD	1.3	-2.7	-1.8	3.6	-1.8
HEALTHCARE	MSCI WORLD/HLTH CARE	222.5	USD	1.8	-0.5	-1.0	-1.0	-1.0
INDUSTRIALS	MSCI WORLD/INDUSTRL	196.5	USD	1.8	-0.6	-1.5	3.4	-1.5
MATERIALS	MSCI WORLD/MATERIAL	208.5	USD	0.8	-2.1	-4.4	2.6	-4.4
REAL ESTATE	MSCI WORLD/REAL ESTATE	192.1	USD	2.3	2.7	-3.6	1.1	-3.6
TECHNOLOGY	MSCI WORLD/INF TECH	145.5	USD	1.4	-1.9	3.5	12.0	3.5
TELECOMMUNICATION	MSCI WORLD/TEL SVC	71.1	USD	1.5	-0.7	-5.6	-3.4	-5.6
UTILITIES	MSCI WORLD/UTILITY	113.8	USD	2.7	4.5	-1.4	-1.8	-1.4

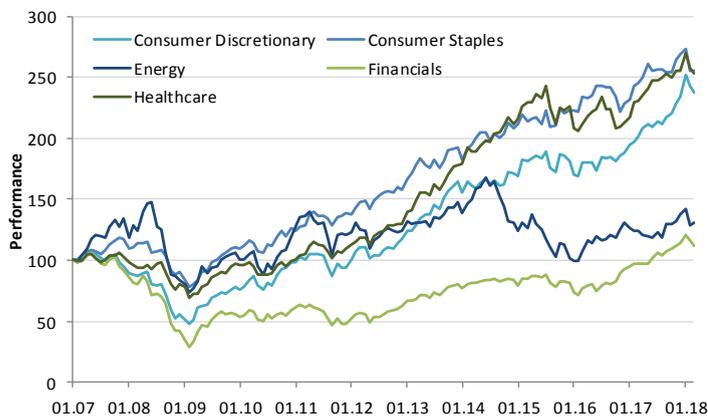
La chute des marchés actions du 1er trimestre a sensiblement modifié le classement des performances boursières sectorielles. Quelques valeurs vedettes de la technologie et de l'économie numérique ont subi des revers, à l'image des chutes de Facebook, Tesla ou Google, alors que d'autres ne semblaient pas être du tout affectées par les prises de profits généralisées, malgré des multiples stratosphériques (Amazon 180x les profits 2018 ou Netflix 110x). Il n'y a pas encore de véritable rotation sectorielle majeure, malgré l'accroissement des risques de hausse de taux. Nous estimons encore que les **valeurs de croissance** devraient perdre du « momentum » au profit des **valeurs 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

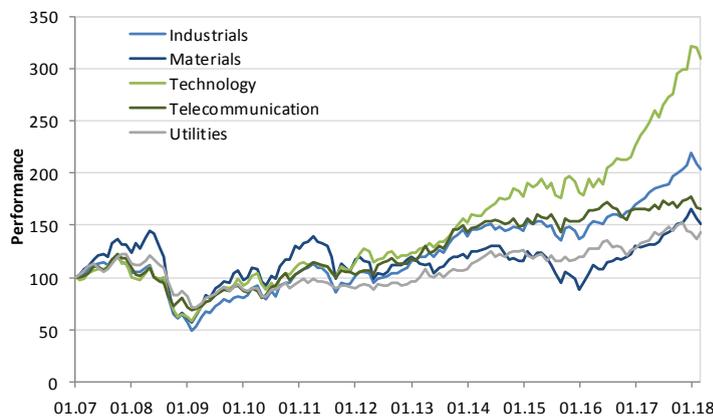
offre une meilleure visibilité et de meilleures opportunités de progression des cours, après avoir été certainement trop pénalisé par le contexte de remontée des taux d'intérêt. Les niveaux de valorisation des valeurs phares du **numérique** restent élevés et suggèrent encore une position sous-pondérée. 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 à notre avis, 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. Les énergies alternatives devraient également avoir les faveurs des investisseurs.

Performance des secteurs MSCI World (base 100)



Performance des secteurs MSCI World (base 100)



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions Suisses

- La correction des actions représente une opportunité
- Hausse du rendement du dividende à 3.2%
- Perte d'influence des facteurs externes négatifs

ACTIONS Capitalisations	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
	3mois	1an	sous exposition			neutre surpondération				
Small	↗	↗↗								
Medium	↗	↗↗								
Large	↗	↗								

La correction des actions représente une opportunité

Les marchés actions ont profité en 2017 d'un contexte économique et financier favorable, mais nous nous inquiétons déjà en fin d'année d'une augmentation des risques de correction des cours en 2018. A fin janvier, l'apparition de nouvelles craintes de hausses de l'inflation aux Etats-Unis et des taux directeurs ont provoqué un mouvement d'ajustement des taux longs et de valorisation des marchés actions, qui ne s'est évidemment pas limité aux actifs en dollars. La correction qui a affecté les actions suisses en février a déjà sensiblement réduit le niveau de valorisation exprimé par exemple par le ratio cours/bénéfices des indices et actions suisses. La chute des cours que nous avons annoncée comme une probabilité importante à court terme en début d'année a atteint -10% et réduit, de ce fait, la valorisation de 17x à 15x. Le SPI se traite donc désormais à environ 10'000 points, après avoir corrigé de 1'000 points de son plus haut de janvier (11'000) et retrouvé le niveau de fin avril 2017.

Cette correction des actions suisses, dans leur ensemble, offre désormais une opportunité de prise de position pour les investisseurs orientés à long terme. Cependant, il n'est pas exclu que la volatilité des dernières semaines se poursuive encore quelques temps, offrant par là même de meilleures opportunités encore.

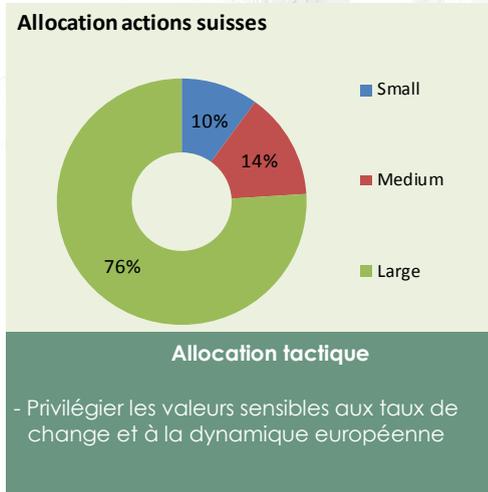
Des prévisions « bottom up » plus positives

La correction des valeurs suisses améliore légèrement le potentiel de croissance des cours mesuré par le consensus des analystes. Mais on observe encore peu de révisions de bénéfices et d'objectifs de cours significatives après la volatilité récente des marchés. Les prévisions « bottom up » ne laissent que peu de place à de nouvelles progres-

ACTIONS SUISSES - Capitalisations

Name	Last price	Total Return Performance					YTD %
		7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
SPI SWISS PERFORMANCE IX	10189.9	1.8	0.7	-5.2	-3.3	-5.2	
SPI SMALL COMPANIES INDX	27147.1	0.8	-0.9	-2.0	2.3	-2.0	
SPI MIDDLE COMPANIES IDX	15991.1	0.9	-0.4	-3.4	0.9	-3.4	
SPI LARGE COMPANIES INDX	9423.0	2.1	1.0	-5.7	-4.3	-5.7	

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



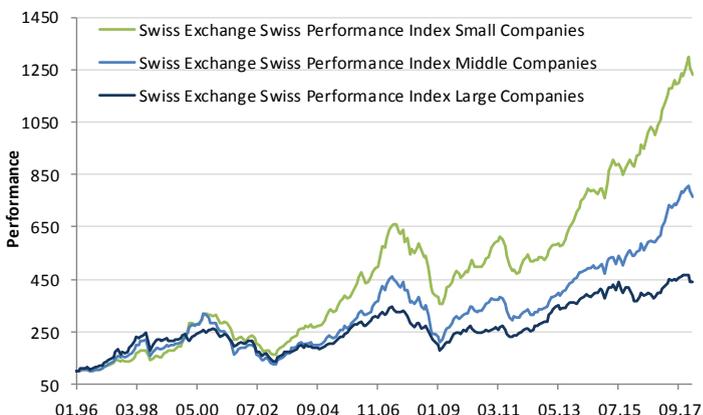
sions de cours en début d'année ; désormais, le potentiel s'est quelque peu reconstitué. L'objectif moyen de hausse des cours est d'environ +13% sur douze mois.

Hausse du rendement du dividende à 3.2%

La volatilité récente des marchés a permis d'améliorer encore un peu plus le rendement du dividende des actions suisses de 3% à 3.2%. Ce rendement est attrayant en comparaison historique mais aussi en regard du rendement des obligations suisses toujours proche de zéro. Un certain nombre de sociétés suisses importantes présentent des niveaux de rendement plus élevés et sont, de ce fait, relativement intéressantes.

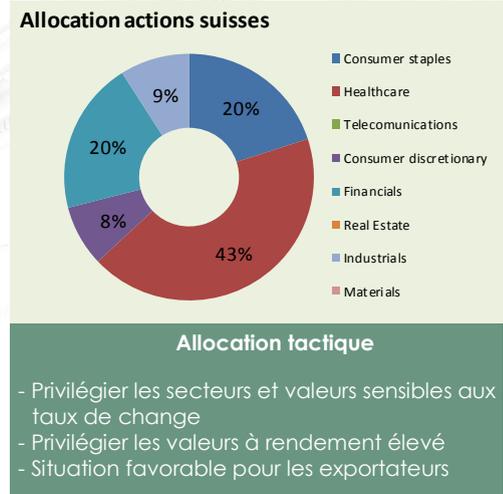
Perte d'influence des facteurs externes négatifs

Comme nous l'avions évoqué au précédent trimestre, une consolidation significative, mais temporaire, des cours devait intervenir en début d'année, sous l'impulsion de facteurs externes plutôt que par des causes domestiques. La valorisation plutôt généreuse du marché suisse ne permettait que peu de résilience, en cas d'accroissement des incertitudes et des risques internationaux. Cette consolidation s'est produite, au cours du 1er trimestre, sur la base de facteurs externes que nous estimons n'avoir que des effets temporaires. Les éléments externes qui devraient avoir plus d'impact pour les prochains mois seront certainement positifs et liés à la résilience de la croissance mondiale aux effets positifs sur les profits des titres suisses. La faiblesse persistante du franc contribuera aussi à la hausse des profits.



Actions Suisses - Secteurs

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



Il y a de la valeur dans les grands « blue chips » suisses

Les grandes valeurs de la cote suisse ont été plus nettement touchées par des prises de profits lors de la consolidation récente. L'indice SMI chutait, en effet, de -6.66% sur le trimestre, sensiblement plus que le reste de la cote suisse -3.3% et que les petites valeurs (-1.7%). Une approche « bottom up » montre aujourd'hui un potentiel de progression des cours supérieur sur les principaux titres du SMI sur douze mois (environ 15%-17%) par rapport aux autres valeurs (environ +12%). Les perspectives des petites valeurs suisses nous semblent désormais aussi plus attrayantes. Les bonnes perspectives de croissance et de relance du commerce international en 2018 favoriseront les valeurs exposées aux marchés internationaux. Nous recommandons un réinvestissement diversifié en actions suisses faisant, toutefois, la part belle aux titres Roche, Novartis et Nestlé dans le segment « blue chips ». Par ailleurs, nous recommandons à nouveau une exposition surpondérée aux petites valeurs.

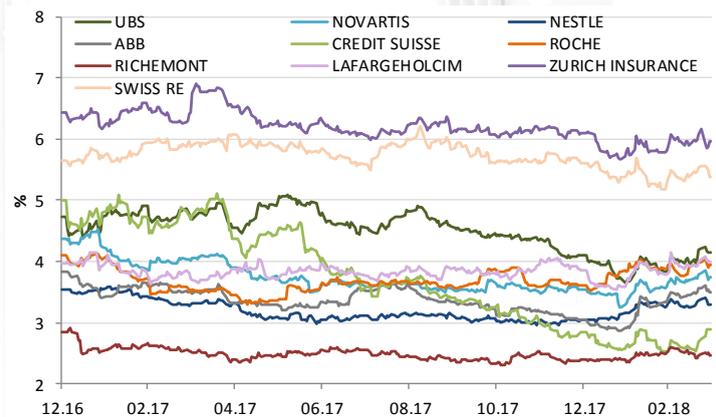
Le facteur taux de change prend de l'importance en 2018

Nos prévisions positives pour l'évolution des principales monnaies contre franc suisse en 2018 soutiennent notre politique favorisant les valeurs sensibles aux taux de change. Les valeurs exposées au dollar en particulier devraient profiter plus largement de ce facteur favorable en 2018. Nous estimons que ce facteur sera certainement un élément à nouveau important dans l'appréciation du potentiel de croissance des revenus et des profits des sociétés suisses.

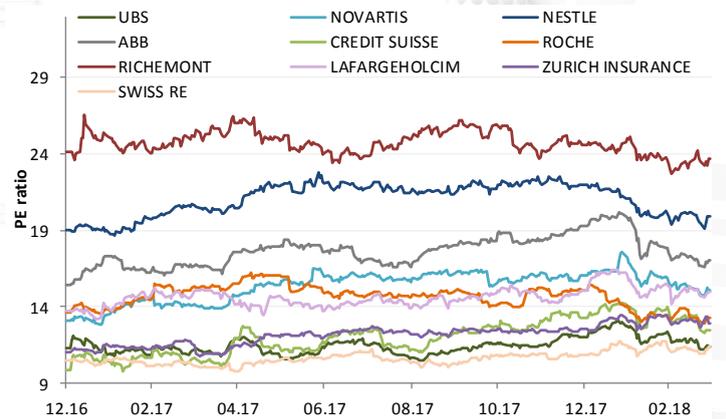
Profiter encore de rendements élevés

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.

Rendement du dividende - Top 10



PE ratio - Top 10

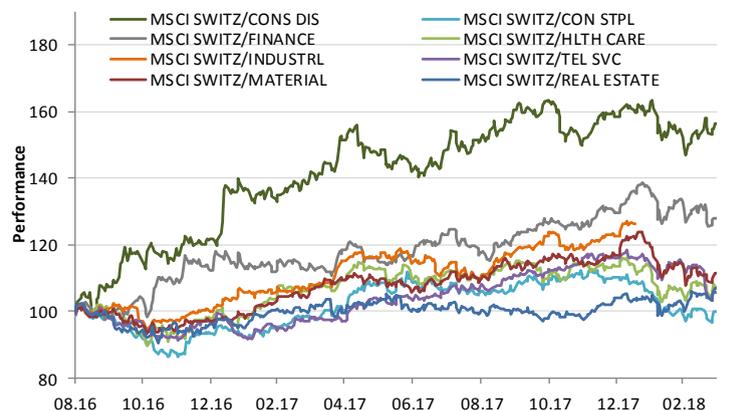


ACTIONS SUISSES - SECTEURS

Name	Last price	Total Return Performance				
		7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
MSCI SWITZ/CONS DIS	344.2	1.7	5.0	-1.4	-2.6	-1.4
MSCI SWITZ/CON STPL	251.0	2.5	1.7	-9.3	-7.1	-9.3
MSCI SWITZ/FINANCE	60.8	2.0	-2.0	-1.3	4.1	-1.3
MSCI SWITZ/HLTH CARE	133.0	2.0	2.8	-5.4	-6.8	-5.4
MSCI SWITZ/INDUSTRIL	180.6	2.2	-0.7	-9.2	-6.0	-9.2
MSCI SWITZ/MATERIAL	278.7	2.1	-0.8	-4.5	-1.5	-4.5
MSCI SWITZ/REAL ESTATE	1068.8	2.6	6.8	2.7	6.4	2.7
MSCI SWITZ/TEL SVC	89.5	1.4	-6.1	-8.7	-4.5	-8.7

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Performance des secteurs - actions suisses



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

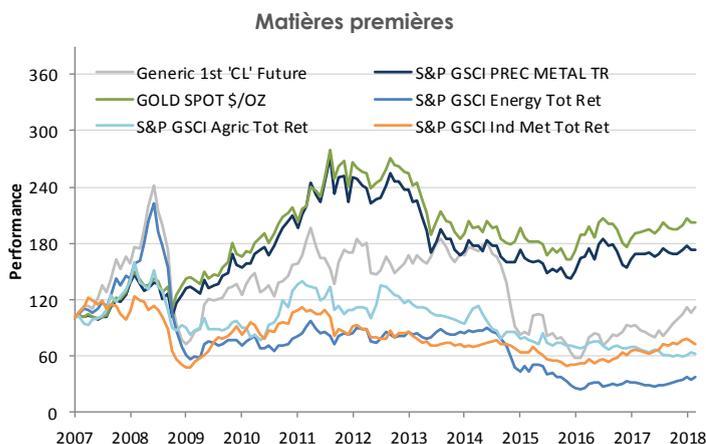
Matières premières

- Cycles conjoncturel et financier positifs pour les matières premières
- 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

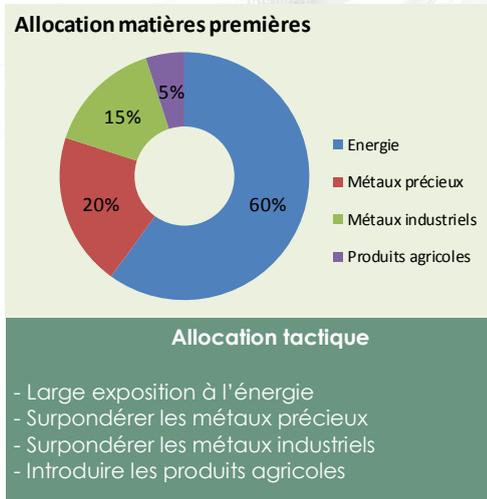
MATIERES PREMIERES	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
	3mois	1an	sous exposition			neutre surpondération				
			---	--	-	=	+	++	++	
Energie	↗	↗↗								
Métaux précieux	↗	↗↗								
Métaux industriels	↗	↗↗								
Produits agricoles	→	↗								

Cycles conjoncturel et financier positifs en 2018

Les deux derniers trimestres de l'année 2017 ont été particulièrement bons et permis une progression de près de +20% en six mois des matières premières, mais cette tendance s'est, sans doute, temporairement interrompue au début 2018. En effet, la volatilité n'a pas épargné les matières premières en février, mais le trimestre reste encore positif (+1.5%), malgré le retour des incertitudes. L'indice S&P Goldman Sachs des matières premières a donc surperformé l'indice S&P500 des actions (-2.5%) ce trimestre encore et réalise désormais un résultat relatif appréciable de +9.7% sur les neuf derniers mois. Le cycle économique international se renforce et les perspectives de croissance mondiale au-dessus de +4% devraient s'avérer être un facteur solide de soutien des cours des matières premières en 2018. Un développement positif de la demande mondiale, tiré par la relance industrielle, aura des effets croissants sur les segments énergie, métaux industriels et métaux précieux. Dans ces trois secteurs, les investissements ont été plutôt faibles au cours des dernières années. On devrait donc déjà assister à un rapprochement des courbes de l'offre et de la demande et même à un croisement de celles-ci dans certains cas, en particulier dans le secteur pétrolier. La chute du CAPEX et la diminution des capacités de production dans plusieurs secteurs (énergie, or, argent, métaux industriels) pèseront plus fort encore en 2019 sur l'équilibre du marché et devraient contribuer à créer les conditions d'un « bull market » durable. Les matières premières ont tendance à surperformer les autres classes d'actifs, lorsque le cycle économique s'intensifie et que des tensions inflationnistes apparaissent. La situation actuelle nous semble particulièrement favorable à un retour de la surperformance des matières premières contre la plupart des autres classes d'actifs. A l'heure où les investisseurs s'inquiètent à nouveau des risques de hausses de taux d'intérêt et de relance de l'inflation, il est important de



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



rappeler la corrélation plutôt positive de cette classe d'actifs avec ces deux facteurs. A très long terme, la performance annualisée des matières premières est d'environ +7% en USD, mais ce résultat annuel composé est largement tiré à la baisse depuis quelques années par les contre-performances des années 2008 (-49.65%) puis 2014-15 (-58%). Un investissement dans cette classe d'actifs effectué avec un horizon temps de 10 ans a produit un rendement annualisé de +7% sur toutes les périodes glissantes depuis 1970, à l'exception des quatre dernières séquences affectées par la période 2014-2015. Les cycles conjoncturel et financier semblent donc parfaitement alignés en 2018 pour permettre une poursuite et une accélération probable de la tendance haussière des matières premières.

Les métaux industriels fléchissent avant la prochaine reprise (Voir Thème d'investissement)

Nette amélioration des fondamentaux pour le pétrole

Nouveau trimestre de hausse pour les cours du pétrole, mais déclin pour ceux du gaz. La hausse de la production de brut des pays non membres de l'OPEP a augmenté l'offre globale et pesé sur l'évolution des cours. Le marché américain est le premier responsable de l'augmentation de l'offre mondiale contrecarrant les efforts des pays de l'OPEP et de la Russie de stabilisation du marché mondial. L'EIA estimait récemment que la production américaine avait atteint 10.2 mbj en moyenne en janvier, un peu plus qu'en décembre 2017 et légèrement moins que la moyenne estimée pour 2018 de 10.6 mbj. A ce rythme, la production américaine dépassera celle de la Russie et s'approchera de celle de l'Arabie saoudite. Malgré cela, l'offre globale de brut a tout de même décliné, sous l'action disciplinée des membres de l'OPEP. L'Arabie saoudite reste totalement dédiée au maintien d'une

INDICES MATIERES PREMIERES (en USD)

		Total Return Performance							
31.03.2018		Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
		MSCI Daily TR Net World USD	5852.64	USD	1.59	-0.89	-1.28	3.94	-1.28
GLOBAL		S&P GSCI Tot Return Indx	2612.6	USD	-0.5	2.8	2.2	13.8	2.2
WTI CRUDE		Generic 1st 'CL' Future	64.9	USD	-1.4	6.5	7.5	28.4	7.5
BRENT OIL		Generic 1st 'CO' Future	70.3	USD	-0.3	10.1	5.1	25.2	5.1
NATURAL GAS		Generic 1st 'NG' Future	2.7	USD	5.5	1.3	-7.5	-6.3	-7.5
OR		GOLD SPOT \$/OZ	1325.0	USD	-1.7	0.6	1.7	4.3	1.7
ARGENT		Silver Spot \$/Oz	16.4	USD	-1.2	-0.6	-3.4	-1.3	-3.4
AGRICULTURE		S&P GSCI Agric Indx Spot	295.2	USD	0.4	-4.7	4.6	5.7	4.6
INDUSTRIAL METALS		S&P GSCI Ind Metal Spot	365.9	USD	0.2	-4.2	-7.1	1.3	-7.1

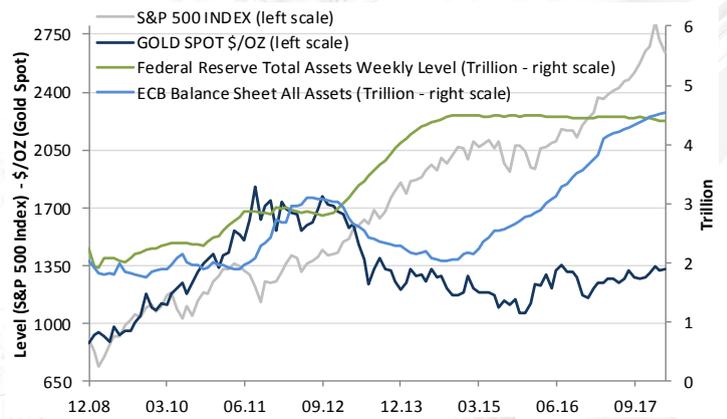
politique rigoureuse de contrôle de l'offre pour équilibrer le marché et contribue efficacement à l'amélioration en cours. Du côté de la demande, l'IEA a augmenté sa prévision pour la demande mondiale de brut de 1.3 à 1.4 mbj de plus pour les prochaines années, sur la base du renforcement probable de la croissance économique mondiale. Une hausse de la demande, dans un contexte global de légère contraction de l'offre, ne pourra que provoquer des effets positifs sur le rééquilibrage souhaité. Depuis plusieurs mois, les inventaires baissent et confirment clairement l'avancement de ce processus. Les inventaires des stocks de l'OCDE ont aussi baissé et touchent désormais les plus bas niveaux depuis 2015 et se situent très légèrement en dessus de la moyenne à cinq ans. A plus court terme, les inventaires de brut américain ont progressé de 5.1 mb en février, soit la moitié moins que ce qui était estimé. En 2018, nous estimons donc toujours que la demande devrait 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 pour autant 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. Rappelons encore que 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 inévitablement comblé par une hausse des importations de brut, qui devrait aussi être 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 de ces prévisions à moyen terme est que le déficit de production chinois sera comblé par une poursuite des importations de pétrole soutenant la demande mondiale de brut.

Alignement de facteurs positifs pour les métaux précieux

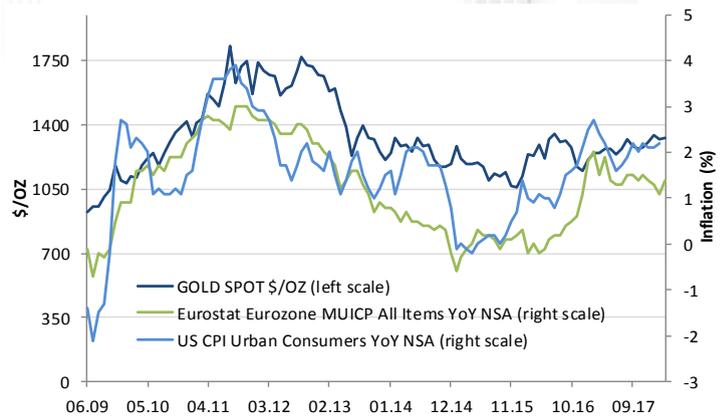
L'évolution des cours de l'or a souvent été associée ces dernières années à celle du dollar. La corrélation négative persistante a donc justifié les hausses de l'or en période de correction de la devise. L'évolution des taux d'intérêt a été un autre facteur explicatif des mouvements de l'or ces dernières années ; une baisse des taux d'intérêt était ainsi associée à un comportement positif des cours du métal jaune. Nous estimons que le facteur principal d'incertitude qui a été à l'origine du retour de la volatilité des marchés financiers à fin janvier a été le changement d'appréciation des risques de remontée de l'inflation et les nouveaux risques de remontée plus rapide des taux d'intérêt directs et des taux longs. Nous estimons qu'une remontée graduelle des anticipations inflationnistes à long terme ne peut pas être sans conséquence pour le marché de l'or. Il apparaît clairement que l'inflation sera un nouveau facteur d'influence pour l'évolution prochaine des cours des métaux précieux. Désormais, parmi les facteurs d'influence globaux, nous estimons qu'il prendra l'ascendant et soutiendra la hausse de l'or, même dans un contexte de tension sur les taux et de revalorisation du dollar. En ce qui concerne les facteurs fondamentaux du marché physique, la plupart des facteurs nous semblent aussi favorables. L'offre mondiale d'or physique reste contenue par des capacités de production limitées et par une offre de recyclage en déclin. Du côté 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 aux États-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 (+1%) ont légèrement progressé au cours du trimestre, sans profiter toutefois de la hausse de la volatilité et du développement de nouvelles incertitudes normalement favorables à cette valeur refuge. Ils devraient cependant profiter de cet environnement favorable et progresser de 1'300\$ à 1'500\$ et respectivement de 17\$ à 22\$ pour l'argent en 2018.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

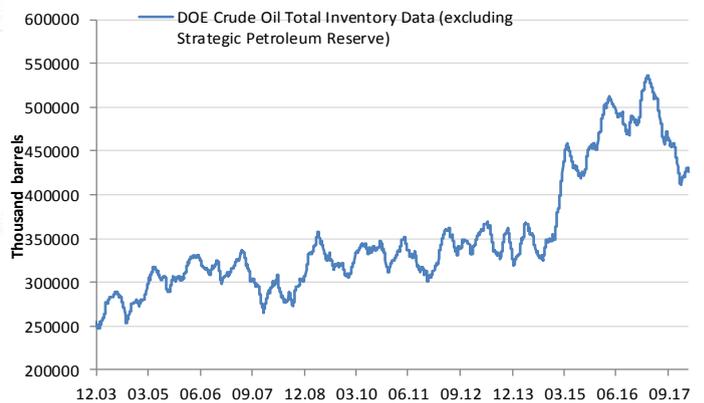
Corrélation élevée entre l'or et la liquidité mondiale



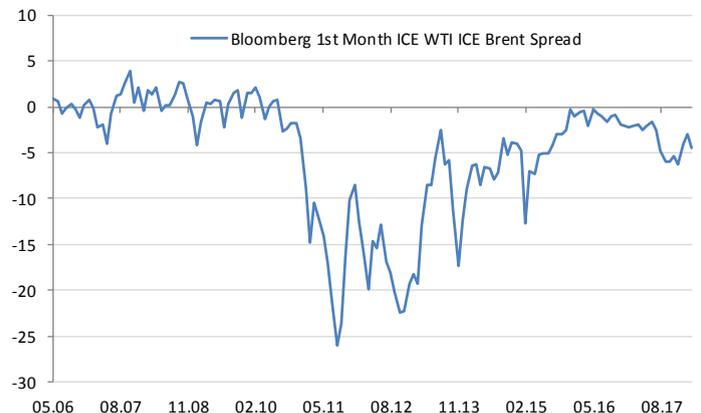
Corrélation élevée entre l'or et l'inflation



Inventaires de pétrole (États-Unis)



Écart de prix entre le pétrole WTI et Brent



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Hedge Funds

- La gestion alternative corrige au sein d'un environnement difficile au premier trimestre

La gestion alternative corrige au sein d'un environnement difficile au premier trimestre

Au cours de ce premier trimestre, les stratégies « gestion alternative » affichent des performances globalement négatives, à l'instar des corrections observées sur les différents marchés actions mondiaux. En effet, les actions « monde » reculent de -1.28% sur la période analysée.

En ce qui concerne les différents styles de gestion, c'est « l'event driven » qui enregistre le recul le plus marqué (-4.80%) alors que le style « equity hedge » parvient à s'établir dans les chiffres noirs au terme de ces trois premiers mois de l'année (+1.17%). Entre-deux, nous retrouvons les stratégies « macro/CTA » et « relative value arbitrage » à respectivement -2.03% et +0.99%.

Dans leur ensemble, les « hedge funds », représentés par l'indice HFRX Global (-1.02%), reculent légèrement moins que les actions « monde ».

Au niveau géographique, ce sont les régions « Amérique latine » (+2.44%) ainsi que « Asie ex-Japon » (+2.10%) qui tirent leur épingle du jeu avec des résultats trimestriels supérieurs à +2%.

L'indice Composite Private Equity perd -3.81%

Le private equity clôture ce premier trimestre en queue de peloton des principales classes d'actifs.

C'est aux États-Unis que les résultats déçoivent le plus (-5.11%), impactés notamment

Private Equity

- L'indice Composite Private Equity perd -3.81%

par l'appréciation de l'euro vis-à-vis du billet vert (+2.66%).

L'indice private equity européen affiche un résultat défavorable de -2.77%, soit légèrement inférieure à la performance des principales actions européennes (-3.71%).

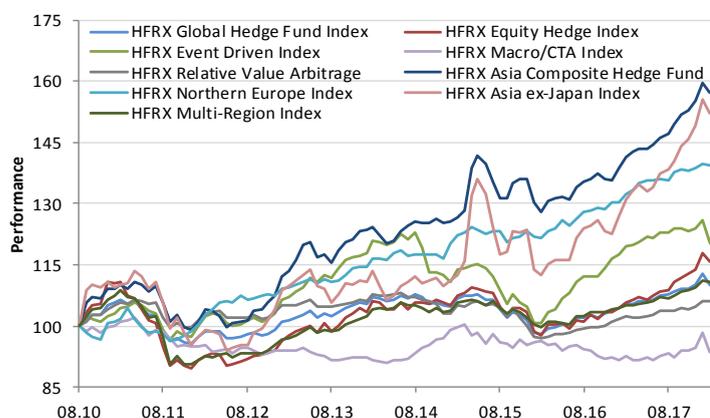
Au Royaume-Uni (-4.68%), le private equity prend également du retard en ce début d'année.

INDICES GESTION ALTERNATIVE (en USD)

		Total Return Performance						
		Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
GLOBAL	HFRX Global Hedge Fund Index	1262.6 USD		-0.3	-0.7	-1.0	0.3	-1.0
EQUITY HEDGE	HFRX Equity Hedge Index	1285.7 USD		0.5	-0.2	1.2	3.7	1.2
EVENT DRIVEN	HFRX Event Driven Index	1585.8 USD		-0.7	-2.3	-4.8	-5.0	-4.8
MACRO/CTA	HFRX Macro/CTA Index	1140.3 USD		-1.4	-0.1	-2.0	0.7	-2.0
RELATIVE VALUE ARBITRAGE	HFRX Relative Value Arbitrage	1196.5 USD		-0.1	-0.2	1.0	1.7	1.0
LATIN AMERICA*	HFRX Latin America Index	2284.5 USD		-	0.0	2.4	3.6	2.4
ASIA COMPOSITE*	HFRX Asia Composite Hedge Fund Index	2534.9 USD		-	0.0	1.2	5.2	1.2
NORTHERN EUROPE*	HFRX Northern Europe Index	2011.4 USD		-	0.0	0.5	1.1	0.5
ASIA EX-JAPAN*	HFRX Asia ex-Japan Index	2877.0 USD		-	0.0	2.1	8.4	2.1
MULTI-REGION	HFRX Multi-Region Index	1366.8 USD		-0.2	-0.5	0.1	2.1	0.1

* Subject to one-month lag

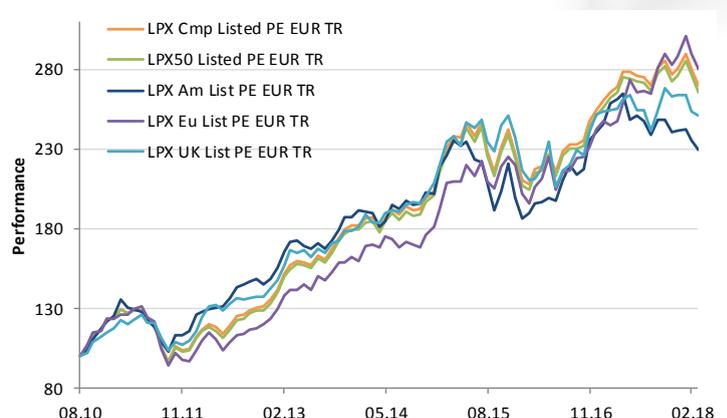
Indices gestion alternative



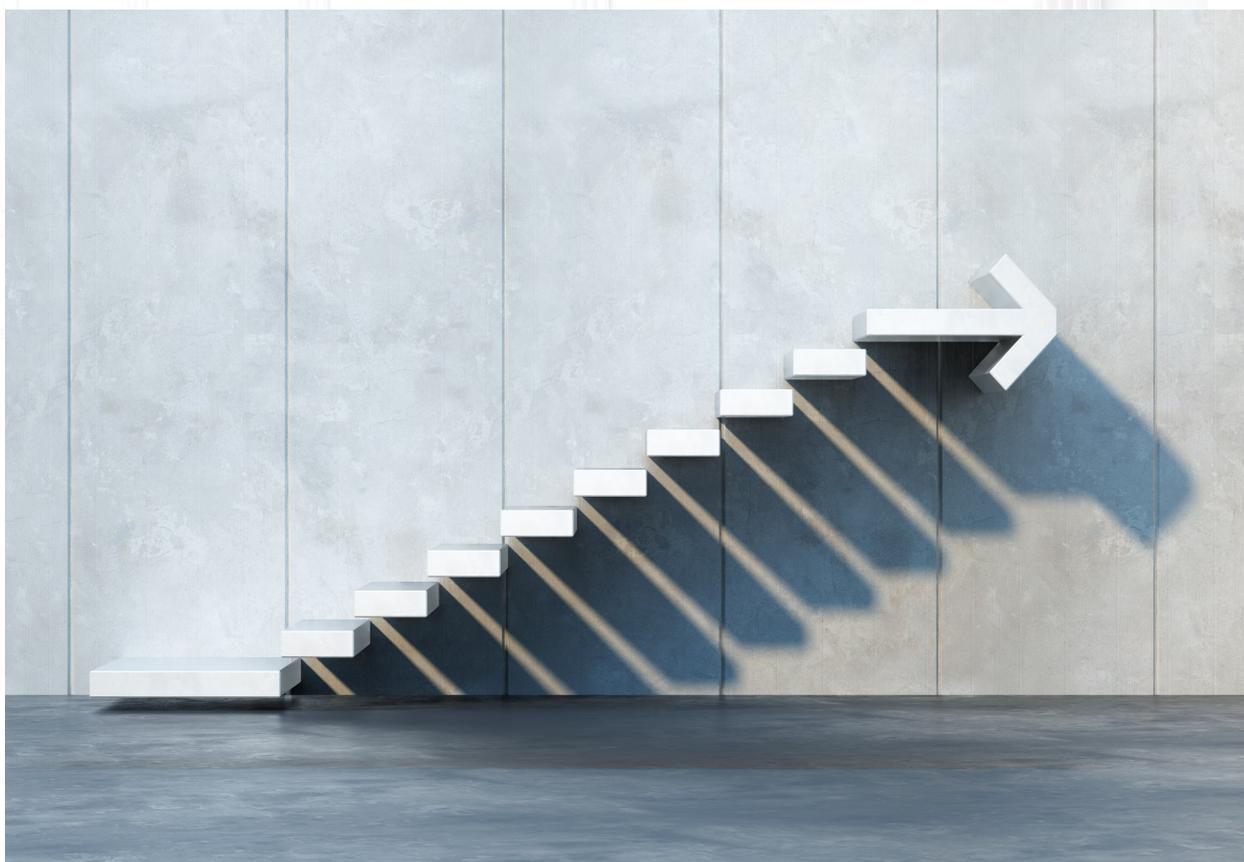
INDICES PRIVATE EQUITY (en EUR)

		Total Return Performance						
		Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
COMPOSITE	LPX Cmp Listed PE EUR TR	224.1 EUR		0.1	-2.7	-3.8	-4.5	-3.8
MAJOR COMPANIES	LPX50 Listed PE EUR TR	2100.6 EUR		0.1	-2.9	-4.0	-4.8	-4.0
USA	LPX Am List PE EUR TR	304.8 EUR		0.0	-2.4	-5.1	-8.5	-5.1
EUROPE	LPX Eu List PE EUR TR	894.1 EUR		0.2	-1.8	-2.8	-0.6	-2.8
UK	LPX UK List PE EUR TR	280.8 EUR		0.2	-0.1	-4.7	-1.7	-4.7

Indices private equity



STRATÉGIE GLOBALE ET ALLOCATION D'ACTIFS



STRATÉGIES GLOBALES | ALLOCATION D'ACTIFS

Portefeuille diversifié: risque moyen - CHF

- Toujours sous pondérer les obligations et réduire les maturités
- Les rendements immobiliers restent attrayants
- Nouvelles opportunités pour les marchés actions : surpondérer
- Perspectives positives pour les matières premières et les devises

ACTIFS	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)					
	3mois	1an	sous exposition			neutre surpondération		
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 devrait dépasser +4% en 2018. Les probabilités de voir l'inflation dépasser les objectifs des banques centrales augmentent. Ces perspectives suggèrent une poursuite 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 maintenons notre allocation réduite.

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. Nous maintenons une surpondération en privilégiant les marchés européens et asiatiques en considérant la capacité réelle de rebond de l'immobilier américain.

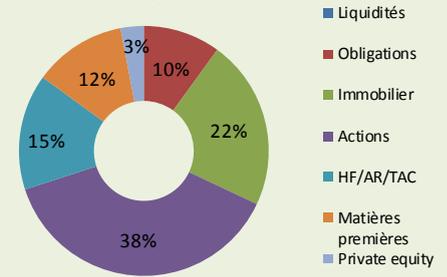
Actions

L'allocation réduite en actions, recommandée en début de trimestre, s'est avérée particulièrement appropriée dans le contexte de correction des marchés actions de ces dernières semaines. La chute des cours d'environ -10% de la majorité des indices boursiers a corrigé les valorisations que nous jugions excessives. Aux niveaux actuels, il nous semble désormais que les marchés actions offrent à nouveau des opportunités d'investissement raisonnables et attrayantes. Nous modifions en conséquence notre allocation d'actifs en remontant l'exposition des actions de sous-pondérée à surpondérée.

Matières premières

L'environnement économique international devrait encore constituer un facteur très favorable, soutenant les perspectives haussière pour les matières premières. Les fondamentaux spécifiques aux quatre

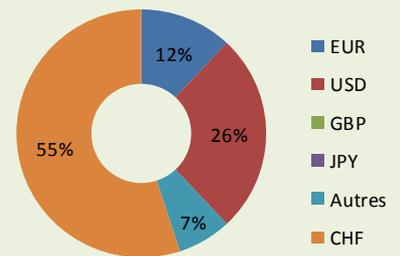
Allocation actifs - portefeuille CHF



Allocation tactique

- Surpondérer à nouveau les actions
- Surpondérer Immobilier, MP et Devises
- Sous-pondérer les obligations

Allocation devises - portefeuille CHF



segments (énergie, métaux précieux et industriels, produits agricoles) semblent alignés pour avoir un impact positif sur les cours. La progression des anticipations inflationnistes et un contexte de tensions progressives sur les taux d'intérêt aura également un impact positif en particulier sur l'or et l'argent. Les cours du brut profiteront de la hausse de la demande après une prochaine stabilisation. Les métaux industriels offrent une opportunité de repositionnement après la baisse liée aux risques de guerre commerciale. Finalement, les produits agricoles pourraient voir leurs cours bondir suite à des perspectives de récoltes moins favorables en 2018.

Devises

Le franc suisse restera encore faible, mais la hausse rapide de l'euro perdra de sa vigueur 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.

Performance des marchés - Q1 2018

		Q1 2018		YTD		Q1 2018		YTD	
		local	CHF	local	CHF	local	CHF	local	CHF
Devises									
USD/CHF		-2.1%	-2.1%						
EUR/CHF		0.4%	0.4%						
GBP/CHF		1.5%	1.5%						
JPY/CHF		3.8%	3.8%						
Taux d'intérêt à 3 mois									
CHF									
EUR									
USD									
JPY									
Marchés actions									
Monde	MSCI World USD	-1.3%	-3.3%	-1.3%	-3.3%				
Europe	DJ Stoxx 600	-4.2%	-3.7%	-4.2%	-3.7%				
France	Cac 40	-4.1%	-3.7%	-4.1%	-3.7%				
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	-4.1%	-3.7%	-4.1%	-3.7%				
	MSCI Europe S.C.	-3.0%	-2.5%	-3.0%	-2.5%				
Allemagne	Dax 30	-6.4%	-5.9%	-6.4%	-5.9%				
	Cac 40	-2.7%	-2.3%	-2.7%	-2.3%				
Royaume Uni	FTSE 100	-8.2%	-6.8%	-8.2%	-6.8%				
Suisse	SPI	-5.2%	-5.2%	-5.2%	-5.2%				
	SMI	-6.8%	-6.8%	-6.8%	-6.8%				
	MSCI Swiss S.C.	-2.1%	-4.2%	-2.1%	-4.2%				
Amérique Nord	SP500	-1.2%	-3.3%	-1.2%	-3.3%				
	Nasdaq	2.3%	0.2%	2.3%	0.2%				
	Tse 300	-5.2%	-9.6%	-5.2%	-9.6%				
	SP600 Small C.	0.2%	-1.9%	0.2%	-1.9%				
Japon	Nikkei 225	-5.8%	-2.1%	-5.8%	-2.1%				
Emerging	MSCI EMF USD	1.1%	-1.0%	1.1%	-1.0%				
Marchés obligataires									
Monde	Cit Gr Global GovtUSD	2.5%	0.4%	2.5%	0.4%				
Europe	Euro Ser-E Gov > 1	1.4%	1.9%	1.4%	1.9%				
Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	0.1%	1.6%	0.1%	1.6%				
Suisse	SBI Général AAA-BBB	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%				
	SBI Govt	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%				
USA	US Ser-E Gov > 1	-1.2%	-3.2%	-1.2%	-3.2%				
Japon	Japan Ser-E Gov > 1	0.4%	4.3%	0.4%	4.3%				
Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	-1.8%	-3.8%	-1.8%	-3.8%				
Divers									
	Indice LPP 25	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%				
	Indice LPP 40	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%				
	Indice LPP 60	-2.1%	-2.1%	-2.1%	-2.1%				
Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%				
Alternatif	Hedge Fund Research USD	-1.3%	-3.3%	-1.3%	-3.3%				
Matières prem.	GS Commodity USD	2.2%	0.1%	2.2%	0.1%				

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

STRATÉGIES GLOBALES | ALLOCATION D'ACTIFS

Portefeuille diversifié: risque moyen - EUR

- La zone euro est à l'aube d'une nette hausse des taux
- L'immobilier s'impose un peu plus comme l'alternative privilégiée
- Retour en mode surpondéré sur les marchés actions
- Perspectives positives pour les matières premières et les devises

ACTIFS	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille EUR)						
	3mois	1an	sous exposition	neutre	surpondération				
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 devrait dépasser +4% en 2018. Les probabilités de voir l'inflation dépasser les objectifs des banques centrales augmentent. Ces perspectives suggèrent une poursuite 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. Attention au marché obligataire en euro qui ne sera bientôt plus soutenu par l'action de la BCE. Les marchés émergents et le high yield sont moins attractifs. Les risques obligataires sont plus présents ; nous maintenons notre allocation réduite.

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. Nous maintenons une surpondération en privilégiant les marchés européens et asiatiques en considérant la capacité réelle de rebond de l'immobilier américain.

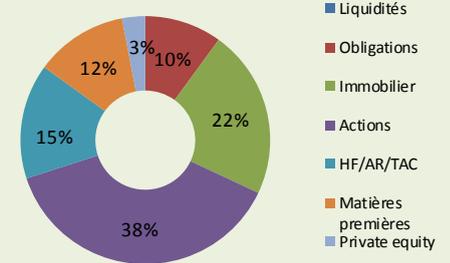
Actions

L'allocation réduite en actions, recommandée en début de trimestre, s'est avérée particulièrement appropriée dans le contexte de correction des marchés actions de ces dernières semaines. La chute des cours d'environ -10% de la majorité des indices boursiers a corrigé les valorisations que nous jugions excessives. Aux niveaux actuels, il nous semble désormais que les marchés actions offrent à nouveau des opportunités d'investissement raisonnables et attractives. Nous modifions en conséquence notre allocation d'actifs en remontant l'exposition des actions de sous-pondérée à surpondérée.

Matières premières

L'environnement économique international devrait encore constituer un facteur très favorable, soutenant les perspectives haussières pour les matières premières. Les fondamentaux spécifiques aux quatre

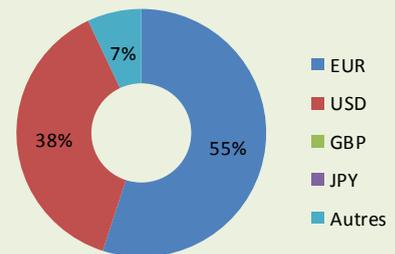
Allocation actifs - portefeuille euro



Allocation tactique

- Surpondérer à nouveau les actions
- Surpondérer l'immobilier, les MP et le dollar
- Sous-pondérer les obligations

Allocation devises - portefeuille euro



segments (énergie, métaux précieux et industriels, produits agricoles) semblent alignés pour avoir un impact positif sur les cours. La progression des anticipations inflationnistes et un contexte de tensions progressives sur les taux d'intérêt aura également un impact positif en particulier sur l'or et l'argent. Les cours du brut profiteront de la hausse de la demande après une prochaine stabilisation. Les métaux industriels offrent une opportunité de repositionnement après la baisse liée au risque de guerre commerciale. Finalement, les produits agricoles pourraient voir leurs cours bondir suite à des perspectives de récoltes moins favorables en 2018.

Devises

L'euro s'est très largement apprécié contre la plupart des devises. Nous estimons cependant que l'amélioration des fondamentaux est déjà bien intégrée dans les taux de changes actuels. Une stabilisation devrait intervenir, notamment contre le dollar US et les devises liées aux matières premières.

Performance des marchés - Q1 2018

		Q1 2018		YTD				Q1 2018		YTD	
		local	EUR	local	EUR			local	EUR	local	EUR
Devises											
USD/EUR		-2.6%		-2.6%							
CHF/EUR		-0.5%		-0.5%							
GBP/EUR		1.0%		1.0%							
JPY/EUR		3.3%		3.3%							
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau)											
CHF				-0.74%							
EUR				-0.37%							
USD				2.31%							
JPY				-0.03%							
Marchés actions											
Monde	MSCI World USD	-1.3%	-3.8%	-1.3%	-3.8%						
Europe	DJ Stoxx 600	-4.2%	-4.2%	-4.2%	-4.2%						
Eurozone	DJ Eurostxx 50	-4.1%	-4.1%	-4.1%	-4.1%						
	MSCI Europe S.C.	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%						
Allemagne	Dax 30	-6.4%	-6.4%	-6.4%	-6.4%						
France	Cac 40	-2.7%	-2.7%	-2.7%	-2.7%						
Royaume Uni	FTSE 100	-8.2%	-7.3%	-8.2%	-7.3%						
Suisse	SPI	-5.2%	-5.7%	-5.2%	-5.7%						
	SMI	-6.8%	-7.3%	-6.8%	-7.3%						
	MSCI Swiss S.C.	-2.1%	-4.7%	-2.1%	-4.7%						
Amérique Nord	S&P500	-1.2%	-3.8%	-1.2%	-3.8%						
	Nasdaq	2.3%	-0.3%	2.3%	-0.3%						
	Tse 300	-5.2%	-10.0%	-5.2%	-10.0%						
	S&P500 Small C.	0.2%	-2.4%	0.2%	-2.4%						
Japon	Nikkei 225	-5.8%	-2.7%	-5.8%	-2.7%						
Emerging	MSCI EMF USD	1.1%	-1.5%	1.1%	-1.5%						
Marchés obligataires											
Monde	C&I Gr Global Govt USD	2.5%	2.0%	2.5%	2.0%						
Europe	Euro Ser-E Gov > 1	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%						
Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	0.1%	1.1%	0.1%	1.1%						
Suisse	SBI Général AAA-BBB	-0.7%	-1.2%	-0.7%	-1.2%						
	SBI Govt	-1.6%	-2.1%	-1.6%	-2.1%						
USA	US Ser-E Gov > 1	-1.2%	-3.7%	-1.2%	-3.7%						
Japon	Japan Ser-E Gov > 1	0.4%	3.7%	0.4%	3.7%						
Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	-1.8%	-4.3%	-1.8%	-4.3%						
Divers											
	Indice LPP 25	-1.2%	-1.7%	-1.2%	-1.7%						
	Indice LPP 40	-1.6%	-2.1%	-1.6%	-2.1%						
	Indice LPP 60	-2.1%	-2.6%	-2.1%	-2.6%						
Immobilier CH	DB RB Swiss Real EstFd	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-2.0%						
Allemaif	Hedge Fund Research USD	-1.3%	-3.8%	-1.3%	-3.8%						
Matières prem.	GS Commodity USD	2.2%	-0.5%	2.2%	-0.5%						

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

STRATÉGIES GLOBALES | 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
- Retour d'une allocation surpondérée en actions
- Perspectives positives pour les matières premières et le dollar

ACTIFS	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille USD)							
	3mois	1an	sous exposition			neutre surpondération				
	→	→	---	--	-	=	+	++	++	
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 devrait dépasser +4% en 2018. Les probabilités de voir l'inflation dépasser les objectifs des banques centrales augmentent. Ces perspectives suggèrent une poursuite 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 avec comme corolaire de nouvelles tensions limitées sur les taux longs. Attention au marché obligataire en euro qui ne sera bientôt plus soutenu par l'action de la BCE. Les marchés émergents et le high yield sont moins attractifs. Les risques obligataires sont plus présents ; nous maintenons notre allocation réduite.

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. Nous maintenons une surpondération en privilégiant les marchés européens et asiatiques tout en considérant un renforcement de l'immobilier américain après la chute des dernières semaines.

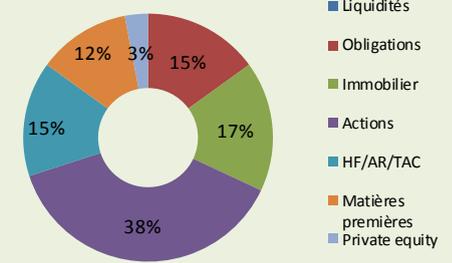
Actions

L'allocation réduite en actions, recommandée en début de trimestre, s'est avérée particulièrement appropriée dans le contexte de correction des marchés actions de ces dernières semaines. La chute des cours d'environ -10% de la majorité des indices boursiers a corrigé les valorisations que nous jugions excessives. Aux niveaux actuels, il nous semble désormais que les marchés actions offrent à nouveau des opportunités d'investissement raisonnables et attractives. Nous modifions en conséquence notre allocation d'actifs en remontant l'exposition des actions de sous-pondérée à surpondérée.

Matières premières

L'environnement économique international devrait encore constituer un facteur très favorable, soutenant les perspectives haussière pour les matières premières. Les fondamentaux spécifiques aux quatre

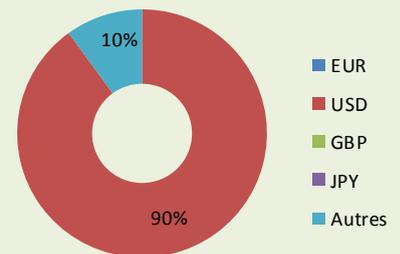
Allocation actifs - portefeuille USD



Allocation tactique

- Surpondérer à nouveau les actions
- Privilégier l'immobilier et les MP
- Recentrer les positions sur les actifs en dollars

Allocation devises - portefeuille USD



segments (énergie, métaux précieux et industriels, produits agricoles) semblent alignés pour avoir un impact positif sur les cours. La progression des anticipations inflationnistes et un contexte de tensions progressives sur les taux d'intérêt aura également un impact positif en particulier sur l'or et l'argent. Les cours du brut profiteront de la hausse de la demande après une prochaine stabilisation. Les métaux industriels offrent une opportunité de repositionnement après la baisse liée aux risques de guerre commerciale. Finalement, les produits agricoles pourraient voir leurs cours bondir suite à des perspectives de récoltes moins favorables en 2018.

Devises

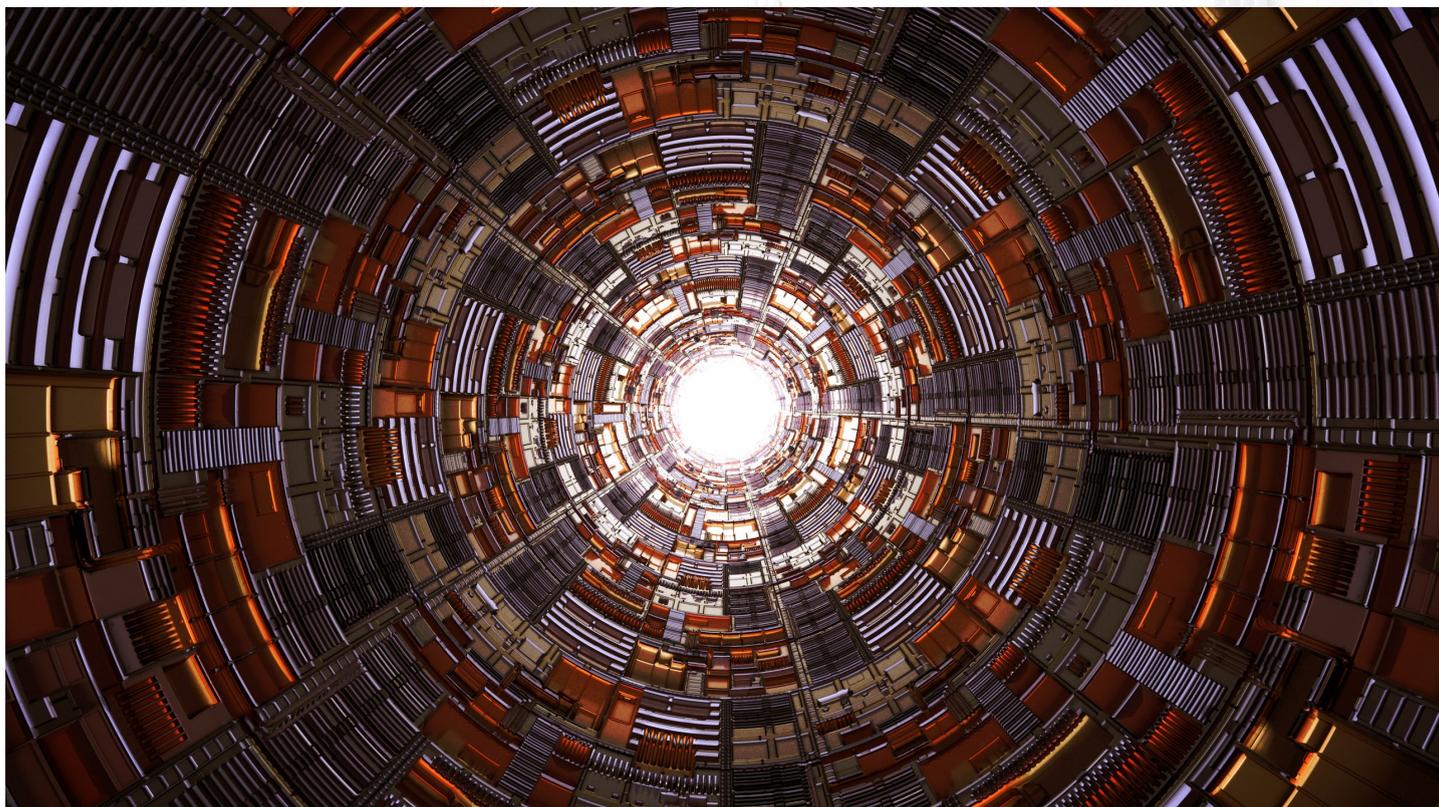
Le dollar s'est affaibli depuis quelques mois, mais les différentiels de croissance de PIB et de taux d'intérêt surtout devraient à nouveau jouer en sa faveur. Nous estimons que le dollar pourrait s'imposer en 2018 comme la principale monnaie recherchée. Une diversification en dehors du dollar devrait privilégier les devises liées aux matières premières.

Performance des marchés - Q1 2018

	Q1 2018		YTD			Q1 2018		YTD	
	local	USD	local	USD		local	USD	local	USD
Devises									
CHF/USD	2.2%	2.2%							
EUR/USD	2.7%	2.7%							
GBP/USD	3.7%	3.7%							
JPY/USD	6.0%	6.0%							
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau)									
CHF									
EUR									
USD									
JPY									
Marchés actions									
Monde	MSCI World USD	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.3%				
Europe	DJ Stoxx 600	-4.2%	-1.6%	-4.2%	-1.6%				
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	-4.1%	-1.5%	-4.1%	-1.5%				
	MSCI Europe S.C.	-3.0%	-0.4%	-3.0%	-0.4%				
Allemagne	Dax 30	-6.4%	-3.9%	-6.4%	-3.9%				
France	Cac 40	-2.7%	-0.1%	-2.7%	-0.1%				
Royaume Uni	FTSE 100	-8.2%	-4.8%	-8.2%	-4.8%				
Suisse	SPI	-5.2%	-3.1%	-5.2%	-3.1%				
	SMI	-6.8%	-4.8%	-6.8%	-4.8%				
	MSCI Swiss S.C.	-2.1%	-2.1%	-2.1%	-2.1%				
Amérique Nord	SP500	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%				
	Nasdaq	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%				
	Tse 300	-5.2%	-7.6%	-5.2%	-7.6%				
	SP600 Small C.	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%				
Japon	Nikkei 225	-5.8%	-0.1%	-5.8%	-0.1%				
Emerging	MSCI EMF USD	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%				
Marchés obligataires									
Monde	Cit Gr Global GovtUSD	2.5%	4.7%	2.5%	4.7%				
Europe	Euro Ser-E Gov > 1	1.4%	4.1%	1.4%	4.1%				
Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	0.1%	3.8%	0.1%	3.8%				
Suisse	SBI Général AAA-BBB	-0.7%	1.5%	-0.7%	1.5%				
	SBI Govt	-1.6%	0.6%	-1.6%	0.6%				
USA	US Ser-E Gov > 1	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%				
Japon	Japan Ser-E Gov > 1	0.4%	6.5%	0.4%	6.5%				
Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	-1.8%	-1.8%	-1.8%	-1.8%				
Divers									
	Indice LPP 25	-1.2%	1.0%	-1.2%	1.0%				
	Indice LPP 40	-1.6%	0.6%	-1.6%	0.6%				
	Indice LPP 60	-2.1%	0.0%	-2.1%	0.0%				
Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	-1.5%	-1.5%	-1.5%	0.6%				
Alternatif	Hedge Fund Research USD	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.3%				
Matières prem.	GS Commodity USD	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%				

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

THÈME D'INVESTISSEMENT



THÈME D'INVESTISSEMENT:

La chute temporaire des métaux industriels est une opportunité

- Les risques de guerre commerciale provoquent des prises de profits généralisées
- Aluminium, un marché équilibré
- Zinc, baisse de l'offre et des inventaires
- Cuivre, offre limitée et demande croissante
- Nickel, toujours en déficit

Les métaux industriels fléchissent avant une prochaine reprise

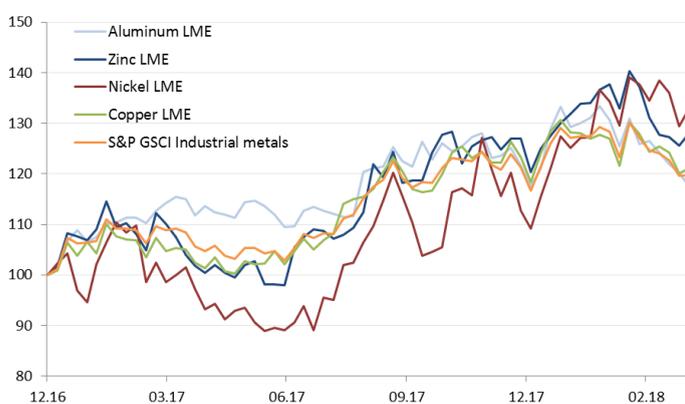
Nous attendons une perte de « momentum » pour les métaux industriels, après la hausse de +29% en 2017 consécutive à la progression de +15.5% déjà enregistrée en 2016, malgré un environnement macroéconomique solide favorable à ce segment en 2018. Le trimestre a effectivement été plutôt difficile pour certains métaux industriels et pour l'indice global (S&PGS métaux industriels), lequel a enregistré une correction d'environ -7% essentiellement au cours des six dernières semaines.

L'évolution des cours des métaux industriels est pourtant coïncidente avec la vigueur de l'économie mondiale, mais les incertitudes des dernières semaines provoquées par les risques de « guerre commerciale » entre les Etats-Unis et la Chine ont poussé les cours des métaux de base à la baisse.

L'introduction de taxes d'importation de 25% aux Etats-Unis sur l'aluminium et l'acier chinois a été l'élément déclencheur d'un changement de perspectives et de prises de profits. Les cours de l'aluminium, du cuivre et du zinc ont plongé entre -8% et -12% sur les dernières semaines du trimestre, effaçant la forte progression du mois de décembre. Seul le nickel tirait encore son épingle du jeu, avec une hausse trimestrielle de +4.3% dans cet environnement négatif.

Les tensions se poursuivent sur la question des tarifs douaniers au début du 2ème trimestre. Donald Trump veut réduire le déficit commercial de 375 à 100 milliards en imposant une taxe de 25% sur 1'300 produits chinois. La liste des produits est large et représente environ 50 milliards d'importations. Il est probable que la Chine réplique désormais plus vigoureusement et fasse appel à l'Organisation mondiale du commerce pour remettre au pas les Etats-Unis.

Indice S&P GS Industrial metals, aluminium, cuivre, nickel & zinc



L'attaque des Etats-Unis pourrait bien être tout à fait improductive, car la hausse des tarifs douaniers sur les importations chinoises affectera exclusivement les producteurs, puis les consommateurs américains, en renchérissant les produits américains.

Les risques de « guerre commerciale » nous semblent donc clairement surestimés, dans un tel contexte finalement tout à fait contre-productif pour les Etats-Unis. Mais il n'est pas exclu qu'ils provoquent encore, à court terme, quelques effets négatifs sur les anticipations de la demande future de métaux industriels et leurs cours. En 2018, les taux de croissance des économies chinoise et indienne seront des facteurs de soutien importants pour la demande globale de métaux industriels. La question de la sécurisation de l'approvisionnement de matières premières restera encore cruciale pour la Chine qui poursuivra ses efforts de contrôle sur ses sources, tout en renforçant son pouvoir d'influence.

Nous estimons que les incertitudes à court terme seront progressivement effacées par les nouvelles économiques positives qui soutiendront alors une reprise des cours des métaux.

Aluminium : marché en équilibre

Le marché global de l'aluminium devrait croître à un rythme annuel de plus de +5%, au cours des 5 prochaines années, en raison de la progression de la demande des secteurs automobile, transports et construction. La demande chinoise restera l'un des facteurs importants soutenant la hausse des besoins d'aluminium, mais l'Europe, deuxième source de demande sur le plan international, ne sera pas en reste. L'Allemagne représente, à elle seule, près d'un tiers de la consommation européenne et restera aussi un acteur essentiel de ce marché, tandis que le marché américain devrait montrer une dynamique inférieure. La Chine représente près de 60% de la production mondiale et s'est engagée à entreprendre des réformes importantes qui auront des effets très significatifs, à notre avis, sur l'équilibre du marché. L'évolution des prix de l'aluminium dépendra donc des efforts de réduction de la production, notamment par la fermeture des zones de production non rentables et des effets induits sur les stocks excédentaires. La Chine a décidé une réduction temporaire de 30% de sa production, dans l'objectif de réduire la pollution de l'air dans une trentaine de villes ainsi qu'une réduction permanente de 4 millions de MT de capacité annuelle de production, un facteur encore plus déterminant de support durable des prix. Les effets des réformes chinoises apparaîtront plus clairement au second semestre 2018 comme un facteur clé de soutien du marché de l'aluminium, ce qui pourrait par conséquent complètement renverser les perspectives actuelles des investisseurs.

Pour l'instant, la perception d'une offre excédentaire pèse encore sur les cours de l'aluminium, mais la forte contre-performance du métal observée en début d'année est certainement due davantage aux annonces du président Trump de taxer les importations chinoises qu'à la perception d'une surcapacité durable.

Les risques d'une guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine, en particulier, ont inquiété les investisseurs et pesé sur les cours des métaux industriels, depuis quelques semaines. Tout d'abord focalisés sur la question de l'aluminium et de l'acier, ils s'étaient progressivement portés sur d'autres métaux industriels. Nous considérons que cette réaction est excessive et affecte temporairement, et de manière inconsidérée, les métaux industriels. La part de la production d'aluminium des Etats-Unis dans le marché mondial a chuté de 17% à 2% au cours des dernières années. Elle est donc devenue tout à fait marginale et peu compétitive sur le plan international. L'imposition de nouvelles taxes ne permettra pas aux Etats-Unis de reconquérir des parts de marchés, mais au mieux de protéger les derniers producteurs actifs dans le pays. Nous estimons que cette décision aura donc surtout un effet indirect, en augmentant les coûts de production pour les secteurs automobiles et construction américains, en raison de la constitution d'une prime indirectement accordée à la production américaine. Au niveau actuel des cours mondiaux, ces facteurs nous semblent désormais plutôt largement anticipés. La demande chinoise va, en réalité, rester forte en 2018, en particulier dans les secteurs liés aux infrastructures et au développement du réseau électrique.

Le marché de l'aluminium mondial devrait donc être en équilibre et les perspectives pour les cours du métal industriel nous semblent, de ce fait, à nouveau positives pour le second semestre. Nous estimons que les prix ont de bonnes chances de retrouver le niveau de 2'300\$/MT avant la fin de l'année.

Aluminium : Performances & Inventaires



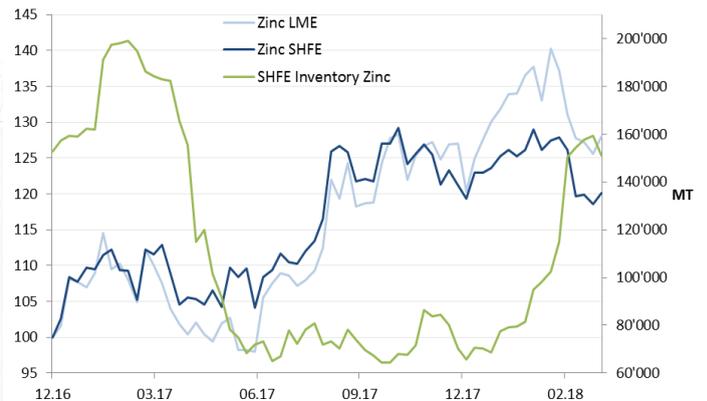
Zinc : baisse de l'offre et des inventaires

Le zinc était le meilleur performeur du LME, avec une hausse supérieure à +60% en 2016. Il profitait encore en 2017 d'une tendance haussière qui lui a permis de dépasser son plus haut niveau des dix dernières années, alors que les inquiétudes concernant la baisse des capacités de production, face à une demande chinoise très soutenue, restaient élevées. La diminution des stocks et la fermeture de mines ont été des facteurs positifs pour l'évolution des cours en 2017. En 2018, après un nouveau sommet atteint en janvier à 3'600\$, il a corrigé de -15%, comme d'autres matières premières, lorsque les risques de guerre commerciale ont émergé, avant de se stabiliser au-dessus de 3'200\$. La production de zinc devrait encore légèrement diminuer de -2% en 2018, à environ 13 millions de tonnes, avant de rebondir de +3% à +4% en 2019 à environ 14 millions de tonnes, grâce à la mise en production de nouvelles mines. Malgré la hausse attendue de la production mondiale, les stocks devraient néanmoins subir des contractions en 2018 avant de pouvoir se stabiliser. Nous n'attendons pas de baisse de la demande chinoise, toujours importante dans l'évolution des prix, en dépit de la hausse des cours. Le marché restera en déficit en 2018, malgré une diminution probable de l'excédent de la demande de 750'000 tonnes à 200'000 tonnes sur un horizon de douze mois. A plus court terme, l'intensité réelle du ralentissement de la production chinoise pendant l'hiver aura un impact sensible sur le marché.

Nous estimons que les réductions de production auront un effet positif sur les cours dans les prochains trimestres.

Les cours du zinc pourraient atteindre 3'600\$/MT cette année, dans un contexte de diminution continue des inventaires, à condition que Glencore ne réactive pas la capacité de production de 500'000 MT écartée du marché.

Zinc : Performances & Inventaires



Nickel : marché en net déficit

Le marché du Nickel sera également influencé par la demande chinoise, d'une part et l'évolution de la situation de l'offre en Indonésie d'autre part. En 2018, le pays sera certainement responsable de près de 25% de la production mondiale, dont une partie toujours croissante sera désormais usinée sur place conformément à la stratégie développée visant à exporter moins de minerais bruts et plus de minerais transformés. L'Indonésie sera à l'avenir toujours plus en mesure de concurrencer les zones de transformation dans les pays développés. Les efforts entrepris par l'Indonésie et les stratégies mises en œuvre pour améliorer la valeur ajoutée du minerai exporté seront au centre des préoccupations en 2018, pour estimer les véritables enjeux et les risques de déséquilibre du marché. En ce qui concerne l'offre mondiale, si l'on anticipe encore une hausse de la production en 2018, celle-ci sera presque exclusivement réalisée par deux pays : l'Indonésie (+50%) et les Philippines (+10%), dont l'offre augmentera significativement. Ailleurs, on observera plutôt des réductions de capacités de production et des pressions de fermeture de zones d'exploitation, notamment de mines à ciel ouvert. Le marché du nickel est pour l'instant en déficit, mais cette hausse de l'offre aura un impact sur l'équilibre futur du marché, qui pourrait finalement être supérieure à l'évolution de la demande pour le développement du marché des batteries électriques.

Cela dit, entre temps, il semble toujours plus probable d'assister à une poursuite de la diminution des stocks qui devrait être favorable à la hausse des cours. La tendance lourde du développement du marché des véhicules électriques soutient, en effet, les perspectives haussières de la demande de nickel. Selon l'INSG (International Nickel Study Group), les besoins actuels de cette industrie en plein boom ne représentent aujourd'hui que 3% de la demande de nickel en 2017. La demande pour les besoins de l'industrie de production d'acier inoxydable domine encore largement le marché et représente près de 70% des besoins mondiaux de nickel. L'expansion de la demande pour la production de batteries lithium-ion nécessitera une forte hausse des besoins de nickel. On estime à 600'000 tonnes par an la demande future de nickel associée à ce marché pour les 5 prochaines années. Cela correspondrait alors à 25% de la production actuelle d'environ 2 millions de tonnes. Or, seulement 50% de cette production mondiale est, en fait, d'une qualité suffisante pour le marché des batteries. On devrait donc surtout observer une très forte progression de la demande pour ce segment précis de nickel de 1ère qualité, qui pourrait atteindre 3 millions de tonnes en 2030.

Le processus de substitution des métaux rares vers le nickel est en marche et produira des effets positifs durables sur les prix. La hausse des cours est, par conséquent, un phénomène nécessaire pour permettre, à terme, la mise en exploitation de nouvelles mines indispensables au développement du marché en pleine expansion.

Nous estimons que les cours du nickel vont encore nettement progresser en 2018. A plus long terme, une hausse des prix à 20'000\$ /MT est possible.

Nickel : Performances & Inventaires



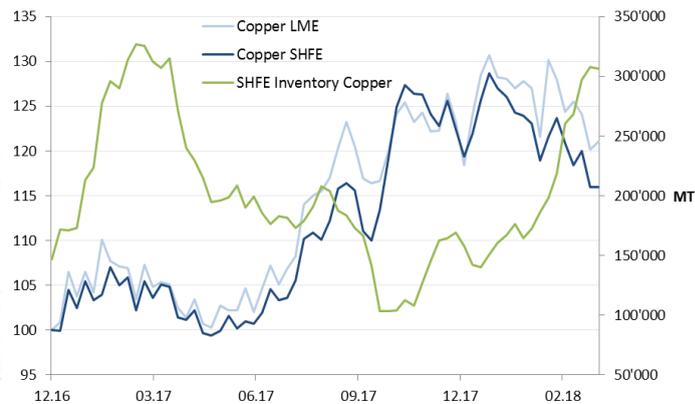
Cuivre : offre limitée et demande croissante

Les stocks de cuivre ont récemment bondi à des niveaux records en Asie, en Europe et aux Etats-Unis. Pendant cette période de faible demande mondiale, les inventaires au LME (London Metal Exchange) ont atteint un plus haut depuis quatre ans. Mais attention, il ne faut pas tirer trop rapidement la conclusion que cette envolée des stocks au Comex (New York Commodity Exchange) et à la Shanghai Future Exchange est un signal de déséquilibre majeur et durable du marché. S'il est vrai que la demande est temporairement faible, elle devrait repartir dans les prochains mois. Ce n'est pas inhabituel de voir ce phénomène pendant cette période de l'année, mais c'est l'ampleur de la hausse des derniers mois qui peut être inquiétante. La longue période de célébration du nouvel an chinois cette année peut avoir contribué à cet engorgement des inventaires. Mais ils devraient diminuer avec la relance de l'activité industrielle au deuxième trimestre. La situation de "contango" est une des plus importantes, avec un discount des cours spot de près de 50 dollars sur les futures à trois mois. Cette situation devrait se renverser progressivement avec la reprise de la demande, notamment en Asie. Les prix du Comex et LME pourraient toutefois rester en retrait des cours à Shanghai, représentant les prix du cuivre stocké plus proche de la demande chinoise et prêt à être livré en Chine, en cas de reprise de la demande. Aux Etats-Unis, plus de la moitié des stocks du Comex sont déposés à Salt Lake City et sont donc moins disponibles, en raison des coûts de transports importants pour acheminer les stocks près des zones de consommation.

La demande chinoise constituera encore un facteur essentiel de la perception des investisseurs en 2018. La vigueur de la demande pour les véhicules électriques dans les prochaines années soutiendra la demande de cuivre ; en effet, les véhicules électriques utilisent en moyenne trois fois plus de cuivre que les véhicules traditionnels. La hausse des cours du cuivre en 2017 a donc été suivie d'une période de consolidation en début 2018. Cependant, nous estimons que cette correction récente offre une nouvelle opportunité d'investissement pour participer à l'évolution positive attendue des cours du cuivre, dans un contexte de relance de la consommation et de la demande chinoise en particulier.

Les fondamentaux à moyen terme sont favorables à une poursuite du déséquilibre entre une offre limitée et une demande croissante. Nous estimons donc que les cours du cuivre pourraient atteindre 8'000\$ /MT.

Cuivre : Performances & Inventaires



Conclusion

La chute temporaire des métaux industriels est une nouvelle opportunité d'investissement en 2018.

Nous estimons que les incertitudes à court terme seront progressivement effacées par les nouvelles économiques positives qui soutiendront alors une reprise des cours des métaux de base.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group









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.



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

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

JETA VIATION
A GENERAL DYNAMICS COMPANY



MONTRES PRESTIGE

GENEVA



A UNIQUE PLACE
FOR UNIQUE WATCHES

LAURENT FERRIER
GENEVE

AUDEMARS PIGUET
Le Brassus


RESSENCE
BEYOND HANDS

A. Favre & fils

RICHARD MILLE


JACOB & CO


AKRIVIA
GENÈVE


SHAMBALLA JEWELS

HYT