



Stratégie d'investissement

Juillet 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

64-66 Hedge funds : Quel avenir en 2018 après 10 ans de déroute ?

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Relance conjoncturelle au 2ème trimestre et perspectives toujours favorables pour 2018
- Politiques monétaires prévisibles et sans risque majeur pour les marchés financiers
- Valorisations à nouveau raisonnables des marchés actions
- Environnement positif pour la plupart des classes d'actifs
- L'intensification des menaces de guerre commerciale est le principal risque objectif

Après un premier trimestre marqué par la concrétisation de nos anticipations d'un retour de la volatilité, le deuxième trimestre aura d'abord bénéficié du repositionnement des investisseurs profitant de niveaux de valorisation à nouveau attrayants. Cette hausse n'aura été que de courte durée, en raison du rapide retour d'incertitudes politiques. La crise politique en Italie et les déclarations provocatrices du président Trump à l'égard de ses partenaires commerciaux ont, en effet, rapidement pris le dessus sur les facteurs fondamentaux qui pointaient fréquemment sur une reprise de l'activité et des résultats des entreprises. Les déclarations de Donald Trump en matière de politique douanière ont donc largement alimenté les incertitudes et accru la perception des risques d'un élargissement de la guerre commerciale à l'ensemble des partenaires économiques des Etats-Unis. Le président américain semble bien vouloir s'attaquer désormais à tous les partenaires commerciaux des Etats-Unis, sans épargner ses plus proches alliés comme le Canada et l'Europe. Convaincu de gagner facilement une guerre commerciale, il semble être le dernier à se soucier des conséquences de sa politique ; peu importe également que le droit américain n'autorise une telle action que dans le cas précis d'une atteinte à la sécurité nationale. Le principe du « check and balance » du pouvoir entre le Président, le Sénat et le Congrès n'a pas semblé pouvoir s'exercer de manière optimale au cours de ce trimestre. Le président américain est donc prêt à faire prendre aux Etats-Unis un virage protectionniste majeur sans hésitation et sans en évaluer les conséquences possibles pour leur propre économie. L'introduction de nouvelles barrières douanières ne se fera pourtant pas sans réactions et provoquera certainement une escalade de contre-mesures pouvant aussi porter atteinte aux objectifs de croissance des Etats-Unis. Si initialement la guerre commerciale concernait des taxes portant sur 50 milliards de produits importés de Chine, les menaces d'introduction de nouveaux tarifs douaniers se sont depuis élargies et portent désormais sur plusieurs centaines de milliards de dollars. De quoi inquiéter les investisseurs et remettre en question les perspectives de croissance économiques solides pour 2018 aux Etats-Unis, mais également pour l'économie mondiale, si ces menaces se réalisent. Les craintes d'un déclenchement d'une guerre commerciale ont à nouveau alimenté le processus de réduction des risques et de prise de profits en deuxième partie du trimestre. Les marchés des actions ont ainsi subi deux phases de faiblesse: la première ayant été provoquée par les craintes de hausse de taux et la seconde par les risques d'une guerre commerciale. Sur le plan macroéconomique pourtant, 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 pour le reste de l'année. 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 taux de croissance proches de +3%. Le PIB américain pourrait même dépasser +3.5% au 2ème trimestre, tandis que les marchés émergents devraient contribuer au renforcement du cycle conjoncturel mondial. En ce qui concerne l'évolution des taux directeurs, le dernier message de la Réserve fédérale américaine était clair: la politique monétaire ne fera pas dérailler une économie en pleine expansion. La hausse des taux

directeurs s'est donc poursuivie en juin aux Etats-Unis et devrait encore se normaliser sans surprises. En zone euro, le président de la BCE a confirmé qu'aucune hausse de taux n'interviendrait avant l'été 2019, confirmant ainsi que la normalisation sera lente. Dans cet environnement, le marché actions américain a réalisé un excellent parcours boursier (+6.69%) au cours du trimestre, lui permettant d'effacer largement la chute de -2.9% des trois premiers mois. En zone euro, les risques d'une hausse des tarifs douaniers touchant les véhicules européens ont provoqué de nouvelles incertitudes qui ont été renforcées par le développement de la crise politique en Italie. Le climat boursier s'est donc sensiblement dégradé provoquant des prises de profits sur les valeurs européennes, qui avaient particulièrement bien rebondi (+10%) mais qui terminaient le trimestre en légère baisse de -0.5%. En Suisse, les titres du SMI ont d'abord bénéficié d'un rebond similaire (+8%), avant de céder les gains acquis, dans un contexte de hausse du franc suisse de +5%. En ce qui concerne les marchés obligataires, nous estimons toujours que le marché américain offre de meilleures opportunités, avec un rendement de 3% à dix ans, que le marché européen, dont les risques de moins-values s'accroissent à mesure que l'on approche de la fin du QE européen. Les matières premières (+11.94%) ont encore bénéficié d'un environnement économique favorable, qui devrait encore soutenir le cycle boursier actuel. Quant à l'immobilier international, la hausse de +9.74% sur le trimestre témoigne toujours de son intérêt dans le processus de diversification, en dehors des placements obligataires à faible rémunération. Sur le front des devises, Le dollar « trade weighted » a regagné tout le terrain perdu entre novembre 2017 et février 2018. Nos perspectives positives se concrétisent avec un taux de change contre franc suisse à nouveau proche de la parité. En ce qui concerne l'euro, l'amélioration de la conjoncture européenne et la perspective d'une interruption des injections de liquidités de la BCE en 2018 ont récemment soutenu la hausse de la monnaie unique. Un élargissement du différentiel de taux d'intérêt soutiendra une nouvelle appréciation de l'euro au-delà de 1.20. La faiblesse des dernières semaines (-4.5%) constitue une nouvelle opportunité de repositionnement. Aux niveaux actuels, la valorisation des marchés financiers ne nous semblent plus être un facteur essentiel de risque, pas plus que ne l'est l'évolution des politiques monétaires, des taux d'intérêt ou de l'inflation. Le risque est à nouveau politique et dépend malheureusement d'un président américain imprévisible mais prêt à tous les coups de poker pour arriver à ses fins.



Alain Freymond
Associé
CIO BGGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- La croissance du PIB mondial sera solide en 2018
- Les normalisations de politiques monétaires seront mesurées
- Les risques de « guerre commerciale » constituent la principale menace
- Poursuite de l'affaiblissement du franc suisse
- Opportunités d'investissement dans les marchés actions, immobiliers et matières premières

La croissance du PIB mondial sera solide en 2018

Le premier trimestre s'est avéré un peu plus faible qu'attendu dans plusieurs économies, mais nous estimons que les prochains trimestres seront plus performants, en particulier aux Etats-Unis et en zone euro. 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. L'économie américaine est en pleine expansion et pourrait même surprendre par une dynamique plus puissante au 2ème trimestre. Elle ne sera pas freinée par la normalisation des taux de la FED et devrait bénéficier ultérieurement des mesures fiscales décidées. A plus long terme, l'abaissement du taux de chômage à 3.5% contribuera à augmenter le revenu disponible et soutiendra la consommation. En zone euro, les indicateurs avancés laissent également entrevoir un deuxième trimestre meilleur et un second semestre toujours favorable. Le climat des affaires et la confiance des consommateurs sont au beau fixe et ne souffrent pas de la force récente de l'euro, de la crise italienne et du Brexit. L'économie japonaise est à la peine, en raison notamment d'un niveau trop élevé du yen, et ne contribuera certainement pas beaucoup à l'accélération de la conjoncture. Les tendances économiques en place ne devraient pas être perturbées par une remontée progressive de l'inflation et des taux, mais la menace de « guerre commerciale » pourrait cependant être le principal risque à notre scénario plutôt positif.

Les normalisations de politiques monétaires seront mesurées

Lors de sa dernière réunion, la BCE a annoncé que, sans la survenance d'un choc inattendu, elle arrêtera le Quantitative Easing à la fin 2018. Elle a aussi souligné que le conseil des gouverneurs prévoyait désormais de laisser inchangé les taux directeurs au moins jusqu'à l'été 2019. La fin du QE, désormais annoncée, pourrait prochainement mettre un terme à la tranquillité qui semble encore régner dans les marchés de taux. En ce qui concerne les taux directeurs, la BCE ne sera donc pas particulièrement proactive à vouloir agir avant le dernier trimestre 2019. Il faudra certainement encore quelques trimestres de croissance et d'amélioration de l'emploi pour que la BCE se risque à agir ; l'équilibre devrait encore durer plusieurs trimestres. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a encore voulu rassurer les investisseurs, potentiellement inquiets, du rythme de hausse de taux directeurs qu'elle entend suivre. La Fed s'engage très clairement à piloter sa politique monétaire de manière graduelle et sans risque pour la croissance économique en cours. Le dernier message de la Fed est clair : la politique monétaire ne fera pas dérailler une économie en pleine expansion. La Fed sera particulièrement attentive aux risques de déraillement de la croissance actuelle. Dans ce contexte, nous estimons qu'elle ne réagira, par exemple, pas de manière excessive à une éventuelle accélération de l'inflation, si celle-ci devait se produire, ou à un renforcement de la

croissance économique temporaire. Le second semestre ne devrait pas apporter de surprises sur ce front, les normalisations de politiques monétaires seront mesurées et sans effet majeur sur les marchés.

Les risques de guerre commerciale constituent la principale menace

L'économie mondiale se renforce régulièrement, depuis plusieurs années, et pourrait désormais enregistrer une croissance proche de +4% en 2018, si rien ne vient troubler l'équilibre qui s'est constitué sous l'impulsion, en particulier, des banques centrales et de politiques monétaires accommodantes. L'année 2018 devait être en mesure de consolider davantage encore les résultats obtenus et profiter d'une relance du commerce mondial. L'alignement de conjonctures positives aux Etats-Unis, en Europe, en Asie et dans les pays émergents devrait, en effet, conduire à une hausse des échanges commerciaux allant de pair avec la création de richesse et la croissance. Après plusieurs décennies consacrées à la libéralisation des échanges commerciaux, le président Trump semble vouloir rétablir les déficits commerciaux américains, en adoptant unilatéralement des mesures protectionnistes. Les menaces de Donald Trump seront, peut-être, mises à exécution et le spectre d'une guerre commerciale à large échelle, menée simultanément contre la Chine et les alliés historiques des Etats-Unis comme le Canada et l'Europe, pourrait bien avoir des effets dévastateurs inconsidérés par celui qui considère « qu'il est facile de gagner une guerre commerciale ». Donald Trump n'a peut-être pas pris la mesure du risque qu'il fait également courir à l'économie américaine par sa stratégie agressive. Ce risque est certainement le plus important à considérer aujourd'hui, car la majorité des facteurs macroéconomiques semble sur de bonnes voies.

Poursuite de l'affaiblissement du franc suisse

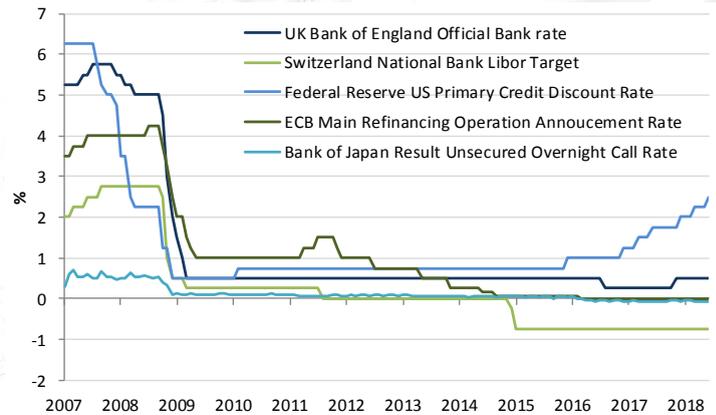
Depuis janvier 2015, nous avons régulièrement soutenu dans nos analyses que la politique monétaire de la BNS serait couronnée de succès, en évoquant fréquemment un retour du taux de change EUR/CHF vers 1.20. L'amélioration de la conjoncture européenne et la perspective d'une interruption des injections de liquidités de la BCE en 2018 ont récemment soutenu la hausse de l'euro. A court terme, nous indiquions toutefois qu'une poussée de l'euro à 1.20 était probable mais certainement pas soutenable immédiatement. Après l'appréciation notable de la devise européenne, nous attendions une phase de consolidation, avant qu'une relance haussière du taux de change contre franc suisse ne puisse se concrétiser. La correction du mois de mai s'est produite sans surprise, dans un contexte politique incertain en Italie. Une intensification de la croissance en zone euro et un élargissement du différentiel de taux d'intérêt devront probablement être présents pour provoquer une poursuite de l'appréciation de l'euro au-delà de 1.20. Nous estimons cependant que la faiblesse des dernières semaines constitue une nouvelle opportunité de repositionnement sur la devise européenne.

En ce qui concerne le dollar, la consolidation est restée limitée (-2%) et nos perspectives haussières sont maintenues. La BNS doit être satisfaite de constater les effets de sa politique qui s'affirme comme un succès majeur de stratégie monétaire, comme le rappelle d'ailleurs le bénéfice historique de 54.5 milliards pour 2017 de l'institution. Les réserves de devises de la BNS restent élevées mais se stabilisent à environ 740 milliards. 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.

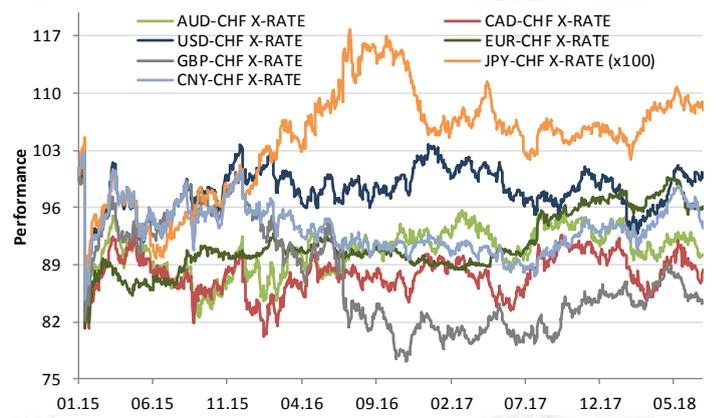
Opportunités d'investissement dans les marchés actions, immobiliers et matières premières

La correction des actions en février et la récente faiblesse des marchés financiers ont sensiblement réduit les niveaux de risque des marchés actions, en corrigeant notamment les niveaux de valorisation de nombreux marchés. Les PE des marchés suisses, européens et de certains pays émergents sont ainsi à nouveau raisonnables, tandis que celui des Etats-Unis s'est plus modestement réduit. Le marché suisse, en particulier, devrait profiter d'une poursuite de la faiblesse du franc qui apportera un support additionnel à la croissance des profits des sociétés. Les résultats des entreprises suisses en 2018 devraient donc atteindre de nouveaux records, tandis que le rendement moyen des dividendes est toujours élevé (3.4%), aussi bien en comparaison historique que par rapport aux rendements obligataires. En l'absence de développements majeurs négatifs, concrétisant les menaces de Donald Trump en matière d'introduction de tarifs douaniers protectionnistes et d'une escalade des mesures défavorables au commerce mondial, les conditions macroéconomiques nous semblent de nature à soutenir la hausse des profits des entreprises sur le plan international et à motiver une nouvelle évolution positive des cours boursiers des actions. En ce qui concerne l'immobilier, le chemin de normalisation des taux directeurs aux Etats-Unis et en zone euro, en particulier, ne nous semble pas constituer un risque proche pour les perspectives de cette classe d'actifs. L'évolution haussière des taux longs aura certainement un impact, à plus long terme, sur les valorisations immobilières mais nous maintenons notre analyse que la hausse des taux longs sera particulièrement faible, notamment en zone euro, et très largement insuffisante pour affecter significativement les prix de l'immobilier. Les besoins de diversification et de génération de rendement des investisseurs sont toujours importants et favoriseront encore, en 2018, les placements dans l'immobilier international et en zone euro, en particulier, pour compenser l'absence de rendement des marchés obligataires. La volatilité n'épargnera cependant pas l'immobilier titrisé qui n'est pas immunisé contre le risque d'une dégradation des conditions financières et du climat boursier. Les matières premières ont enregistré leur première séquence de quatre trimestres successifs de hausse depuis 2007, portant leur hausse globale sur douze mois à plus de +30% et soulignant ainsi le regain d'intérêt des investisseurs pour cette classe d'actifs plus performante en phase de renforcement du cycle conjoncturel. Les résultats enregistrés depuis le début de l'année confirment ainsi nos perspectives haussières pour la classe d'actifs, qui bénéficie désormais de plus en plus de facteurs fondamentaux positifs après les nettes diminutions de CAPEX constatées ces dernières années et une évolution souvent plus solide de la demande. Les cours du brut en particulier seront encore soutenus par un déficit prochain de l'offre dans un contexte de hausse régulière de la demande mondiale. La diminution des inventaires permet encore de contenir la hausse des prix du pétrole en dessous de 80\$, mais il est probable que ce facteur ne puisse retenir une prochaine progression des cours en 2019. Les métaux industriels profiteront également de cet environnement économique plus dynamique. En ce qui concerne les métaux précieux, nous restons d'avis que le retour d'anticipations inflationnistes est un facteur indispensable au changement de psychologie en faveur de l'or et de l'argent dans le contexte actuel. La diminution des capacités de production dans plusieurs secteurs pèsera plus fort encore en 2019 sur l'équilibre du marché et devrait contribuer à créer les conditions d'un « bull market » durable.

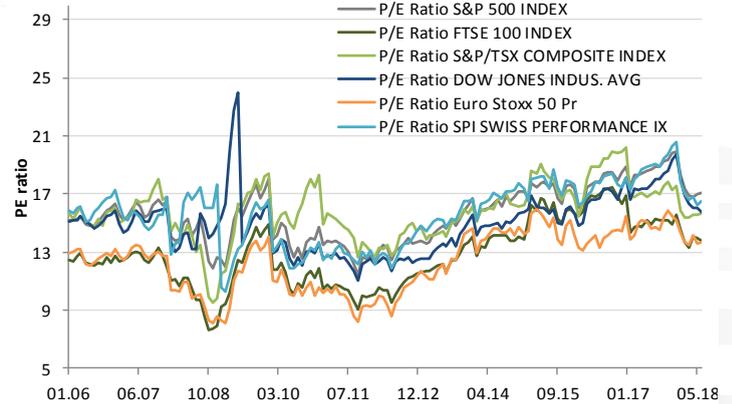
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



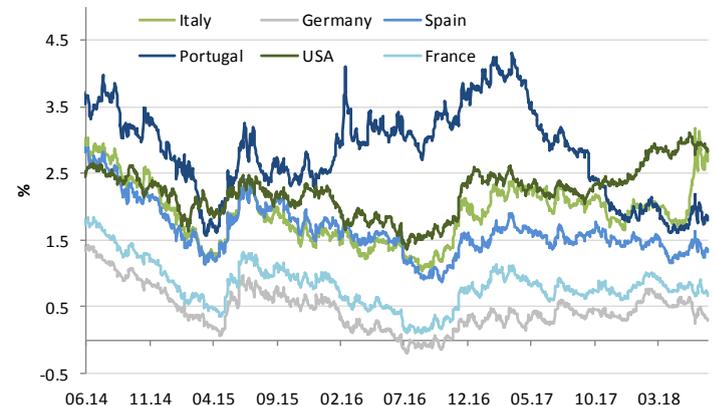
7 principales devises contre CHF (base 100)



PE des marchés développés



Taux gouvernementaux 10 ans



Sources graphiques: Bloomberg/BGGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Vue Globale

- Inévitable décélération de la croissance aux Etats-Unis ?
- Reprise du PIB en zone euro après un fléchissement temporaire
- Faibles signes d'espoir pour l'économie britannique
- L'économie japonaise devrait éviter une récession technique
- Le PIB suisse pourrait dépasser +2.2% en 2018



Inévitable décélération de la croissance aux Etats-Unis ?

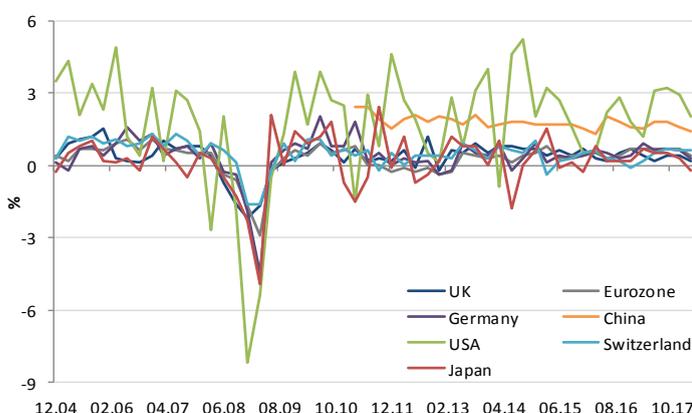
Nous l'avons relevé, il serait sans doute très difficile pour l'économie américaine de maintenir un rythme de croissance supérieur à +3% en début 2018. Le 3ème trimestre 2017 (+3.2%) sera un point de référence qui pourrait tout de même être une nouvelle fois atteint au 2ème trimestre 2018. Il y a quelques mois, nous relevions que l'on devrait plutôt assister à un tassement du taux de progression du PIB, mais nos perspectives, après le résultat plutôt « soft » du 1er trimestre, sont à nouveau un peu plus optimistes. Le cycle économique est désormais l'un des plus longs de l'histoire moderne, mais en touchant sa dixième année, il ne présente toujours pas les caractéristiques classiques de fin de cycle. En effet, on n'observe toujours pas les pressions souhaitées sur les salaires et l'inflation est à peine en train d'atteindre l'objectif de 2% défini par la Fed, réduisant de ce fait les probabilités de hausses significatives de taux directeurs et de taux d'intérêt à long terme. En cette fin de 2ème trimestre, nous constatons que les probabilités d'enregistrer un taux de croissance supérieur à +3% sont à nouveau plus élevées. Le consommateur américain est bien présent et soutient très largement une dynamique supérieure dans un contexte de plus en plus favorable pour l'évolution du revenu personnel et du pouvoir d'achat. Les perspectives s'améliorent aussi plus nettement pour l'investissement et la politique fiscale devrait commencer à montrer quelques effets, sans doute temporaires, mais qui permettront d'enregistrer une accélération de la croissance. Les prochains trimestres pourraient donc bien être les plus forts du cycle actuel, avec un résultat proche de +3.4% à la fin juin déjà. 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. Le PMI manufacturier de mai (56.4) est au plus haut depuis 2014, le PMI des services présente une configuration identique (56.8), le PMI composite est donc logiquement aussi à son plus haut niveau de la période (56.6). L'ISM non manufacturier avait atteint un sommet de la décennie en janvier (59.9), il se stabi-

lise en mai à 58.6 sur les plus hauts niveaux de la décennie. L'ISM manufacturier montre la même tendance et s'affiche à 58.7. La dynamique actuelle devrait rester solide au 3ème trimestre, 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. Les risques pour la croissance américaine sont désormais plus politiques que jamais et liés aux effets des mesures unilatérales prises par le président Trump en matière de tarifs et taxes d'importation.

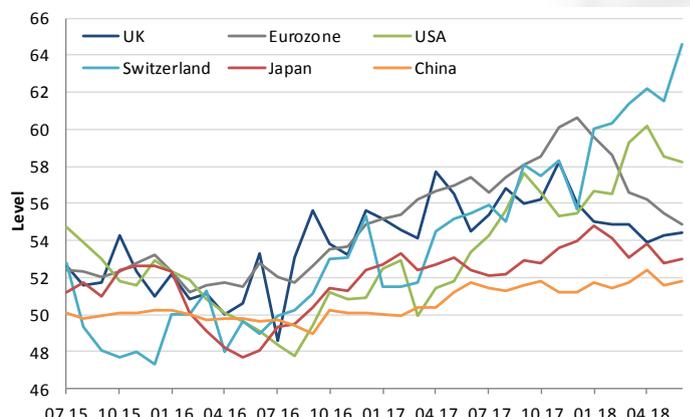
Reprise du PIB en zone euro après un fléchissement temporaire

La dynamique européenne s'était renforcée, comme attendu, au 4ème trimestre 2017 (+2.7%) et affichait un résultat finalement supérieur à celui réalisé par l'économie américaine (+2.5%), en raison du léger tassement de l'activité aux Etats-Unis. Cette embellie ne s'est malheureusement pas poursuivie, en effet, l'économie européenne a, à son tour, marqué un peu le pas en début d'année. Les prévisions de croissance pour le 1er trimestre 2018 (+0.6%) n'ont effectivement pas été atteintes, la vigueur de l'euro ayant sans doute pesé sur la tendance attendue. Le PIB n'a donc progressé que de +0.4% pour un résultat sur un an de +2.5%. Il y a quelques mois, nous relevions que la prudence restait de mise en matière de prévision conjoncturelle pour la zone euro, dans un contexte d'affaiblissement notable des indicateurs avancés. Nos anticipations d'une faiblesse temporaire de l'activité en zone euro se sont concrétisées, mais elles font désormais place à une appréciation à nouveau un peu plus favorable pour le trimestre en cours et les prochains mois. Les indices PMI semblent se relever de leur déclin des derniers mois, laissant cette fois présager d'une reprise de l'activité. L'indice Markit des services enregistre une reprise encourageante et rebondit de 53.8 à 55 en juin, mais il reste bien en-deçà de son point maximum récent enregistré en janvier (58). Du côté de l'indice manufacturier la tendance reste à la baisse (54.9) et reste une source de préoccupation.

PIB trimestriels



PMI manufacturiers

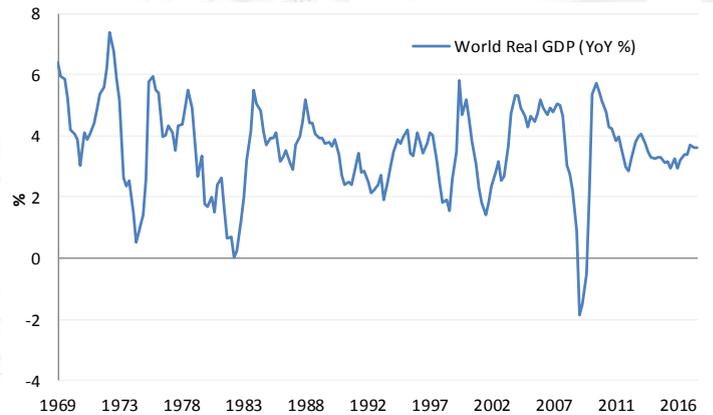


Nos prévisions positives de croissance du PIB européen sont maintenues, mais les risques posés par la hausse de l'euro ne sont pas négligeables et pourraient finalement peser sur les perspectives d'accélération conjoncturelle. Sur le front institutionnel, la problématique du Brexit ne semble plus avoir d'effet majeur sur la confiance économique. La crise des migrants et, en particulier, les difficultés de trouver une réponse aux demandes appuyées de soutien de l'Italie, ne semblent pas avoir d'effet non plus. Les déclarations et commentaires du président Trump faisant craindre l'ouverture d'un réel second front en zone euro, dans la guerre commerciale déclarée au monde entier, affectent probablement de plus en plus le sentiment des investisseurs et des ménages. L'indicateur de la Commission européenne, mesurant le degré de confiance économique, avait déjà fléchi au 1er trimestre, mais celui-ci se dégrade davantage désormais, sous l'impulsion de la composante « perspectives économiques », plus nettement en recul que l'indicateur de la confiance des consommateurs. Les données publiées concernant le climat des affaires et la confiance industrielle sont en léger retrait également, mais comme les indices de confiance des consommateurs, ils restent tout de même proches de leurs plus hauts niveaux des dix dernières années. Sans occulter ce léger tassement de la confiance globale, l'appréciation en début de 3ème trimestre reste plutôt positive. L'amélioration du sentiment est assez large et toujours plus soutenue par l'évolution favorable des conditions du marché de l'emploi. En effet, on enregistre une poursuite de la progression de l'emploi et du taux de chômage qui décline en mai à 8.4% et s'éloigne toujours plus du sommet atteint pendant l'été 2013.

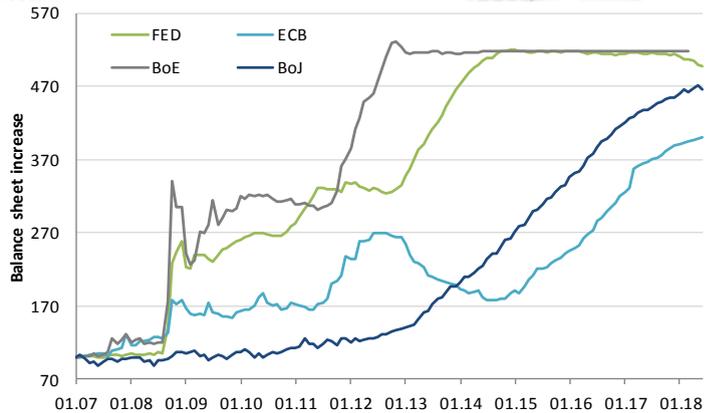
Faibles signes d'espoir pour l'économie britannique

L'économie britannique poursuit sa lente dégradation entamée après le vote de sortie de l'Union européenne. Elle ne parvient, en effet, pas à stabiliser sa croissance comme espéré, alors que le contexte économique international et européen, en particulier, est relativement soutenu. Après l'effritement de la croissance du PIB au 4ème trimestre 2017 (+0.4%), les chiffres du 1er trimestre 2018 se sont avérés très sensiblement inférieurs aux attentes, en enregistrant la plus faible performance depuis 2012. Le coup de frein est net puisque la dynamique se stoppe presque totalement, le PIB britannique ne réalise en effet qu'une très faible progression de +0.1%. En rythme annuel, la croissance du PIB est ainsi passée de +3.4% en décembre 2014 à seulement +1.2% en mars 2018. L'économie britannique est donc à la peine et pourrait rapidement se trouver dans une situation encore plus délicate, sans une réelle reprise au 2ème trimestre. La dernière publication des chiffres pour la production industrielle ne sont pas encourageants, la chute de -0.8% sur le mois d'avril prend par surprise les estimations de progression limitée de 0.1% des analystes. La plupart des composantes voient une baisse de la production, à l'exception du segment énergie. La balance commerciale enregistre donc son 3ème plus mauvais résultat des cinq dernières années. Dans un contexte de compétitivité accrue de la livre, il est particulièrement décevant de constater que les exportations ne parviennent malheureusement pas à croître. Le climat économique incertain continue d'inquiéter les consommateurs britanniques sur la même période d'analyse avec une consommation privée toujours faible (+0.2%). La demande intérieure peut heureusement encore bénéficier ce trimestre du soutien de la consommation publique en hausse de +0.5%. L'indicateur composite PMI permet, cependant, d'envisager un meilleur 2ème trimestre pour l'économie britannique. Relevons toutefois que, malgré cette reprise, il se situe bien en dessous du sommet atteint en avril 2017. Le rebond de l'indice s'appuie sur une relance des indicateurs manufacturiers et des services. L'incertitude causée par le Brexit pèse toujours sensiblement sur la psychologie des agents économiques, mais la confiance des consommateurs et celle des milieux économiques s'améliore légèrement en mai. Le marché du travail envoie, quant à lui, des signaux mixtes. Le taux de chômage reste relativement bas à 4.2%. et le rythme de création d'emploi soutenu au 2ème trimestre est donc un signe encourageant pour l'évolution du PIB. L'évolution positive des salaires laisse supposer que l'économie pourrait profiter d'une reprise de la consommation. Les perspectives de croissance pour l'économie britannique devraient rester plutôt limitées dans l'environnement actuel. Une reprise au 2ème trimestre semble un peu plus probable aujourd'hui.

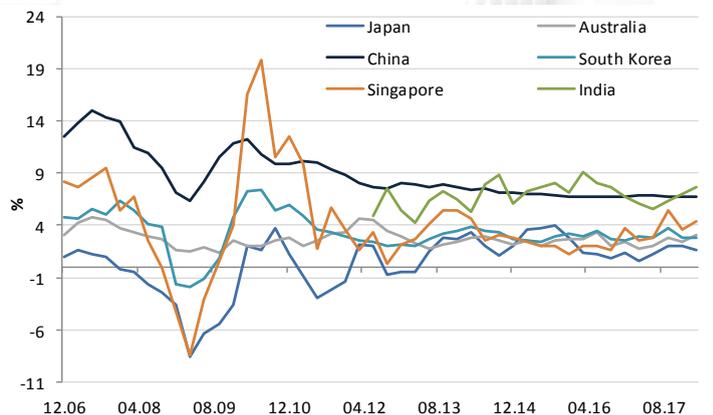
Croissance réelle de l'économie mondiale



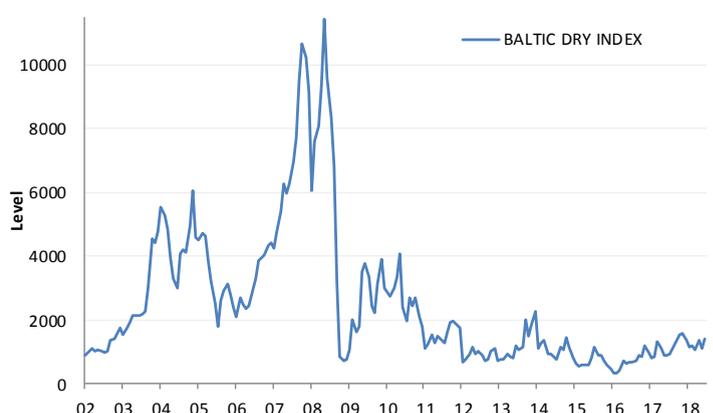
Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)



Baltic Dry Index



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

L'économie japonaise devrait éviter une récession technique

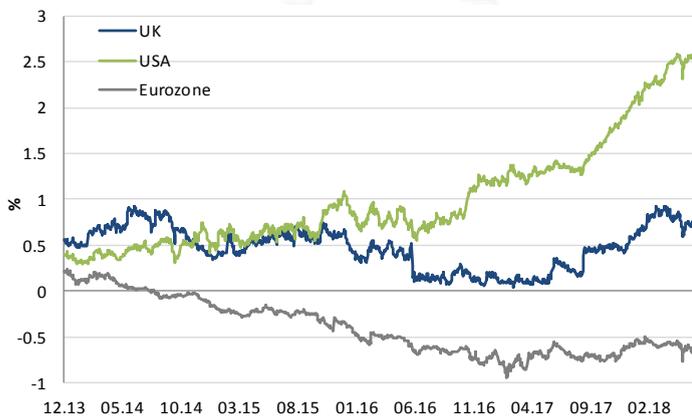
Notre prévision d'un probable tassement conjoncturel au Japon pendant le 1er trimestre, provoqué notamment par la hausse du yen de +10% contre le dollar, s'est donc effectivement matérialisée avec la confirmation du recul de -0.2% du PIB. Le PIB réel sur un an est désormais en recul de -0.6%, sa plus mauvaise performance depuis le 4ème trimestre 2015. La vigueur inattendue du yen entre les mois de décembre 2017 et de mars 2018 a clairement freiné la reprise des exportations et des profits des entreprises, qui avaient été des moteurs importants de la reprise conjoncturelle. Mais c'est surtout la baisse de la consommation des ménages qui a pesé sur le rythme de croissance du PIB en début 2018. La croissance des exportations au 1er trimestre a nettement fléchi sur un an en mars. Elle perdait, de fait, plus de la moitié de sa dynamique enregistrée en août 2017. Nous craignons encore que l'économie japonaise manque du soutien d'une devise faible, au moment où la demande domestique a plus que jamais besoin de confiance et 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 +0.9% entre le 3ème et le 4ème trimestre 2017, pour s'établir à peine à +0.2% à la fin mars. Dans ce contexte, il est aussi légitime de s'inquiéter pour les perspectives de la consommation, alors que l'inflation a fléchi en mars à 0.7% en mai. La hausse du yen s'est heureusement interrompue et fait désormais place à une faiblesse enfin bienvenue pour l'économie japonaise. La menace diminue donc, mais à 109.5 yen pour 1 dollar, le yen reste « fort » contre le dollar, en comparaison à sa valeur du 31 décembre 2017. La BoJ est, sans aucun doute, consciente de l'importance de ce facteur, mais n'a pas d'autre moyen à sa disposition pour contrer les effets d'une devise forte que ceux déjà mis en œuvre. Cette situation reste tout de même préoccupante et pèse toujours sur les perspectives du Japon pour les prochains trimestres. En l'absence d'un plus net affaiblissement du yen au T2, nous envisageons un développement économique toujours 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 plus durable en matière de taux de change. Les risques sont désormais réels de voir la vigueur du yen entraîner une nouvelle fois l'économie japonaise dans une récession technique surprise ; il nous semble toutefois qu'elle devrait éviter le pire au 2ème trimestre.

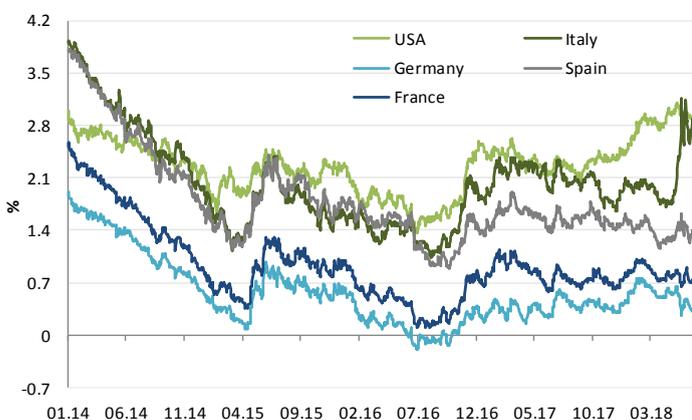
Le PIB suisse pourrait dépasser +2.2% en 2018

En cette fin de 2ème trimestre, nous estimons qu'une poursuite de la tendance économique actuelle, soutenue en partie par de nouveaux ajustements de la valeur du franc suisse, devrait permettre à l'économie suisse de réaliser une croissance solide en comparaison historique et peut-être même d'envisager une progression supérieure à +2.2% sur l'année. 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 demande intérieure, en particulier, devrait être poussée par un taux de chômage au plus bas, par une épargne élevée et par une relance de l'investissement. La conjoncture toujours plus solide que devrait connaître les principaux partenaires économiques de la Suisse agira aussi comme un accélérateur de tendance. La faiblesse du franc contre la plupart des devises renforcera l'attrait des produits « made in Switzerland ». Dans ce contexte, nous maintenons nos perspectives de développement de +2.2% en 2018. Les derniers indicateurs avancés pointent toujours vers une activité économique soutenue, bien qu'en perte de momentum. L'indice du KOF a ainsi poursuivi son déclin depuis le sommet de novembre qui marquait le plus haut degré d'optimisme depuis 2010, et s'est établi à 100 en juin. Trois ans après l'abandon du taux plancher par la BNS, le secteur manufacturier se porte à nouveau bien, mais si l'indice des directeurs d'achat ne présente pas pour l'instant de risque particulier, une certaine prudence semble justifiée après l'embellie constatée. Les indicateurs avancés suggèrent une poursuite de la tendance actuelle, mais aussi désormais une certaine prudence relative à la capacité de l'économie suisse de maintenir le rythme actuel.

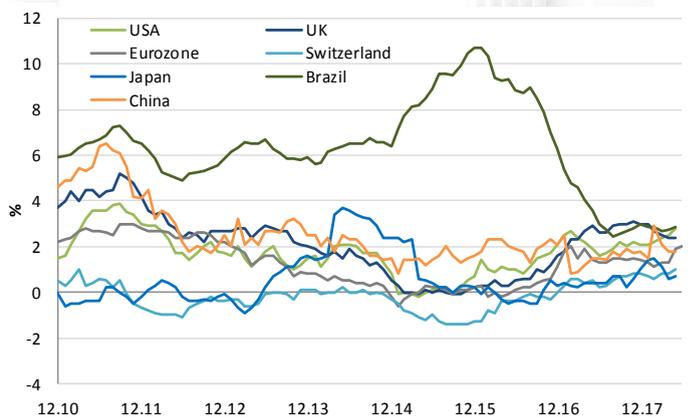
Taux gouvernementaux 2 ans



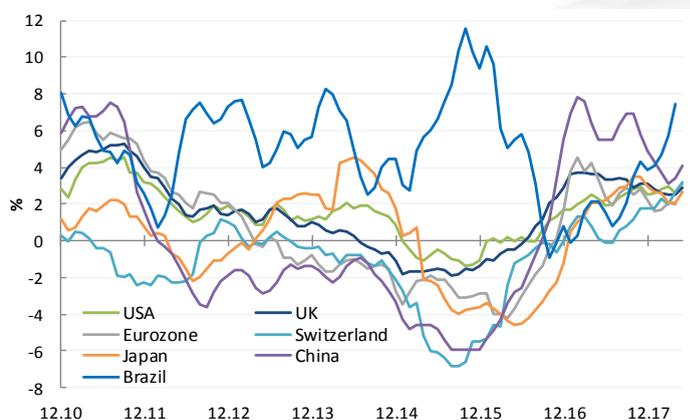
Taux gouvernementaux à 10 ans



Inflation - Indices CPI



Inflation - Indices PPI



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

États-Unis

- La politique monétaire ne fera pas dérailler l'économie
- Inévitable décélération de la croissance
- Relativiser les risques de guerre commerciale
- Hausse des salaires, de l'inflation et des taux
- La hausse du dollar est enfin en place
- La contraction des marges menace le S&P500

Le dernier message de la Fed est clair, la politique monétaire ne fera pas dérailler une économie en pleine expansion

La Réserve fédérale a encore voulu rassurer les investisseurs potentiellement inquiets du rythme de hausse de taux directeurs qu'elle entend suivre. La Fed s'engage très clairement à piloter sa politique monétaire de manière graduelle et sans risque pour la croissance économique en cours. Rappelons que ces inquiétudes interviennent alors que l'économie américaine est en train de vivre sa deuxième plus longue phase d'expansion et que l'inflation semble évoluer plus rapidement qu'attendu. La position de la Fed sur la question de la remontée des taux directeurs doit donc rassurer les investisseurs.

Le 13 juin, la Fed a donc remonté une seconde fois ses taux directeurs en 2018 de 0.25% dans un contexte de croissance solide et de perspectives particulièrement positives également pour l'économie américaine. Le taux d'escompte est ainsi passé de 2% à 2.25% et l'objectif pour les taux des Fed Funds s'est aussi déplacé de 0.25%, les objectifs bas et haut sont désormais de 1.75% et 2%.

Cette septième hausse depuis le changement de politique monétaire, décidée à l'unanimité, était largement escomptée et n'a donc pas surpris les marchés. Elle ne devrait donc pas avoir d'effet majeur sur le climat des investissements. Les risques portaient plutôt sur l'analyse et l'appréciation de la Fed concernant la situation économique du pays et sur les éventuels changements de politique monétaire à venir. Sur ce point, on notera le fait que l'on peut désormais attendre quatre hausses de taux en 2018 au lieu de trois hausses anticipées jusqu'à présent par les marchés. Cette progression du nombre attendu d'interventions de la Fed en 2018 ne doit toutefois pas être surestimée, car elle résulte en fait d'une progression de sept à huit membres désormais



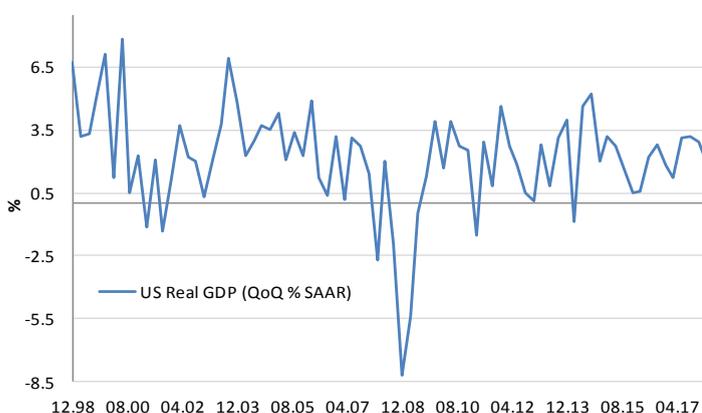
en faveur de deux nouvelles hausses de 0.25% au cours du deuxième semestre 2018. Cette évolution peut donner le sentiment d'un durcissement de politique monétaire futur, mais elle dépendra encore de l'évolution des conditions économiques en fin d'année, la dernière hausse potentielle en décembre n'est donc de loin pas certaine. Par ailleurs, les prévisions pour 2019 restent inchangées à trois nouvelles hausses de taux de 0.25%. Les membres du comité de banque centrale seront certainement de plus en plus enclins au cours des prochains mois à considérer que l'accélération de la conjoncture américaine justifie une action régulière mais mesurée sur les taux directeurs. Malgré tout, ils ne changent pas leur prévision de Fed Funds à 3.4% pour la fin de l'année 2020.

La Fed sera particulièrement attentive aux risques de déraillement de la croissance actuelle. Nous estimons dans ce contexte qu'elle ne réagira, par exemple, pas de manière excessive à une éventuelle accélération de l'inflation si celle-ci devait se produire ou à un renforcement de la croissance économique temporaire. Le niveau estimé des Fed funds (progression médiane) à la fin de l'année 2018 a donc progressé à 2.375% et à 3.125% pour la fin 2019.

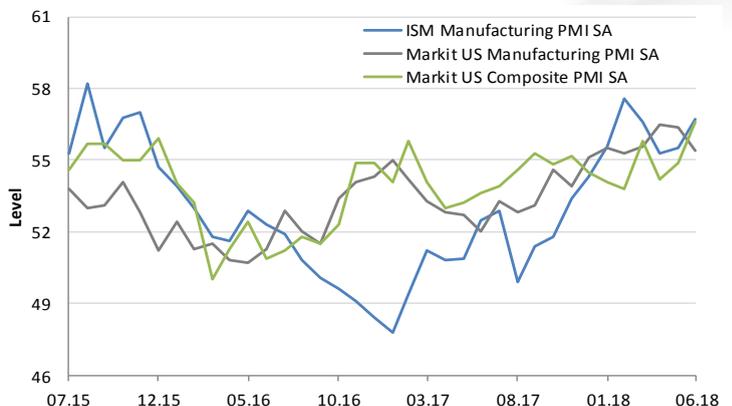
Sérénité de la Fed et des marchés financiers ?

La banque centrale américaine a exposé son appréciation des conditions économiques actuelles et semble donc de plus en plus à l'aise de communiquer ses conclusions positives sur l'état de l'économie américaine. La réserve fédérale est plus confiante que jamais dans les perspectives de croissance américaine et relève une nouvelle fois ses prévisions pour 2018 de +2.7% à +2.8%, mais elle laisse inchangée celle pour 2019 à +2.4%.

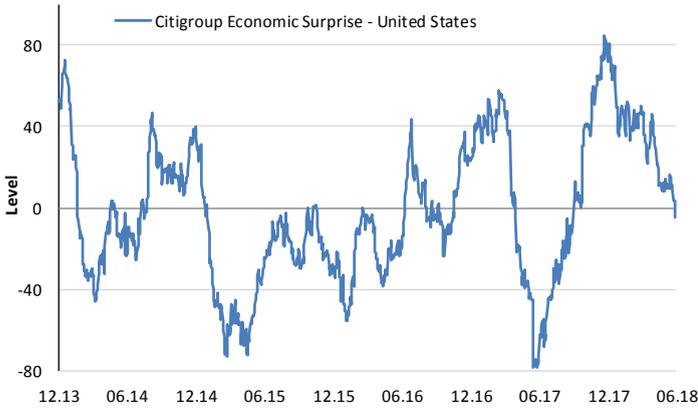
PIB Réel USA trimestriel



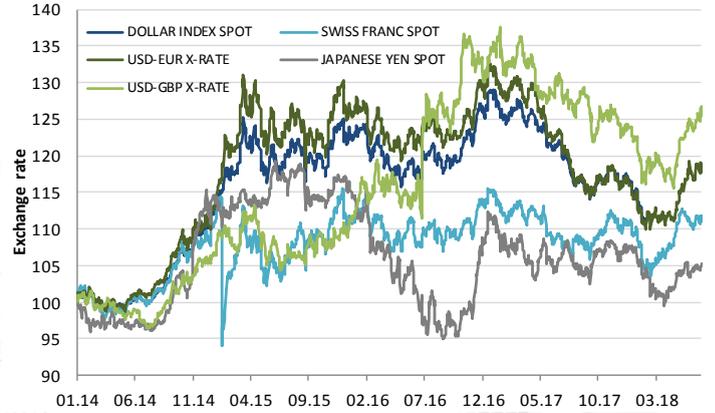
Indicateurs avancés PMI



Citigroup economic surprise index USA



Dollar trade-weighted index et devises



La croissance américaine est désormais considérée comme « solide » après avoir été jugée « modérée ». La baisse temporaire de la dynamique au premier trimestre, fait place à une perspective bien meilleure dès le second trimestre.

En ce qui concerne le marché du travail, la Réserve fédérale a révisé ses projections sur la base de meilleures perspectives de croissance pour 2018. 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 (3.8%). La prévision de l'institution est de 3.6% pour 2018 et 3.5% pour 2019. La vision de la Fed pour l'inflation reste relativement inchangée. Une hausse au-dessus de l'objectif de 2% (2.1%) semble probable en 2018, sans risque perçu de dépassement rapide et significatif de cet objectif. La banque centrale ne crie pas encore victoire sur l'évolution de l'inflation en rappelant que les attentes inflationnistes sont relativement stables. Pour l'heure, le marché obligataire n'a pas eu de réaction spécifique à l'annonce de cette étape de la politique monétaire. Les taux à 10 ans ont à peine touché le niveau de 3% avant de se stabiliser légèrement en-dessous de cette marque et n'ont pas profité de cette information pour se rapprocher du sommet atteint le 18 mai 2018 à 3.12%.

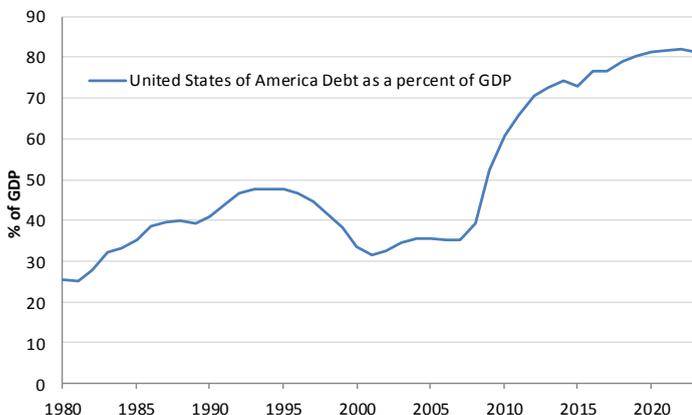
Du côté de la devise américaine, la situation est un peu moins stable, l'indice du dollar « trade weighted » a bondi de près de +2% pour revenir à son plus haut niveau du 29 mai 2018.

En ce qui concerne le marché américain, l'heure est encore à l'expectative puisque l'indice S&P500 reste sur ses niveaux de la semaine à environ 2785 points.

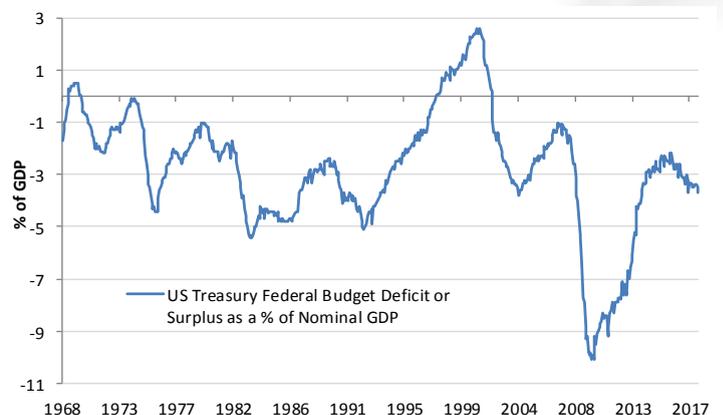
Inévitable décélération de la croissance

Nous l'avons relevé, il serait sans doute très difficile pour l'économie américaine de maintenir un rythme de croissance supérieur à +3% en début 2018. Le 3^{ème} trimestre (+3.2%) 2017 sera un point de référence qui pourrait tout de même être une nouvelle fois atteint au 2^{ème} trimestre. Nous relevons il y a quelques mois que l'on devrait plutôt assister à un tassement du taux de progression du PIB, mais nos perspectives, après le résultat plutôt « soft » du 1^{er} trimestre sont à nouveau un peu plus optimistes. Le cycle économique est désormais l'un des plus longs de l'histoire moderne, mais en touchant sa dixième année, il ne présente toujours pas les caractéristiques classiques de fin de cycle. En effet, on n'observe toujours pas les pressions souhaitées sur les salaires et l'inflation est à peine en train d'atteindre l'objectif de 2% défini par la Fed, réduisant de ce fait les probabilités de hausses significatives de taux directeurs et de taux d'intérêt à long terme. En cette fin de 2^{ème} trimestre, nous constatons que les probabilités d'enregistrer un taux de croissance supérieur à +3% sont à nouveau plus élevées. Le consommateur américain est bien présent et soutien très largement une dynamique supérieure dans un contexte de plus en plus favorable pour l'évolution du revenu personnel et du pouvoir d'achat. Les perspectives s'améliorent aussi plus nettement pour l'investissement et la politique fiscale devrait commencer à montrer quelques effets, sans doute temporaires, mais qui permettront d'enregistrer une accélération de la croissance. Les prochains trimestres pourraient donc bien être les plus forts du cycle actuel avec un résultat proche de +3.4% à la fin juin déjà. 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.

Dettes USA

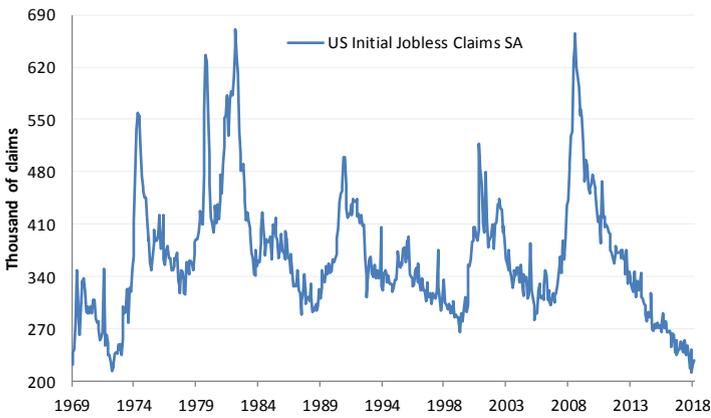


Déficit/Surplus du Trésor US

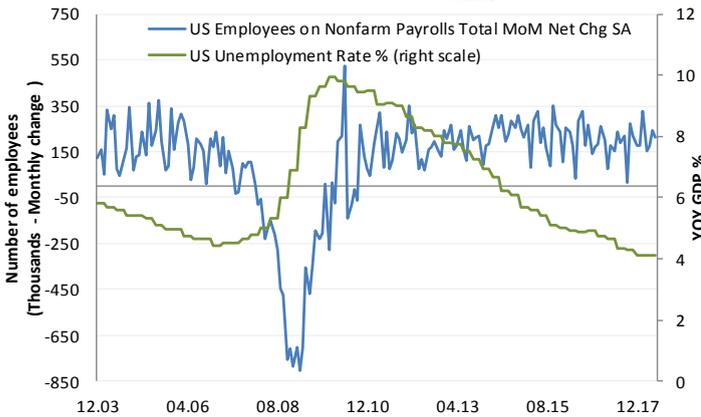


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

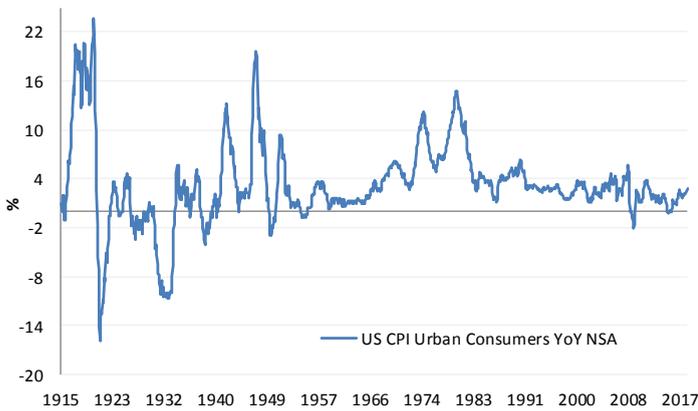
Allocations chômage en milliers de demandes



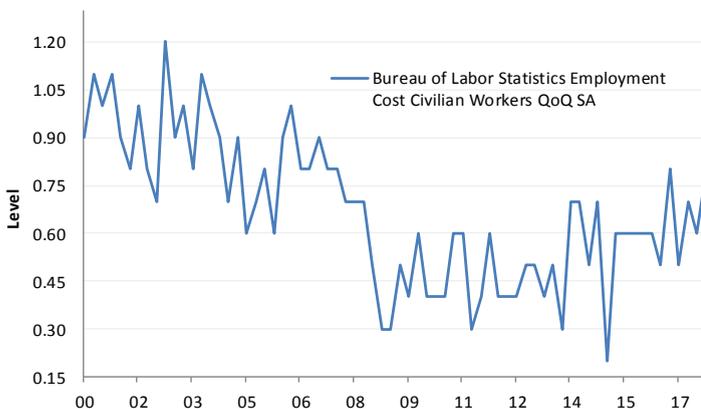
Création d'emplois hors secteur agricole (var. mens. nettes)



Taux annuel d'inflation USA 1914-2018



Coût unitaire du travail (Employment cost index)



Le PMI manufacturier de mai (56.4) est au plus haut depuis 2014, le PMI des services présente une configuration identique (56.8), le PMI composite est donc logiquement aussi à son plus haut niveau de la période (56.6). L'ISM non manufacturier avait atteint un sommet de la décennie en janvier (59.9), il se stabilise en mai à 58.6 sur les plus hauts niveaux de la décennie. L'ISM manufacturier montre la même tendance et s'affiche à 58.7. La dynamique actuelle devrait rester solide au 3^{ème} trimestre, 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.

Relativiser les risques de guerre commerciale

Les risques pour la croissance américaine sont désormais plus politiques que jamais et liés aux effets des mesures unilatérales prises par le président Trump en matière de tarifs et taxes d'importation. L'introduction de taxes sur les importations d'aluminium et d'acier sera certainement suivie de hausse de tarifs d'importations pour d'autres marchandises et les véhicules automobiles par exemple. Le spectre d'une éventuelle guerre commerciale mondiale est donc de retour, avec le virage protectionniste pris par Donald Trump. Les partenaires économiques des Etats-Unis ont réagi et déclarent tous d'une même voix qu'ils ne se laisseront pas imposer des mesures contraires aux traités commerciaux et accords internationaux signés. Par ailleurs, il faut tout de même relever que les décisions prises par le président américain sont loin d'être inattaquables sur le plan juridique et constitutionnel. En effet, comme l'a relevé le président républicain de la Commission des Finances à la Chambre des représentants au Congrès, « la Honda Accord n'est pas une menace à notre sécurité nationale », et c'est en effet un argument essentiel car le président Trump justifie son action d'introduire une surtaxe sur le fait que les prix trop bas de l'acier et de l'aluminium importés menacent les intérêts de sécurité nationale. Une estimation des effets de l'introduction de telles barrières douanières suggère que la création de 92'000 emplois pourrait être accompagnée d'une destruction de 250'000 autres emplois.

Les importations américaines d'acier et d'aluminium européens ne représentent que 0.5% des biens importés, soit à peine 2 milliards de dollars sur un total de 256 milliards de dollars. L'impact sur l'économie allemande ou chinoise est estimé à environ 0.04 point de PIB. Il est encore tôt selon nous pour envisager que le président américain s'engage sur le terrain d'une guerre commerciale totale, qui n'aurait sans doute pas les effets qu'il escompte.

Hausse des salaires, de l'inflation et des taux

L'indice des prix à la consommation (CPI YoY) atteint +2.8% en mai et l'indice « core » s'est établi à +2.2%. L'inflation semble accélérer également pour les prix à la production, confirmant les attentes de la Fed. L'indice PPI de la demande finale est aussi à son niveau le plus haut depuis 2011. La dynamique reste modeste mais au-dessus de l'objectif de la Fed. L'inflation attendue sur un an nettement progressé et s'est établi à +2.9% en mai. A plus long terme, l'inflation anticipée à 5-10 ans est aussi plus élevée que celle observée et se situe à +2.6%.

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 et un taux de chômage à 3.8%. Mais la reprise de l'inflation se renforcera en raison des pressions salariales et des hausses de prix de vente, qui interviendront pour préserver les marges des entreprises.

Après quelques trimestres de stabilisation, les taux longs américains ont été les premiers à relancer la tendance. Nos perspectives de hausse des taux longs vers 3% se sont concrétisées. Toutefois, si nous estimons encore que les taux longs devraient pouvoir dépasser à terme ce niveau, il est probable qu'à plus court terme, la volatilité qui s'exprime sur les marchés actions, puisse soutenir une phase de stabilisation temporaire.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

La hausse du dollar est enfin en place

Nous annonçons il y a quelques mois que la dynamique économique américaine supérieure devait soutenir un différentiel de taux d'intérêt en faveur du billet vert, c'est désormais une tendance en place qui semble se renforcer. Dans ce contexte, la faiblesse reflétée par le dollar semble injustifiée. L'ajustement de la valorisation du dollar est en marche.

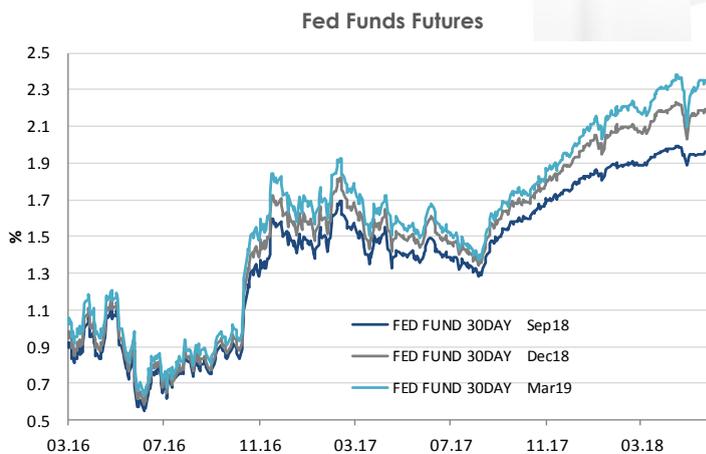
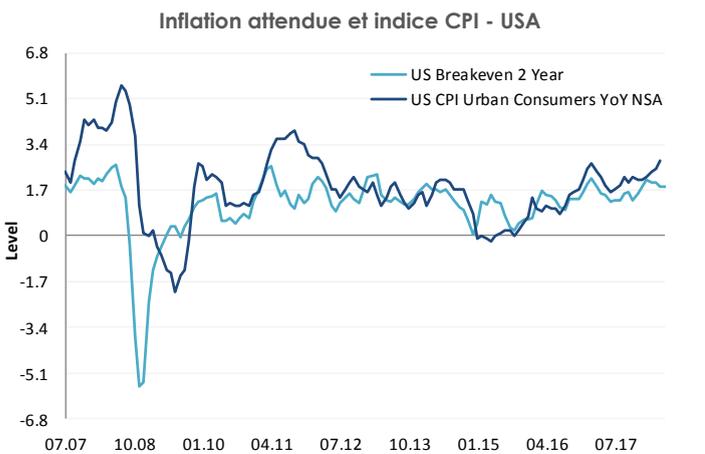
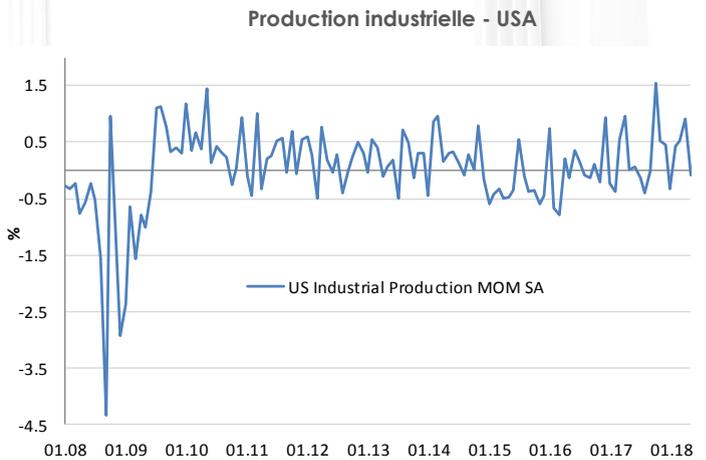
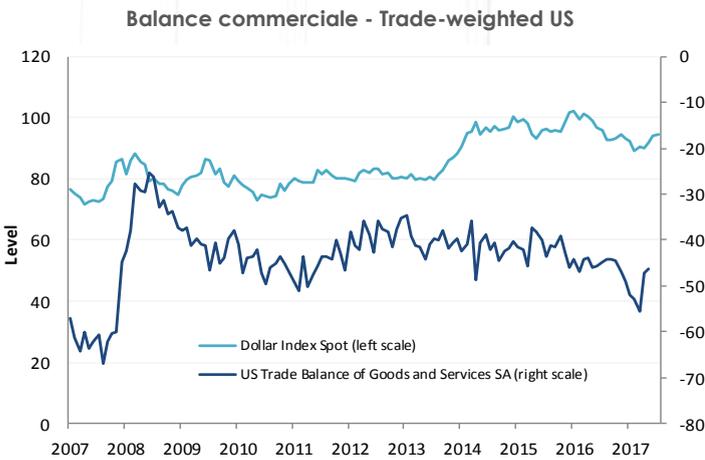
Le dollar « trade weighted » a regagné tout le terrain perdu entre novembre 2017 et février 2018. Nos perspectives positives se concrétisent avec un taux de change contre le franc à nouveau proche de la parité.

La contraction des marges menace le S&P500

La correction des cours en février-mars était annoncée et provoquait de nouvelles opportunités de repositionnement grâce à des niveaux de valorisation plus attrayants. Les risques subsistent après le rebond de mai et juin, de voir la croissance des profits être insuffisante pour justifier les niveaux de valorisation à nouveau plus élevés et désormais proches de ceux qui prévalaient avant la correction des cours boursiers. La croissance des profits des multinationales pourrait en effet souffrir sous l'impulsion de pressions sur les marges.

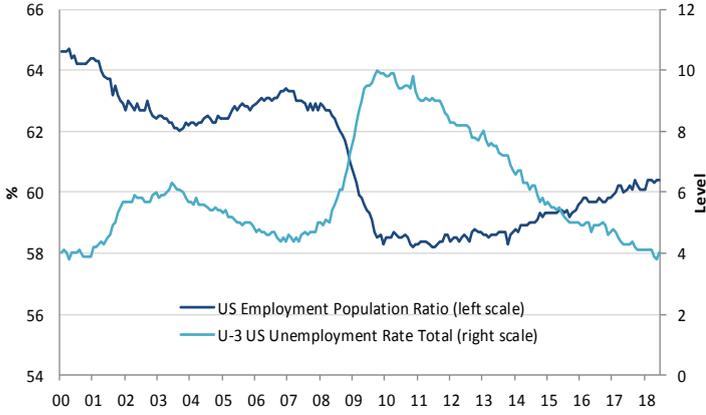
Ces dernières années, la hausse des actions a surtout été provoquée par une forte phase d'expansion des multiples, logique dans le contexte de baisse de taux. Le cycle de hausse de taux pourrait donc conduire à des ajustements et à une phase de contraction des PE. Il est en effet probable que, quelle 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.

Après le rebond des titres américains des dernières semaines, nous recommandons à nouveau une certaine prudence.

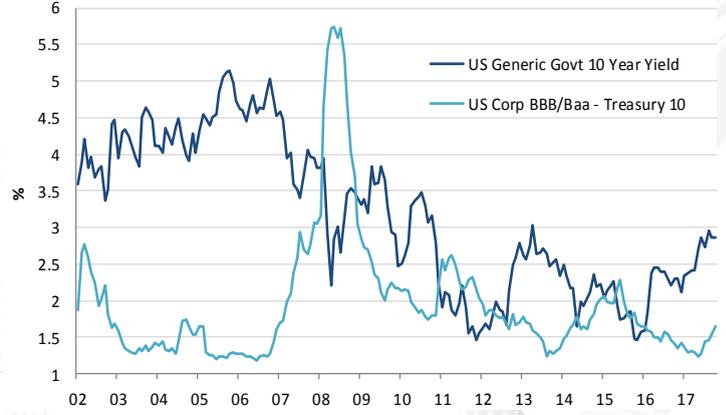


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

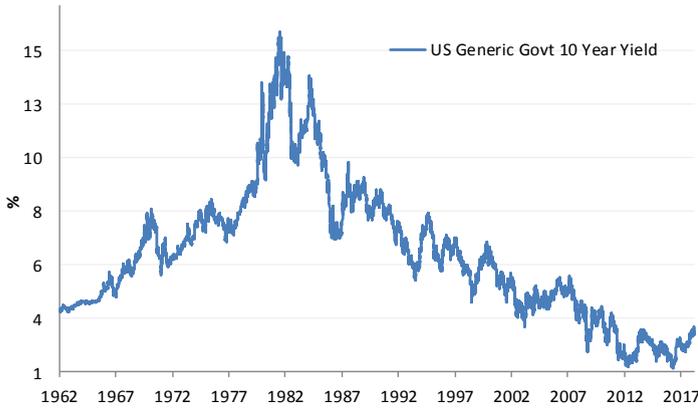
Taux de chômage et taux d'occupation de la population



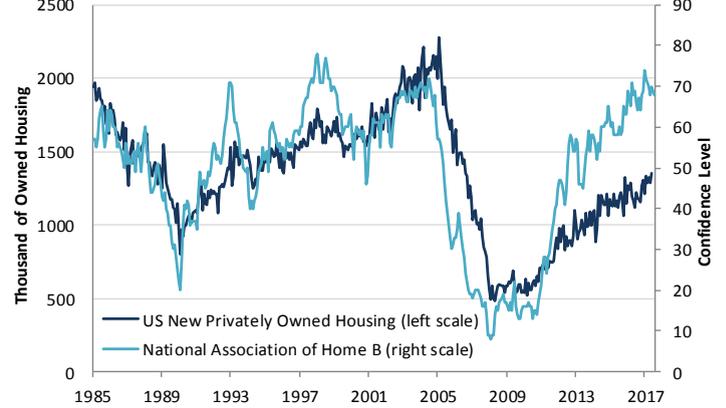
Ecart de rendement Trésor US-BBB 10 ans



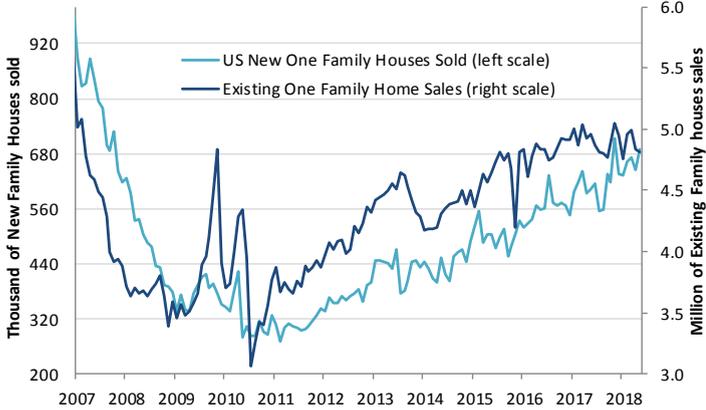
Taux d'intérêt des obligations 10 ans du Trésor US



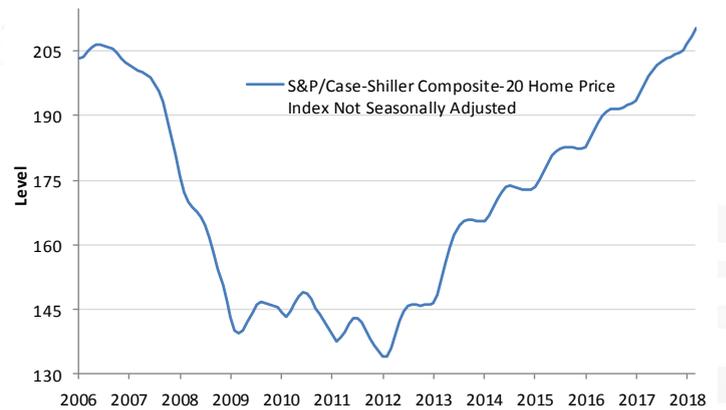
Nouveaux logements et NAHB USA



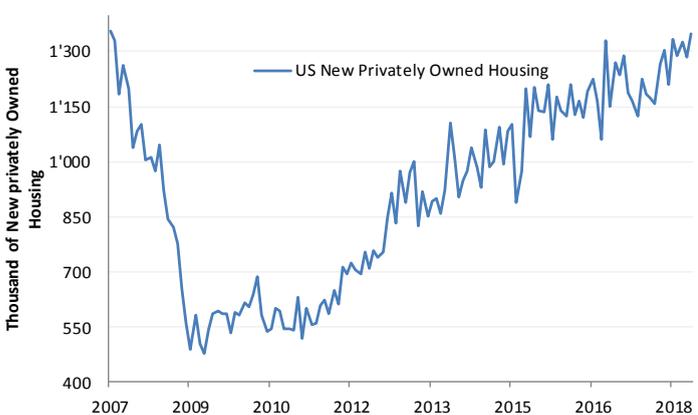
Ventes de nouvelles maisons et existantes



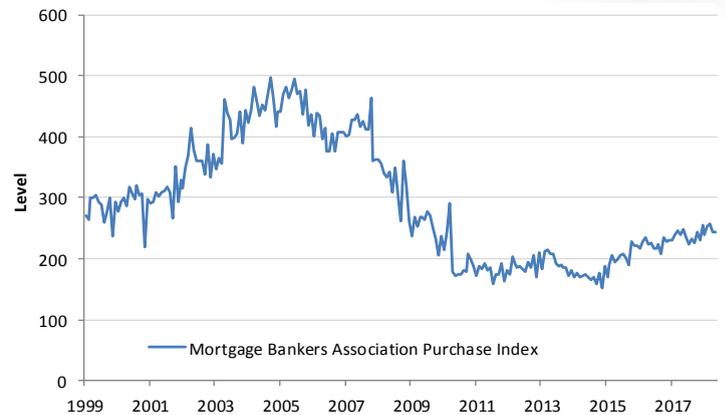
Prix de l'immobilier indice S&P Case-Shiller



Mise en chantier de nouveaux logements



Nouvelles demandes de financement MBA



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCENARIO MACROECONOMIQUE

Suisse

- La croissance du PIB suisse pourrait dépasser +2.2% en 2018
- Environnement toujours positif pour la consommation privée
- Relance attendue du commerce extérieur
- Nouvelle période de faiblesse pour le franc
- Fin des « micromouvements » sur les taux longs ?

Le PIB du premier trimestre annonce une année 2018 soutenue pour l'économie suisse

Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié jeudi 31 mai dernier les chiffres de croissance dans notre pays. Le PIB réel de l'économie suisse affiche encore une excellente progression de +0.6% au premier trimestre 2018 (+2.2% sur un an) et maintient donc un rythme de croissance soutenu confortant notre prévision inchangée d'une croissance de +2.2% pour l'année 2018. L'économie suisse confirme ainsi les bons résultats des derniers trimestres et surprend légèrement négativement les analystes, qui attendaient une croissance de +2.3% sur un an.

La tendance semble donc bien installée en début d'année pour que l'économie suisse réalise en 2018 l'un de ses meilleurs résultats des dix dernières années. Depuis 2011, elle n'avait en effet pas encore atteint le taux de croissance observé au cours de ce premier trimestre à l'exception de deux périodes, au premier (+2.6%) et dernier trimestre de l'année 2014 (+2.9%).

La bonne tenue des économies européennes et de celles de la plupart des partenaires commerciaux de la Suisse, ainsi que la faiblesse du franc, devraient encore être des facteurs de soutien au développement de l'économie suisse au cours des prochains mois. Nous prédisons effectivement des perspectives meilleures pour 2018, notamment grâce au renforcement évoqué plus haut de la conjoncture internationale, ainsi qu'aux conditions de taux de change positives. On constate donc avec satisfaction que la Suisse participe désormais plus largement au développement de la dynamique internationale, ce qui nous semble plus conforme aux capacités de croissance de notre économie dans un contexte mondial plus robuste en 2018.

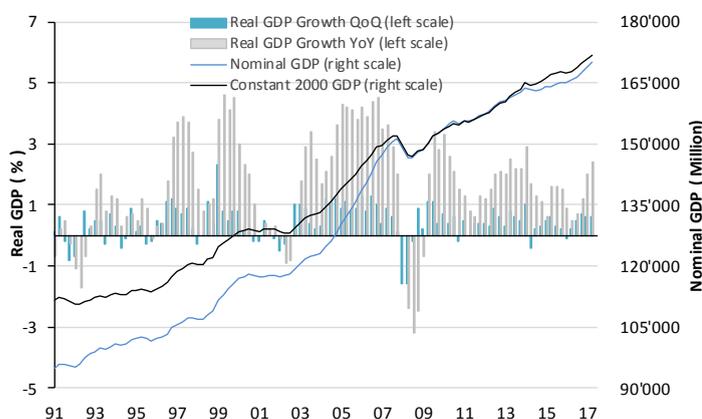
Cette performance réjouissante du PIB a été soutenue par un assez grand nombre de secteurs, en particulier par les services et la consommation privée. Le secteur des loisirs a été spécialement performant en

réalisant une progression de +7.3% en raison des grandes manifestations sportives internationales qui se sont déroulées. Ce point semble suffisamment important pour être détaillé car il a très nettement soutenu la performance du trimestre, qui n'aurait connu qu'une croissance de +0.4% sans cet effet selon le SECO. La demande intérieure finale a contribué positivement au résultat du PIB grâce à la consommation privée, en hausse de +0.4%, qui est restée un moteur central pendant ce trimestre. Elle a aussi été soutenue par les dépenses d'investissement en recherche & développement, qui ont très largement permis aux investissements en biens d'équipements d'enregistrer une belle progression de +3.6%. Alors qu'au trimestre précédent la demande intérieure pouvait compter sur une combinaison positive de la consommation privée et publique, ainsi que des investissements dans la construction, ce début d'année aura été plus mitigé. La contribution des deux derniers segments a en effet été négative (-0.3% et respectivement -0.4%). La plupart des branches du segment des services ont enregistré une hausse de leur valeur ajoutée, le secteur financier a poursuivi son développement avec une hausse de +1%, les transports et communication (+1.3%) et la santé (+1.2%) ont aussi connu des évolutions satisfaisantes. Après quelques trimestres de forte croissance, le secteur manufacturier a quelque peu marqué le pas avec une hausse limitée à +0.2%. Du côté du commerce extérieur, les importations de marchandises ont avancé de +2.9% et ont été suivies par une hausse des importations de services de +0.8% après deux trimestres faibles. Les exportations de services (+2.9%) ont enregistré des performances supérieures à la moyenne comme celles des marchandises, en hausse de +2%.

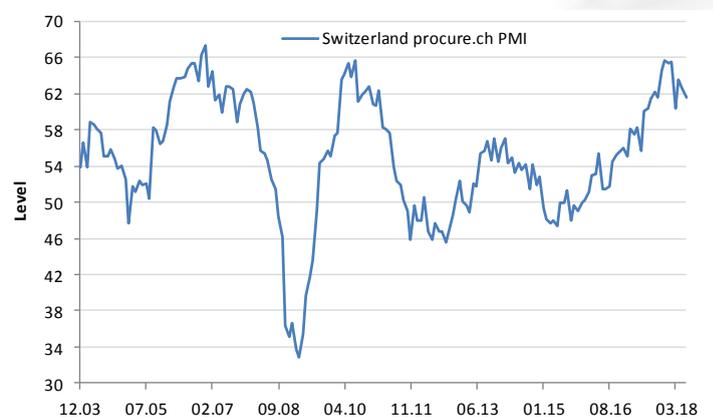
Après un deuxième semestre 2017 très favorable pour les devises, le 1^{er} trimestre 2018 aura été plus stable à l'approche de la zone sensible de 1.18-1.20 contre l'euro et de 0.98-1.00 contre dollar US. La correction du taux de change que nous avons prévue dès le lendemain de l'abandon du taux plancher est désormais en train de se concrétiser et soutient la croissance.



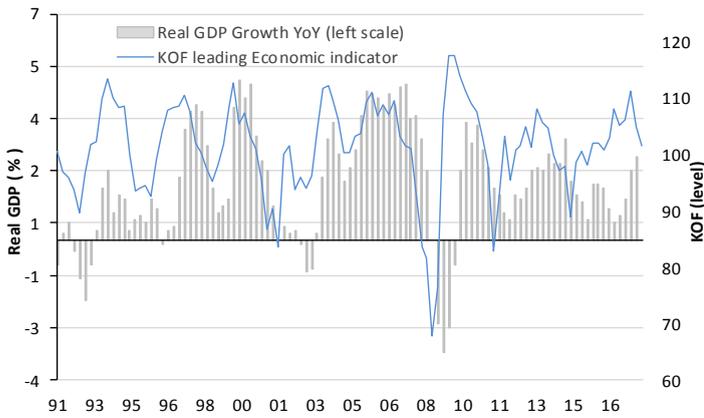
PIB nominal - Taux de croissance Nominal et Réel



Indicateur avancé Swiss PMI (directeurs d'achat)



PIB Réel - Croissance annualisée - Indicateur avancé KOF



Le mouvement observé de revalorisation de l'euro de 1.06 à 1.20 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.

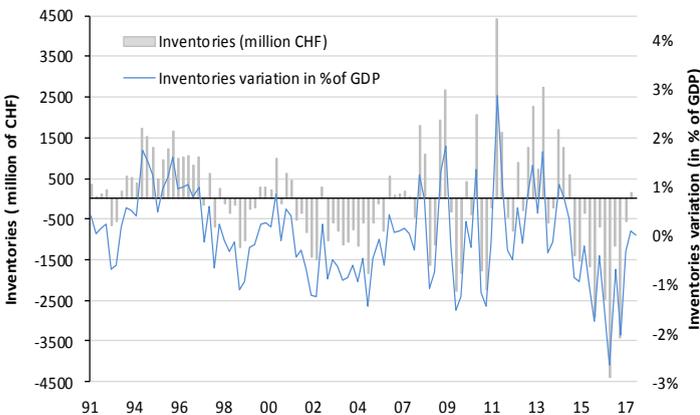
La croissance du PIB suisse pourrait dépasser +2.2% en 2018

Nous estimons en cette fin de deuxième trimestre qu'une poursuite de la tendance économique actuelle, soutenue en partie par de nouveaux ajustements de la valeur du franc suisse, devrait permettre à l'économie suisse de réaliser une croissance solide en comparaison historique et peut-être même d'envisager une progression supérieure à +2.2% sur l'année. 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 demande intérieure devrait en particulier être poussée par un taux de chômage au plus bas des dix dernières années, par une épargne élevée et par une relance de l'investissement dans un contexte conjoncturel international meilleur. La conjoncture toujours plus solide que devrait connaître les principaux partenaires économiques de la Suisse en 2018 agira aussi comme un accélérateur de tendance. La faiblesse du franc contre la plupart des devises renforcera l'attrait des produits « made in Switzerland ». Dans ce contexte, nous maintenons nos perspectives de développement pour l'économie suisse de +2.2% en 2018.

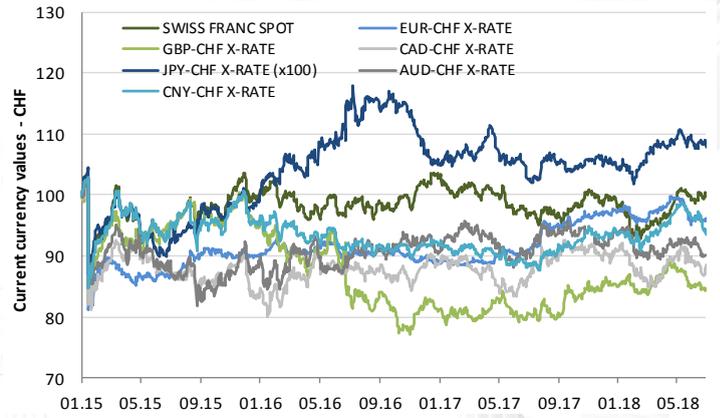
Le fléchissement de quelques indicateurs avancés suggère une baisse du momentum

Les derniers indicateurs avancés sont encore influencés temporairement par le retour des incertitudes dans les marchés financiers du premier trimestre et les événements politiques en Italie, mais ils pointent toujours vers une activité économique soutenue, bien qu'en perte de momentum, pour les prochains mois. L'indice du KOF a ainsi poursuivi son déclin depuis le sommet de novembre (110.3), qui marquait le plus haut degré d'optimisme depuis 2010, et s'établit à 100 pour le mois de mai.

Inventaires - Variation des stocks



Taux de change CHF (base 100)

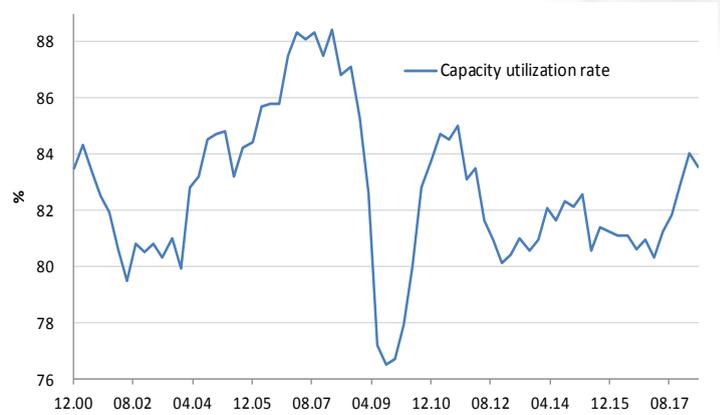


L'indicateur PMI manufacturier, qui avait atteint en février son plus haut niveau (65.5) depuis juillet 2010 (65.6), montre depuis quelques mois des signes de faiblesse. La dynamique semble s'essouffler un peu selon le dernier chiffre publié pour le mois de mai (62.4), tout en restant très largement positif. Trois ans après l'abandon du taux plancher par la BNS, le secteur manufacturier se porte à nouveau bien. Mais si l'indice des directeurs d'achat ne présente pas pour l'instant de risque particulier, une certaine prudence semble justifiée après l'embellie constatée. Les indicateurs avancés suggèrent une poursuite de la tendance actuelle, mais aussi désormais une certaine prudence relative à la capacité de l'économie suisse de maintenir le rythme actuel.

Environnement toujours positif pour la consommation privée

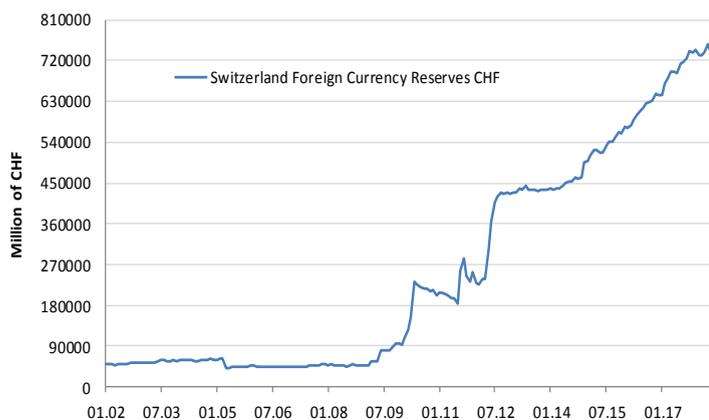
La nouvelle baisse du taux de chômage à 2.4% en mai témoigne de la vigueur de la conjoncture suisse au 2^{ème} trimestre et suggère de probables tensions à venir sur le marché de l'emploi. En effet, en quelques mois, le taux de chômage a subi une diminution importante et s'approche rapidement du point bas de ces 10 dernières années (2.3%) atteint en 2008. Cet élément devrait encore être un facteur très positif pour l'évolution de la confiance des ménages et surtout de la consommation dans notre pays. La confiance des ménages est d'ailleurs restée à un niveau élevé après s'être régulièrement améliorée depuis 2015. La hausse de l'euro et une stabilisation du taux de change proche du niveau de 1.20 devrait aussi influencer encore 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, ce qui laisse une certaine marge de manœuvre pour que les dépenses publiques apportent une contribution positive au PIB.

Taux d'utilisation des capacités

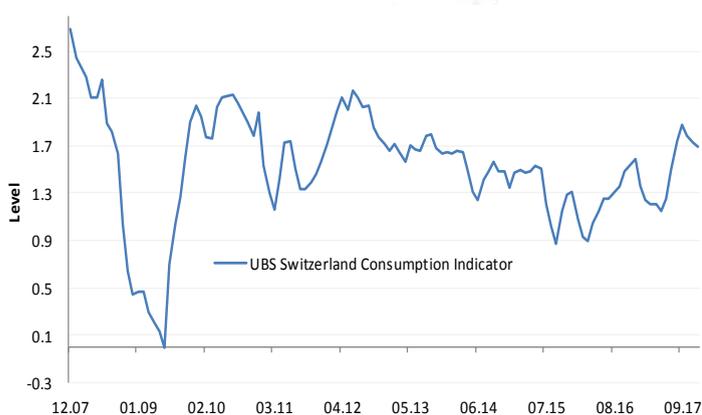


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

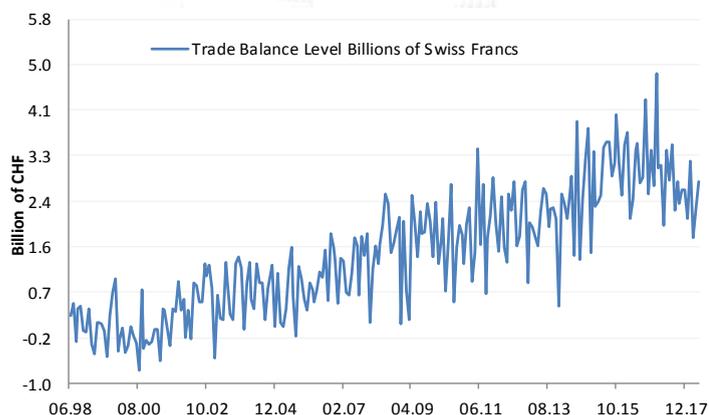
Réserves de change de la BNS



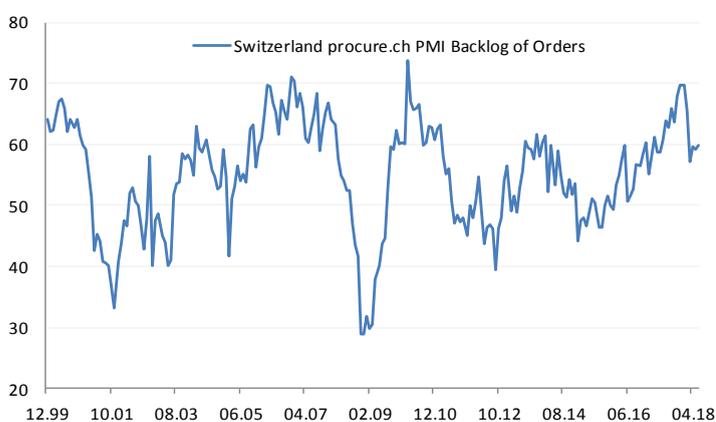
Indicateur UBS de la consommation en Suisse



Solde de la balance commerciale



Carnet de commandes



Relance attendue du commerce extérieur

Depuis le pic de janvier 2017, le solde mensuel du commerce extérieur s'est stabilisé entre 2 et 3 milliards de francs sans montrer de signes clairs de reprise pour l'instant. 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 engagée en fin d'année 2016 est sur de bonnes voies. Sur un an les ventes du secteur horloger ont en effet progressé de +13.8% selon les dernières estimations d'avril. Les exportations de machines, de produits manufacturés et de services devraient aussi profiter d'un contexte plus favorable.

Nouvelle période de faiblesse pour le franc

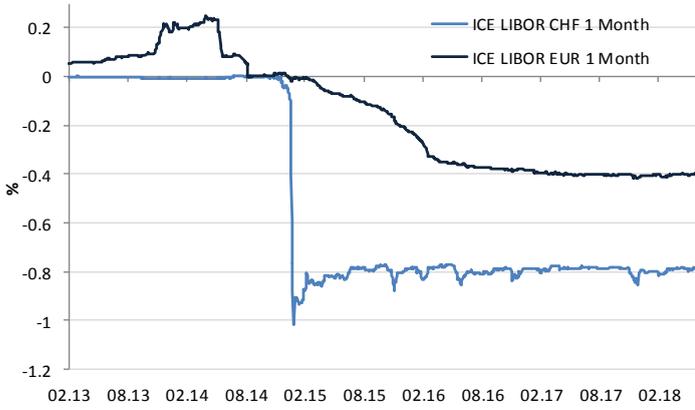
Depuis janvier 2015, nous avons régulièrement soutenu dans nos analyses que la politique monétaire de la BNS serait couronnée de succès, en évoquant fréquemment un retour du taux de change EUR/CHF vers 1.20. L'amélioration de la conjoncture européenne et la perspective d'une interruption des injections de liquidités de la BCE en 2018 ont récemment soutenu la hausse de l'euro. A court terme, nous indiquons toutefois qu'une poussée de l'euro à 1.20 était probable, mais certainement pas soutenable immédiatement. Après l'appréciation notable de la devise européenne, nous attendions une phase de consolidation avant qu'une relance haussière du taux de change contre franc suisse ne puisse se concrétiser. La correction du mois de mai s'est produite sans surprise dans un contexte politique incertain en Italie. Une intensification de la croissance en zone euro et un élargissement du différentiel de taux d'intérêt devront probablement être présents pour provoquer une poursuite de l'appréciation de l'euro au-delà de 1.20 franc. Nous estimons cependant que la faiblesse des dernières semaines (-4.5%) constitue une nouvelle opportunité de repositionnement sur la devise européenne. En ce qui concerne le dollar, la consolidation est restée limitée (-2%) et nos perspectives haussières sont maintenues. La BNS doit être satisfaite de constater les effets de sa politique qui s'affirme comme un succès majeur de stratégie monétaire, comme le rappelle d'ailleurs le bénéfice historique de 54.5 milliards pour 2017 de l'institution. Les réserves de devises de la BNS restent élevées, mais se stabilisent à environ 740 milliards. 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.

Fin des « micromouvements » sur les taux longs ?

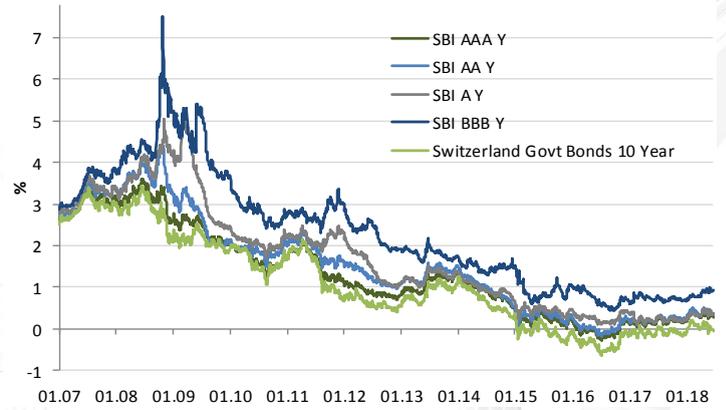
La normalisation des taux longs en Suisse a bien débuté à l'été 2016, dans le sillage du changement de tendance observé aux Etats-Unis. Mais après un premier ajustement des taux à dix ans de la Confédération de -0.6% à 0% au quatrième trimestre 2016, on a ensuite assisté à une longue phase de stabilisation autour de zéro. Nous annonçons il y a quelques mois que cette situation ne durerait certainement pas en 2018, ce qui s'est en partie concrétisé avec une augmentation de la volatilité au premier trimestre. En quelques semaines, les taux longs ont bondi de 40 points de base et se sont ensuite stabilisés. Cette hausse annonce certainement la fin des « micromouvements » sur les taux longs et une accélération du processus de normalisation des taux. La politique monétaire de la BNS influence toujours la partie très courte de la courbe de taux suisse et retient toute hausse des rendements sur cette partie extrême. Les maturités courtes ont logiquement peu réagi alors que les échéances plus longues progressaient.

La pentification de la courbe de taux que nous évoquions dans nos précédentes analyses est donc désormais en marche et devrait s'intensifier en 2018. L'évolution de l'inflation pourrait bien être le prochain déclencheur de nouvelles hausses de taux longs en zone euro et en Suisse. Même si celle-ci reste contenue, la hausse de 1% du CPI (YOY) de mai est tout de même la plus forte des dix dernières années, si on exclut les tensions de mars (1.4%) et avril (1.4%) 2010. Dans ce contexte, le différentiel de taux longs entre le Bund allemand et la Confédération n'a pas vraiment évolué et reste proche de 0.5%. Nous estimons que celui-ci devrait toutefois s'accroître en raison notamment du renforcement de la dynamique européenne et de la fin programmée des achats d'obligations de la BCE.

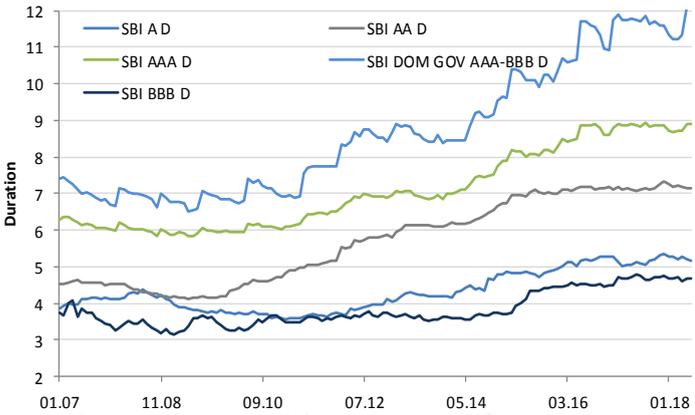
Différentiel de taux Libor 1 mois



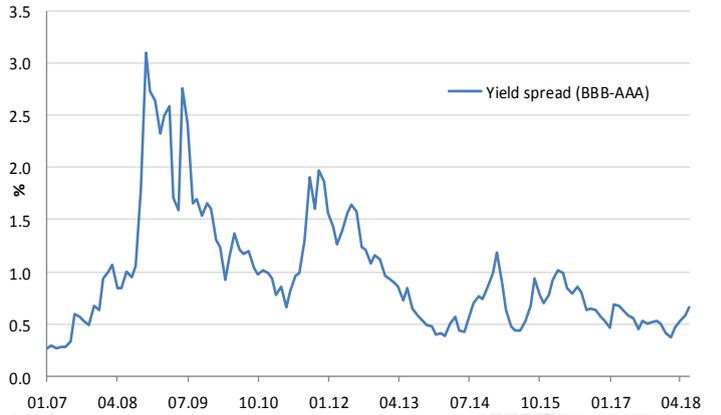
Taux d'intérêt (Confédération, AAA, AA, A, BBB)



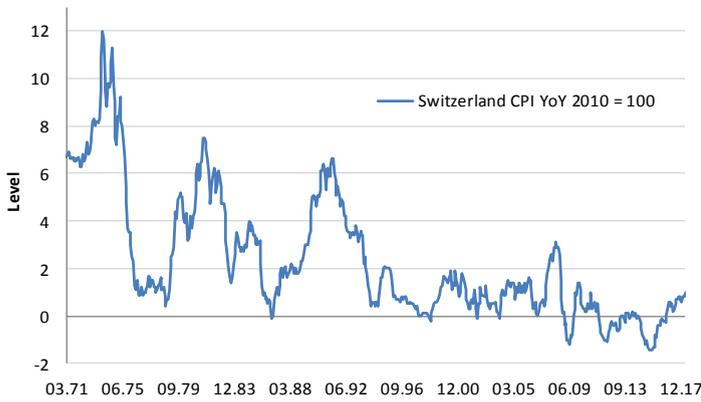
Duration des obligations suisses



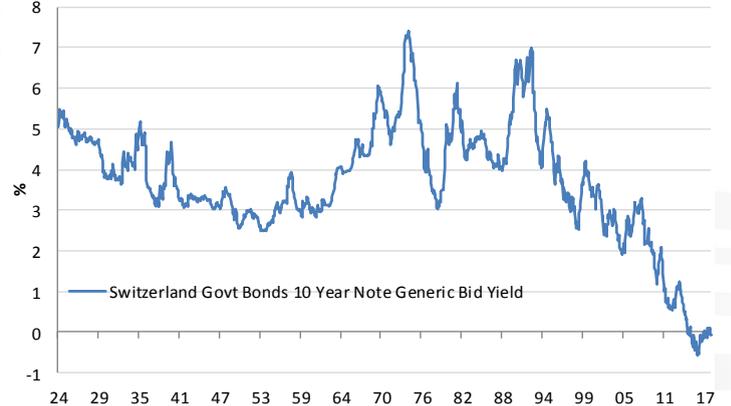
Ecart de rendement



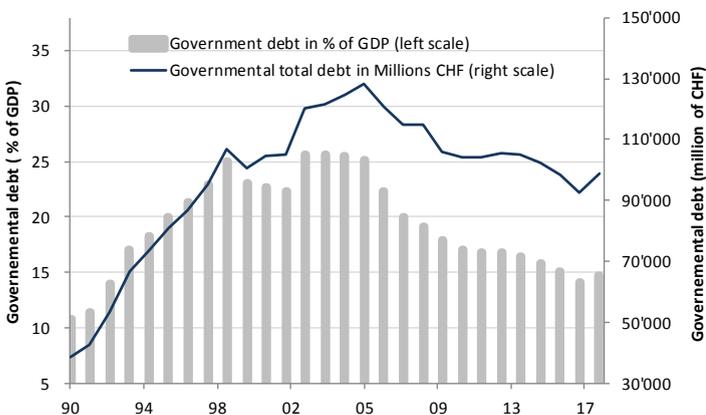
Inflation CPI



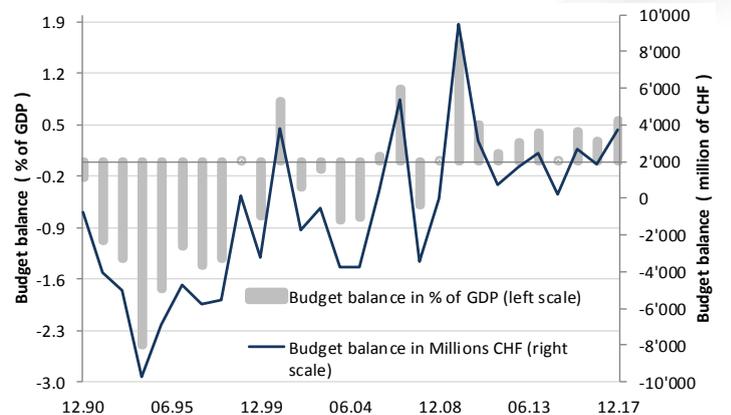
Taux longs de la Confédération depuis 1924



Dettes totale de la Confédération



Solde budgétaire de la Confédération



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Zone Euro

- Un sommet européen de juin sans conviction
- BCE : RAS jusqu'en 2019 ?
- L'euro doit s'affaiblir contre le dollar et s'apprécier contre le franc
- Reprise de la croissance après un fléchissement temporaire du PIB
- Hausse des taux longs encore en sursis



Un sommet européen de juin sans conviction

Le sommet européen des 28 et 29 juin s'annonçait critique et décisif, il aura finalement accouché dans la douleur d'un compromis permettant d'envisager la crise migratoire sous un angle nouveau. L'Italie est satisfaite, elle n'est plus seule à devoir gérer cette crise, la solidarité l'a emporté.

L'Union européenne semble avoir enfin trouvé un compromis dans la difficile crise migratoire lors du dernier sommet de la zone euro. L'accord est fragile et surtout flou dans sa mise en œuvre, mais la coopération européenne l'a emporté et la solidarité sera désormais mieux assurée avec les pays d'entrée. La création de centres d'accueil sur sol européen pourrait même ultérieurement faire place à des « plates-formes » de débarquement et de centres contrôlés en dehors de l'UE.

En ce qui concerne le Brexit, les espoirs s'amenuisent encore un peu plus alors que les négociations avec le Royaume-Uni s'enlisent et butent en raison de l'absence de position claire du gouvernement de Theresa May. A moins de neuf mois de l'échéance, il n'existe toujours pas de proposition crédible. Sur un autre front, la France et l'Allemagne, qui s'étaient entendues quelques jours avant le sommet de fin juin pour avancer sur l'idée d'un budget européen, doivent se rendre à l'évidence, la crise des migrants a éclipsé le débat. Les dirigeants européens ont en effet reportés les discussions de fonds sur le thème en repoussant les réformes de la zone euro tout en acceptant l'idée de finaliser l'union bancaire et de mettre en place un budget anti-crise. Les européens ont heureusement été plus solidaires et engagés dans la définition de la position à adopter dans la négociation en cours avec les États-Unis en matière de barrières tarifaires.

L'UE ne cédera pas aux menaces de Trump

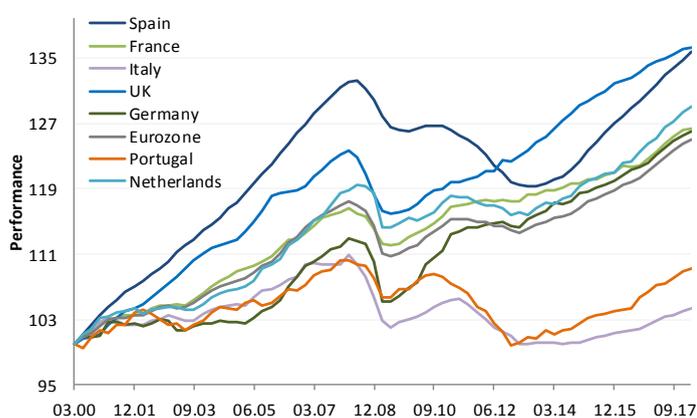
La guerre commerciale engagée par Donald Trump pourrait encore s'étendre, elle concerne désormais aussi une hausse de 20% des droits de douane sur les importations de véhicules européens. L'Europe ne semble pas avoir l'intention de céder aux menaces et montre un front uni face à l'attaque jugée inacceptable des américains. L'Union européenne semble prête à introduire de son côté des mesures en représailles qui pourraient atteindre plusieurs centaines de milliards de dollars de produits américains si les États-Unis mettent à exécution leur menace de taxer les importations automobiles. Une telle escalade des tensions commerciales n'est pas souhaitable et comme le précisait Mario Draghi, les risques que font peser ces menaces sur l'économie européenne pourraient affecter la dynamique actuelle. Le président de la BCE semble clairement inquiet de l'émergence de nouveaux risques protectionnistes et semble 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. Pas sûr non plus que l'économie américaine trouve immédiatement son compte à cette vague de protectionnisme engendrée par Donald Trump.

Par ailleurs, les dirigeants européens ont tout de même convenu de propositions visant à modifier l'Organisation mondiale du commerce (OMC) dans le but d'apaiser les tensions en modifiant notamment le processus de règlement des différends.

BCE : RAS jusqu'en 2019 ?

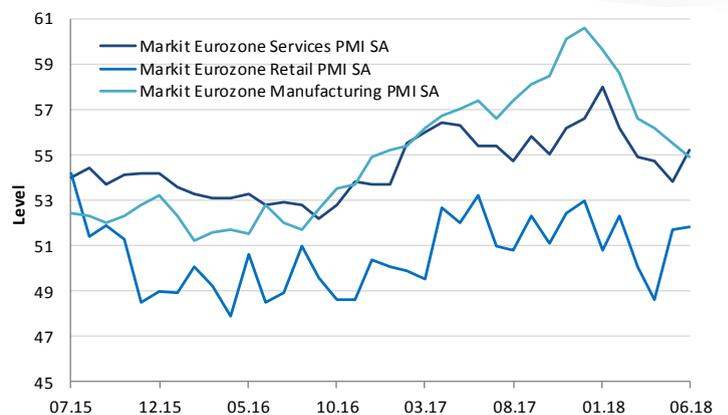
Lors de sa dernière réunion, la BCE a annoncé que, sans la survenance d'un choc inattendu, elle arrêtera le Quantitative Easing à la fin 2018. Elle a aussi souligné que le conseil des gouverneurs prévoyait désormais de laisser inchangé les taux directeurs au moins jusqu'à l'été 2019. La fin du QE désormais annoncée pourrait prochainement mettre un terme à la tranquillité qui semble encore régner dans les marchés de taux. L'arrêt des achats obligatoires de la BCE ne semble en effet pas

Croissance du PIB - Eurozone

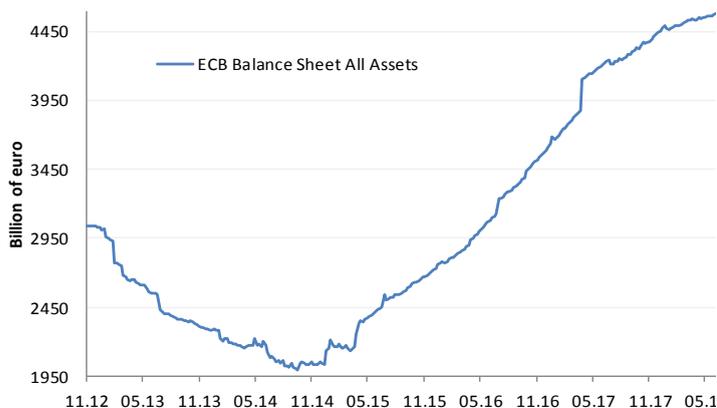


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PMI manufacturier, service et détail - Eurozone



Bilan de la BCE



être considéré aujourd'hui comme un risque probable et imminent par les investisseurs, qui s'inquiètent plutôt pour l'heure de l'affaiblissement conjoncturel du 1er trimestre et des risques de guerre commerciale. Cependant, cette décision, lorsqu'elle sera prise en considération plus sérieusement, pourrait selon nous avoir comme effet un ajustement significatif des taux longs, comme ce fut le cas en mai 2015 par exemple, lorsque les taux allemands ont bondi de 0.05% à 1.05% en six semaines seulement. En ce qui concerne les taux directeurs, la BCE ne sera pas particulièrement proactive à vouloir agir avant le dernier trimestre 2019. Il faudra certainement encore quelques trimestres de croissance et d'amélioration de l'emploi pour que la BCE se risque à agir. 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 devra certainement attendre une faiblesse de l'euro et une relance de l'inflation pour remonter ses taux directeurs.

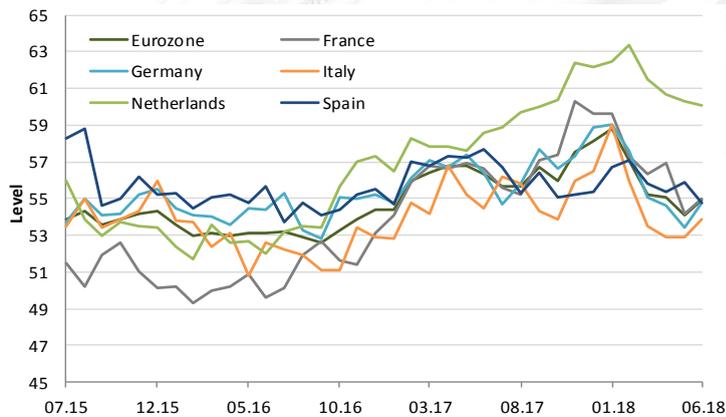
L'euro doit s'affaiblir contre le dollar US et s'apprécier contre le franc

La monnaie unique reste presque étonnamment très recherchée dans un contexte pourtant plutôt incertain. En effet, l'euro ne souffre toujours pas des menaces de guerre commerciale que fait peser le président américain sur l'UE, du léger ralentissement conjoncturel du début d'année et de la crise politique des migrants qui pouvait une nouvelle fois menacer la cohésion de la zone euro. Rien ne semble donc perturber l'euro à ce jour, mais son appréciation depuis le début d'année 2017 menace tout de même les perspectives de développement commercial de la zone euro et les prévisions d'inflation. Au niveau actuel, la force de l'euro pose certainement un problème à la BCE et met en danger la qualité de la reprise en cours ainsi que la compétitivité de l'industrie européenne. 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. Le taux de change a presque retrouvé son niveau du 14 janvier 2015 (1.20). Il y a quelques mois, nous relevions toutefois que le rebond de l'euro nous semblait déjà largement refléter l'amélioration des fondamentaux et qu'une nouvelle phase de consolidation relativement horizontale, propice à quelques prises de profits

Citigroup Indicateur de surprise économique - Eurozone



PMI Composite - Pays



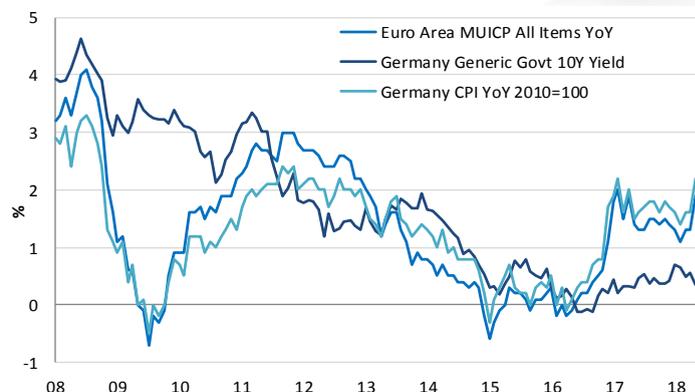
devoir se développer. Nous estimons aujourd'hui, qu'après deux trimestres de stabilisation, les chances de voir la monnaie unique « challenger » le niveau de 1.20 CHF et le dépasser nous semblent à nouveau plus élevées et notamment dans le prochain contexte d'interruption des achats obligatoires de la BCE et des hausses de taux longs qui ne manqueront pas de se manifester au deuxième semestre.

Reprise probable de la croissance après un léger fléchissement temporaire du PIB

La dynamique européenne s'était renforcée comme attendu au 4ème trimestre 2017 (+2.7%) et affichait un résultat finalement supérieur à celui réalisé par l'économie américaine (+2.5%), en raison du léger tassement de l'activité aux Etats-Unis. Cette embellie ne s'est malheureusement pas poursuivie, l'économie européenne a en effet, à son tour, marqué un peu le pas en début d'année. Les prévisions de croissance pour le 1er trimestre 2018 (+0.6%) n'ont effectivement pas été atteintes, la vigueur de l'euro ayant sans doute pesé sur la tendance attendue. Le PIB n'a donc progressé que de +0.4% pour un résultat sur un an de +2.5%. Il y a quelques mois, nous relevions que la prudence restait de mise en matière de prévision conjoncturelle pour la zone euro, dans un contexte d'affaiblissement notable des indicateurs avancés. Nos anticipations d'une faiblesse temporaire de l'activité en zone euro se sont concrétisées, mais elles font place désormais à une appréciation à nouveau un peu plus favorable pour le trimestre en cours et les prochains mois. Les indices PMI semblent se relever de leur déclin des derniers mois, laissant cette fois présager d'une reprise de l'activité. L'indice Markit des services enregistre une reprise encourageante et rebondit de 53.8 à 55 en juin, mais il reste bien en-deçà de son point maximum récent enregistré en janvier (58). Du côté de l'indice manufacturier la tendance reste à la baisse (54.9) et reste une source de préoccupation.

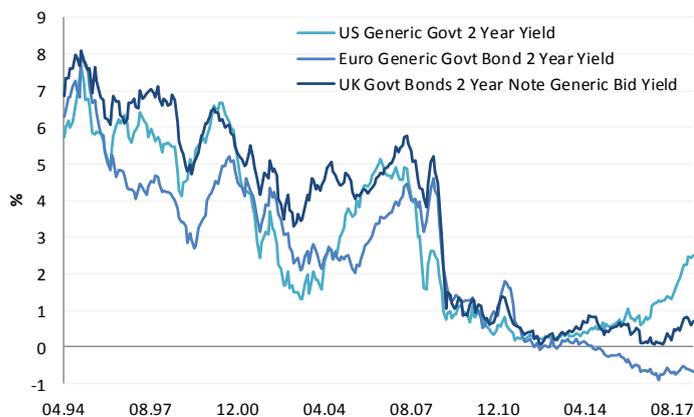
Nos prévisions positives de croissance du PIB européen sont maintenues, mais les risques posés par la hausse de l'euro ne sont pas négligeables et pourraient finalement peser sur les perspectives d'accélération conjoncturelle.

Taux d'intérêt 10 ans - CPI

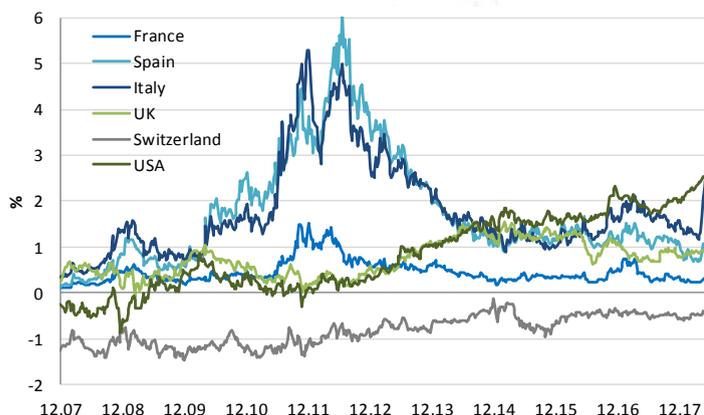


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

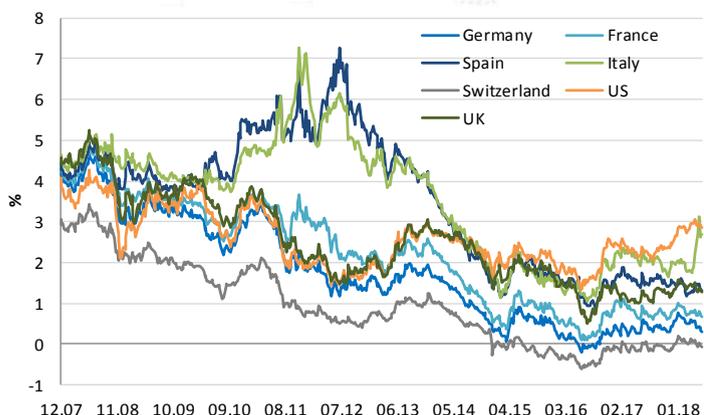
Taux gouvernementaux à 2 ans (US, Euro, UK)



Prime de risque gouvernement vs Bund



Taux à 10 ans des obligations gouvernementales



L'incertitude n'entame pas encore la confiance

Sur le front institutionnel, la problématique du Brexit ne semble plus avoir d'effet majeur sur la confiance économique. La crise des migrants et en particulier les difficultés de trouver une réponse aux demandes appuyées de soutien de l'Italie, ne semblent pas avoir d'effet non plus. Les déclarations et commentaires du président Trump faisant craindre l'ouverture d'un réel second front en zone euro dans la guerre commerciale déclarée au monde entier, affectent probablement de plus en plus le sentiment des investisseurs et des ménages. L'indicateur de la Commission européenne, mesurant le degré de confiance économique, avait déjà fléchi au 1er trimestre, mais celui-ci se dégrade encore un peu désormais, sous l'impulsion de la composante « perspectives économiques », plus nettement en recul que l'indicateur de la confiance des consommateurs.

Les données publiées concernant le climat des affaires et la confiance industrielle sont en léger retrait également, mais comme les indices de confiance des consommateurs, ils restent tout de même proches de leurs plus hauts niveaux des dix dernières années. Sans occulter se léger tassement de la confiance globale, l'appréciation en début de 3ème trimestre reste plutôt positive. L'amélioration du sentiment est assez large et toujours plus soutenue par l'évolution favorable des conditions du marché de l'emploi. En effet, on enregistre une poursuite de la progression de l'emploi et du taux de chômage qui décline en mai à 8.4% et s'éloigne toujours plus du sommet atteint pendant l'été 2013 (12.1%).

Hausse des taux longs encore en sursis

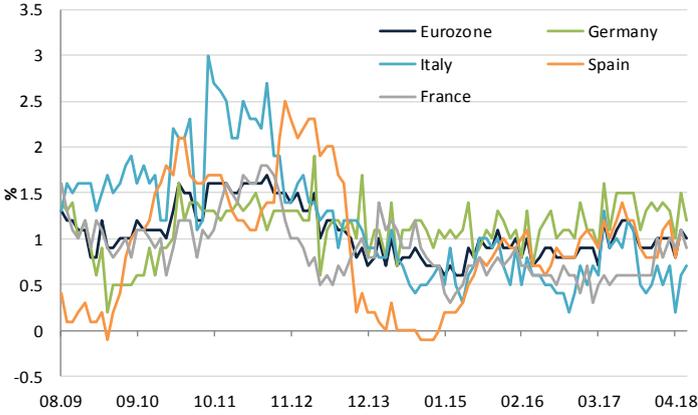
La hausse des taux longs reste toujours suspendue à l'appréciation de l'évolution des risques inflationnistes et de la politique monétaire de la BCE. En ce qui concerne la position de la banque centrale, sa décision de poursuivre la stratégie d'achat d'obligations même à un rythme réduit agit encore comme un frein aux ajustements qui devraient naturellement être opérés par les investisseurs, dans le contexte actuel d'une croissance économique de +2.5% du PIB par an. Le rendement qui devrait être exigé dans la situation économique présente devrait certainement être plus élevé en raison de la reprise graduelle constatée de l'inflation. Cependant, les pressions à la hausse des taux longs sont encore très limitées, notamment parce que la hausse de l'inflation n'est pas provoquée par une hausse des salaires, mais par les prix du pétrole. Il en résulte notamment une contraction des salaires réels non souhaitée. On enregistre, malgré tout, une relative surprise en juin avec une hausse à +2% de l'indice CPI sur un an, qui égale le niveau de février 2017 et relance les anticipations d'un renforcement des prix, même si nous venons de le voir, celles-ci dépendent pour l'instant principalement de facteurs externes comme la hausse des cours du brut. L'inflation hors alimentation et énergie est restée mesurée et relativement stable à +1%, sensiblement au même niveau que la moyenne des dernières années. Il est probable que la BCE n'accorde pour l'instant pas plus d'attention à ce chiffre, qui ne dit rien d'essentiel sur les éventuelles tensions en formation dans l'économie autres que celles provoquées par la hausse du pétrole et de l'euro. Il n'est donc toujours pas urgent d'agir et d'ajuster le rendement attendu sur les obligations d'états à dix ans et tenir compte du fait que le CPI a atteint l'objectif souhaité par la BCE. Il faudra encore attendre un renversement de tendance défavorable à l'euro/dollar et l'apparition de tensions sur le marché de l'emploi pour pousser les anticipations inflationnistes à la hausse et prévoir ultérieurement une hausse des taux longs. Malgré un chômage en baisse à 8.4%, il est encore trop tôt pour anticiper une relance nette de l'inflation provoquée par des hausses de salaires.

Dans ce contexte, les taux longs en zone euro ne devraient pas pouvoir s'affranchir longtemps encore de la relance des taux longs aux Etats-Unis. Le différentiel de rendement nous semble de moins en moins justifié, en raison du rattrapage de croissance opéré par l'économie européenne.

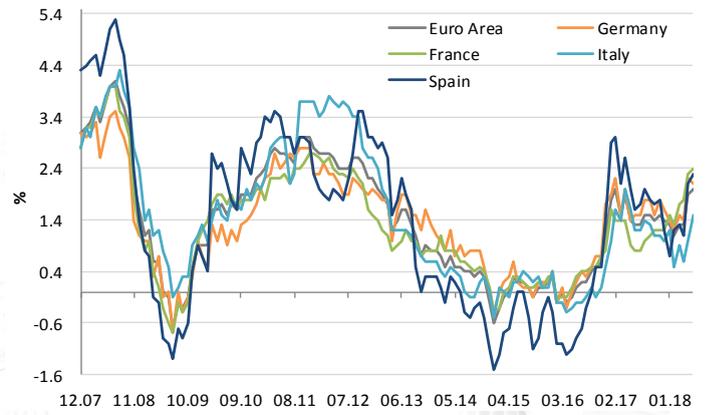
Après un premier semestre encore caractérisé par une certaine stabilité, on devrait assister à un changement de perception des risques des investisseurs. Nous recommandons de ne pas attendre avant de réduire encore le risque obligataire en euros.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

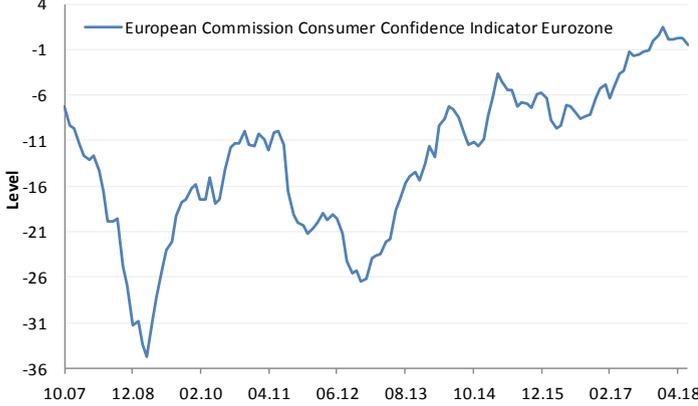
Eurostat CPI - inflation sous-jacente (Eurozone, YoY)



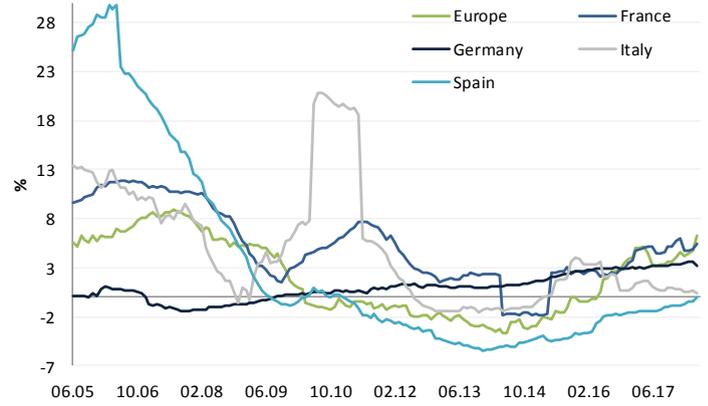
Eurostat CPI - all items (Eurozone, YoY)



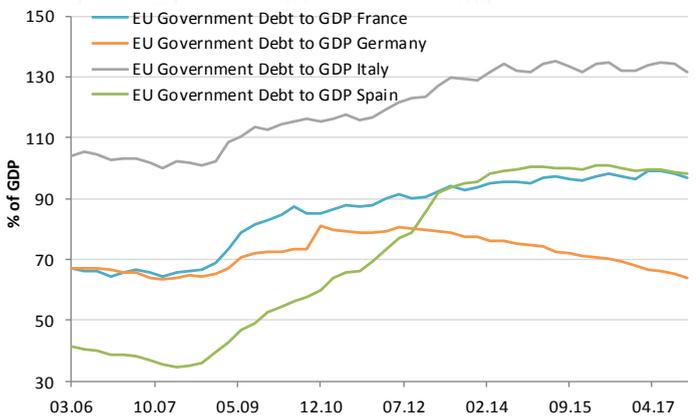
Confiance des consommateurs - Eurozone



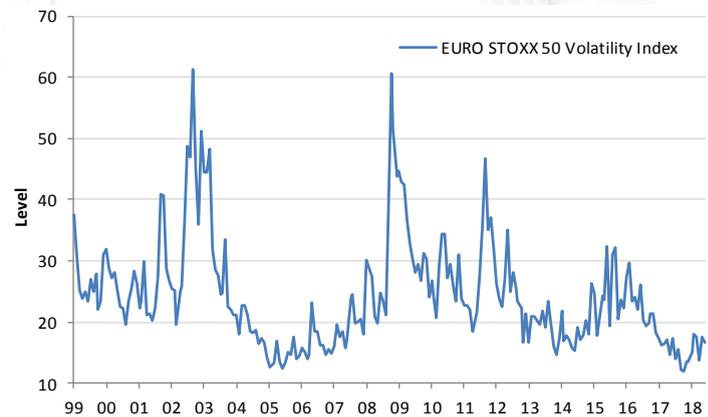
Prêts et crédits aux ménages (Eurozone - YoY)



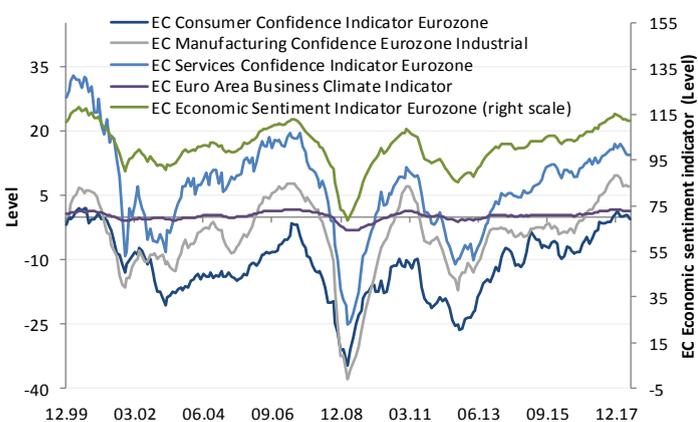
Endettement des gouvernements



Indicateur de volatilité - Eurozone



Confiance en Europe (Economic Confidence Index)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Royaume-Uni

- Négociations du Brexit: la confusion règne plus que jamais
- Un agenda politique impossible
- La livre en mode « wait and see »
- Coup de frein de la croissance au T1 (+0.1%)
- La BoE n'est pas prête à monter ses taux



Négociations du Brexit: la confusion règne plus que jamais

La confusion règne au sein du gouvernement britannique et les négociations engagées avec l'Union européenne semblent toujours dans l'impasse. A moins de 10 mois de la date fatidique du divorce, les Européens sont de plus en plus exaspérés par les atermoiements des britanniques et les propositions irréalistes de Londres en ce qui concerne notamment la frontière irlandaise. Mais les négociations sont aussi au point mort sur d'autres sujets qui mettent toujours plus nettement en évidence l'extrême complexité de la mise en œuvre concrète du Brexit. Deux ans après le référendum et après 15 mois de discussions, Theresa May ne parvient toujours pas à fixer une stratégie claire et compréhensible pour la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. Après avoir tenté d'imposer un Brexit « dur » qui semblait initialement correspondre à l'esprit du référendum, elle a ensuite compris la nécessité d'obtenir une période de transition indispensable à la recherche d'une solution plus complexe et certainement plus réaliste. Face à l'ampleur du défi et des oppositions, elle envisage aujourd'hui de reculer la date du Brexit à 2023, admettant de facto que la période de transition, pourtant obtenue avec les Vingt-Sept jusqu'au 31 décembre 2020 serait trop courte pour mettre sur pied un véritable plan de mise en application. Une stratégie qui lui donnera plus de temps pour obtenir un compromis au sein de sa majorité, mais son gouvernement reste plus que jamais divisé entre les pro-européens partisans du maintien du Royaume-Uni dans l'union douanière et les partisans d'une négociation bilatérale intransigeante. La question irlandaise n'est, dans ce contexte, pas le plus petit sujet sur lequel Theresa May pourrait bien buter dans les prochaines semaines. Il semble en effet impossible de mettre en œuvre une sortie de l'union douanière sans immédiatement devoir réintroduire une frontière physique en Irlande du Nord. Un tel développement remettrait en question les accords de pays signés il y a deux décennies et pourrait provoquer des réactions insoupçonnées. L'Union européenne n'a pas de doute sur cette question, la problématique irlandaise ne peut être aplaniée que par un maintien du Royaume-Uni dans l'union douanière, ce qui n'est à ce jour pas une option envi-

sageable pour les tenants d'un Brexit radical. L'Union européenne a d'ailleurs déjà refusé la proposition britannique imaginée pour éviter la réintroduction d'une frontière en Irlande en relevant qu'elle soulevait plus de questions qu'elle n'apportait de réponses.

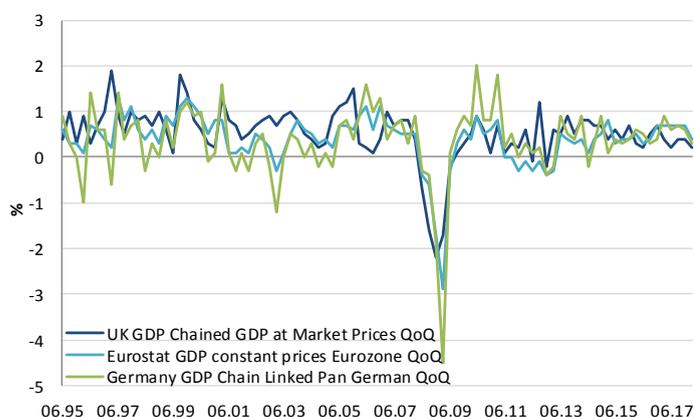
Une victoire des députés pro-européens qui met fin au risque de « no deal » ?

Lors de l'examen de la loi sur le retrait de l'Union européenne, la Première ministre britannique a évité de justesse une cinglante défaite en obtenant le retrait d'un amendement sur le point d'être voté, qui aurait donné un droit de veto au Parlement sur les termes de l'accord négocié par le gouvernement. Les députés pro-européens conservateurs ont en effet fait reculer Theresa May le 12 juin sur un point clé en obtenant l'abandon du Brexit dur. Elle leur a en effet promis de tenir compte de l'avis du Parlement à l'automne, lorsque le gouvernement présentera le contenu d'un éventuel accord avec l'Union européenne qui reste à trouver. La rébellion de certains députés conservateurs a donc fait céder la première ministre, qui se trouve un peu plus affaiblie par cette concession. La stratégie du « no deal » censée faire pression sur l'Union européenne, semble donc écartée, ce qui est un succès important pour l'avenir immédiat des négociations. Celles-ci pourraient désormais être plus constructives et pragmatiques. Mais c'est peut-être aussi une nouvelle voie qui s'ouvre et qui pourrait même conduire à de nouvelles élections, à une chute du gouvernement May ou même à l'organisation d'un nouveau référendum sur l'accord de sortie du Royaume-Uni lorsqu'il sera formalisé.

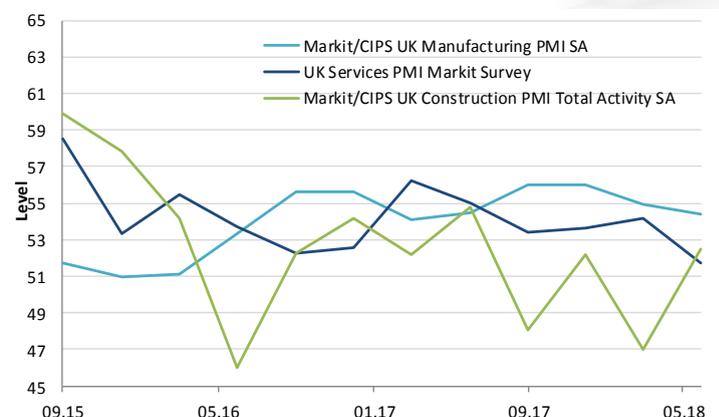
Un agenda politique impossible

Un agenda impossible pour la réunion du Conseil européen prévue pour les 28 et 29 juin et qui devait en particulier traiter la question épineuse de la frontière entre l'Irlande du Nord et la République d'Irlande, ainsi que celle des futures relations commerciales. Dans le contexte actuel particulièrement agité au sein du gouvernement britannique,

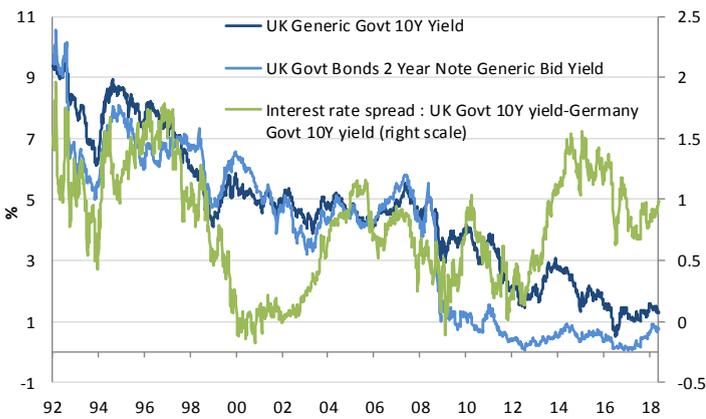
Croissance trimestrielle du PIB - UK



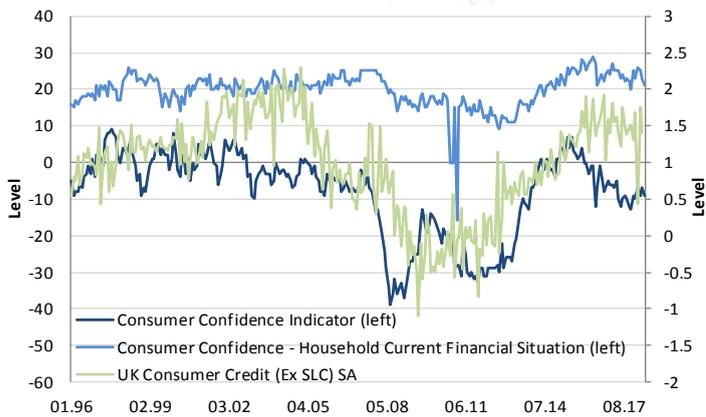
PMI manufacturier, services et construction - UK



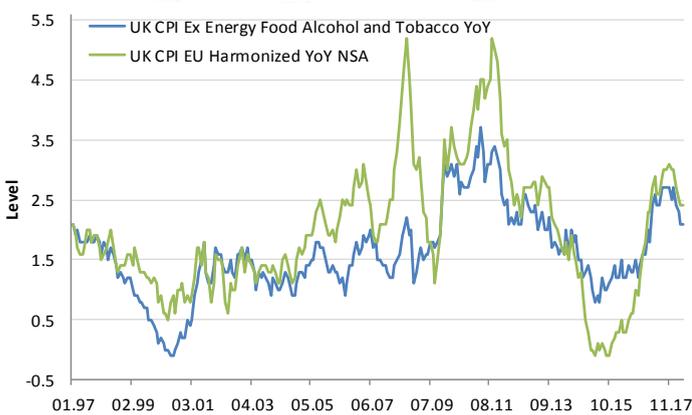
Taux gouvernementaux UK à 2 ans et 10 ans



Confiance des consommateurs



Inflation CPI



Indicateur avancé



il semble illusoire d'espérer pouvoir disposer de la feuille de route des britanniques fixant les grandes lignes qu'ils souhaitent présenter aux Européens à cette occasion. Il est donc probable que les négociations n'avancent pas réellement lors de cette réunion et que l'été ne soit ensuite pas suffisamment propice à l'établissement d'un accord à valider lors du prochain Conseil d'octobre. Du côté des négociateurs européens, l'agacement est palpable, les propositions faites par le Royaume-Uni sont jugées peu satisfaisantes et les risques d'une absence d'accord ne sont clairement pas écartés. Au Royaume-Uni, le monde des affaires ne cache pas sa frustration face à l'absence de réalisme des politiques et l'opinion publique se déclare de plus en plus sceptique sur le bien-fondé du Brexit. La population doute et l'opinion évolue progressivement aussi en faveur de l'idée d'un référendum sur l'accord final négocié par le gouvernement. Le remplacement à la direction du Daily Mail d'un rédacteur europhobe par un nouveau rédacteur en chef plus europhile est peut-être un signe.

La livre en mode « wait and see »

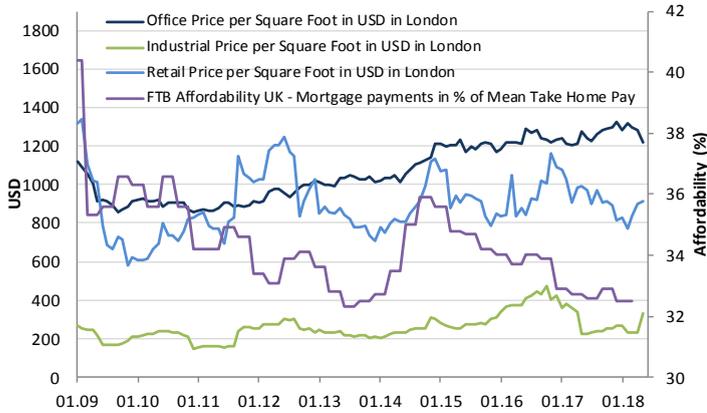
La devise britannique ne semble toujours pas affectée par l'incertitude politique et l'absence d'avancée concrète sur la définition du modèle commercial post-Brexit. Nous estimons toujours que la livre est entrée dans une phase de stabilisation contre la plupart des principales monnaies, après avoir enregistré la chute historique consécutive au Brexit. Depuis la relance des négociations en décembre 2017, la livre sterling avait plutôt bénéficié d'un environnement politique un peu plus constructif, laissant escompter une solution raisonnable entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Cette anticipation supporte encore, pour l'instant, le taux de change livre/euro qui reste stable depuis octobre 2017 entre 1.12 et 1.14. Cependant, après avoir privilégié le scénario d'une stabilisation du taux de change au 1^{er} semestre 2018, nous craignons désormais que le rapprochement de la date du Brexit en mars 2019 et les difficultés rencontrées pour progresser dans les négociations n'augmentent le niveau de risque et n'affecte à nouveau la perception des investisseurs sur les perspectives de la livre sterling. A moins d'une année de la date fatidique, l'incertitude est encore extrême, même s'il semble qu'une sortie brutale ne soit pas la plus probable à ce jour. Un retour de la volatilité n'est donc pas exclue au cours des prochains mois avec un retour possible des pressions sur la livre sterling.

Coup de frein de la croissance au T1 (+0.1%)

L'économie britannique poursuit sa lente dégradation entamée après le vote de sortie de l'Union européenne. Elle ne parvient en effet pas à stabiliser sa croissance comme espéré, alors que le contexte économique international et européen, en particulier, est relativement soutenu. Après l'effritement de la croissance du PIB au 4^{ème} trimestre 2017 (+0.4%), les chiffres du 1^{er} trimestre 2018 se sont avérés très sensiblement inférieurs aux attentes en enregistrant la plus faible performance depuis 2012. Le coup de frein est net puisque la dynamique se stoppe presque totalement, le PIB britannique ne réalise en effet qu'une très faible progression de +0.1%. En rythme annuel, la croissance du PIB est ainsi passée de +3.4% en décembre 2014 à seulement +1.2% en mars 2018. L'économie britannique est donc à la peine et pourrait rapidement se trouver dans une situation encore plus délicate sans une réelle reprise au 2^{ème} trimestre. La dernière publication des chiffres pour la production industrielle ne sont pas encourageants, la chute de -0.8% sur le mois d'avril prend par surprise les estimations de progression limitée de 0.1% des analystes. La plupart des composantes voient une baisse de la production à l'exception du segment énergie. Sur un an, elle reste en croissance de +1.8%, mais ne profite pas réellement de la stabilisation de la livre sur des niveaux bas contre euro. La production dans le secteur manufacturier enregistrerait même son plus important déclin depuis octobre 2012 (-1.4%) alors que les anticipations faisaient état d'une hausse attendue de +0.3%. Le déficit de la balance commerciale s'est dégradé à 5.37 milliards de livres ; un résultat inquiétant en comparaison de celui de mars, qui était déjà de 3.2 milliards. La balance commerciale enregistre donc son 3^{ème} plus mauvais résultat des cinq dernières années. Dans un contexte de compétitivité accrue de la Livre, il est particulièrement décevant de constater que les exportations ne parviennent malheureusement pas à croître et glissent même de -0.5% à la fin mars.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Prix de l'immobilier au m2

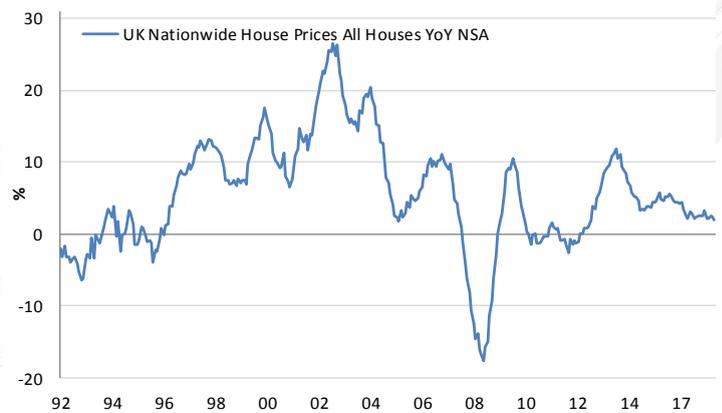


Une baisse concomitante des importations (-0.6%) a freiné la dégradation constatée de la balance commerciale. Le climat économique incertain continue d'inquiéter les consommateurs britanniques sur la même période d'analyse avec une consommation privée toujours faible (+0.2%). La demande intérieure peut heureusement encore ce trimestre bénéficier du soutien de la consommation publique en hausse de +0.5%.

Quelques signes d'espoir pour un meilleur PIB au 2^{ème} trimestre

L'indice Markit/CIPS composite PMI est l'un des facteurs positifs permettant d'envisager un meilleur 2^{ème} trimestre pour l'économie britannique. En effet, depuis le mois de mars, cet indicateur avancé a progressé de 52.4 à 53.2 pour terminer en mai sur une note positive de 54.5. Relevons toutefois que malgré cette reprise, il se situe bien en dessous du sommet atteint en avril 2017 à 56.3. Le rebond de l'indice composite s'appuie sur une relance des indicateurs manufacturiers (hausse de 53.9 à 54.4) et des services (hausse de 52.8 à 54.0). A contrario, la mesure de l'activité pour le secteur construction se stabilise à 52.5, toujours bien en dessous des niveaux élevés de 2015. La confiance des consommateurs et le baromètre des affaires sont un peu plus optimistes qu'auparavant. L'incertitude causée par le Brexit pèse toujours sensiblement sur la psychologie des agents économiques, mais la confiance des consommateurs et celle des milieux économiques s'améliore légèrement en mai. Le marché du travail envoie quant à lui des signaux mixtes. Le taux de chômage reste relativement bas à 4.2%, mais les demandes d'allocation baissent, tandis que les créations d'emploi augmentent à un rythme plus faible en avril qu'en mars. L'analyse du marché de l'emploi est spécialement importante dans la situation actuelle pour déterminer si la faible croissance du PIB du 1^{er} trimestre pourrait être suivie d'une nouvelle faiblesse. La création de 146'000 emplois en mai est positive et se situe plutôt dans la partie élevée de la série statistique des dix dernières années. Un rythme de création d'emploi soutenu au 2^{ème} trimestre est donc un signe encourageant pour l'évolution du PIB. L'évolution des salaires l'est également et laisse supposer que l'économie pourrait profiter d'une reprise possible de la consommation.

Croissance des prix de l'Immobilier

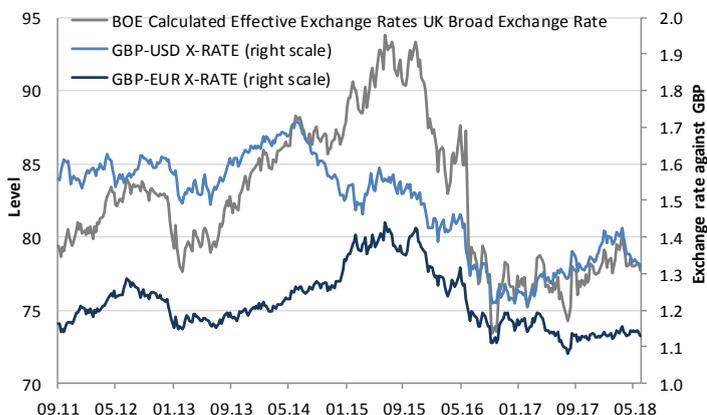


Les perspectives de croissance pour l'économie britannique devraient rester plutôt limitées dans l'environnement actuel. Une reprise au 2^{ème} trimestre semble un peu plus probable aujourd'hui en regard des indicateurs avancés légèrement meilleurs.

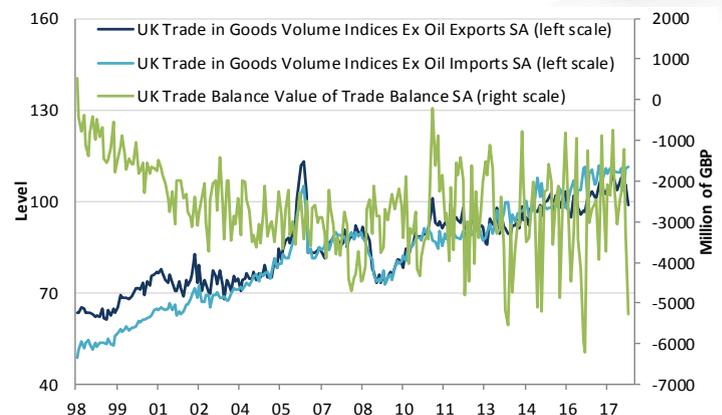
La BoE n'est pas prête à monter ses taux

La BoE a récemment publié les résultats de son sondage sur le niveau des attentes inflationnistes des consommateurs sur un horizon d'un an, en légère hausse de 3.4% à 3.5%. La proportion des ménages s'attendant à une hausse des taux d'intérêt sur les douze prochains mois a diminué de 58% à 51%. L'objectif d'inflation de la BoE de 2% avait été dépassé dans le contexte du Brexit, mais depuis le début de l'année, l'indice CPI glisse régulièrement de son sommet de 3.1% atteint en novembre à 2.4% en avril 2018. La baisse des indices de prix devrait permettre à la BoE d'envisager l'affaiblissement conjoncturel du 1^{er} trimestre avec un peu plus de sérénité. Elle est certainement préoccupée depuis quelques mois par la baisse d'activité au Royaume-Uni, mais la tendance prise par l'inflation devrait clairement lui permettre de maintenir une politique accommodante pour un temps encore. La croissance des salaires est désormais supérieure à l'inflation, ce qui devrait avoir une implication positive pour la consommation. La position de la BoE reste donc difficile, en particulier si l'on considère qu'elle espère peut-être une révision à la hausse de la publication du PIB pour le 1^{er} trimestre. Il est probable que celle-ci souhaite normaliser son objectif de taux directeur actuellement à 0.5%, mais il nous semble que ce mouvement n'a que très peu de chance d'intervenir prochainement ; les probabilités d'une action en août restent ainsi inférieures à 50%. Le statu quo devrait encore durer dans le contexte actuel de tassement conjoncturel. Comme nous l'annonçons dans nos analyses précédentes, la hausse des taux directeurs à 0.5% devrait être suivie d'une longue période d'inaction avant une hausse mineure en seconde partie d'année. L'évolution du PIB au 2^{ème} trimestre sera un facteur déterminant dans l'évolution de la politique monétaire des prochains mois.

Taux de change effectifs de la livre sterling



Balance commerciale - Exportations - Importations



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Japon

- Matérialisation des risques de tassement conjoncturel
- L'économie devrait éviter une récession technique
- Faiblesse persistante des dépenses des ménages
- Indicateurs avancés toujours moroses
- Enfin une nouvelle faiblesse du yen contre dollar



Les risques de tassement conjoncturel annoncés se sont matérialisés au premier trimestre

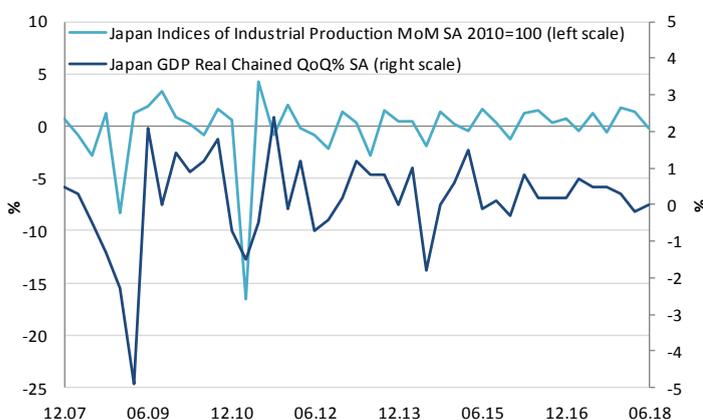
Notre prévision d'un probable tassement conjoncturel au Japon pendant le 1^{er} trimestre, provoqué notamment par la hausse du yen de +10% contre le dollar, s'est donc effectivement matérialisé avec la confirmation du recul de -0.2% du PIB sur trois mois. Le PIB réel sur un an est désormais en recul de -0.6%, sa plus mauvaise performance depuis le 4^{ème} trimestre 2015. La vigueur inattendue du yen entre les mois de décembre 2017 et de mars 2018 a clairement freiné la reprise des exportations et des profits des entreprises, qui avaient été des moteurs importants de la reprise conjoncturelle. Mais c'est surtout la baisse de la consommation des ménages qui a pesé sur le rythme de croissance du PIB en début 2018. La croissance japonaise a donc finalement marqué le pas après huit trimestres de croissance d'affilée. Ce résultat interrompt l'une des plus longues séquences de progressions régulières du PIB japonais.

Le rythme de croissance s'était déjà essoufflé au cours des derniers trimestres laissant entrevoir un probable développement négatif en début d'année 2018. Nous relevons ainsi dans nos analyses de début d'année l'accroissement des risques de contreperformance économique au Japon en raison notamment de l'effet de change. Mais ce dernier n'aura pas été le seul facteur déterminant, car malgré la hausse du yen de +10%, les exportations ont, par exemple, été encore relativement solides et ont apporté une contribution positive de +0.6% au PIB. La progression de +0.3% des dépenses d'investissement des entreprises a également été un facteur positif, mais ces deux éléments conjoints n'ont pas suffi à contrer la faiblesse de la consommation privée en légère contraction de -0.1%. L'économie japonaise avait été soutenue par un environnement favorable au développement de ses exportations en 2017 et par une reprise de l'investissement, mais la hausse du yen a clairement pénalisé cette reprise économique et est risqué encore de peser sur l'évolution du PIB au 2^{ème} trimestre.

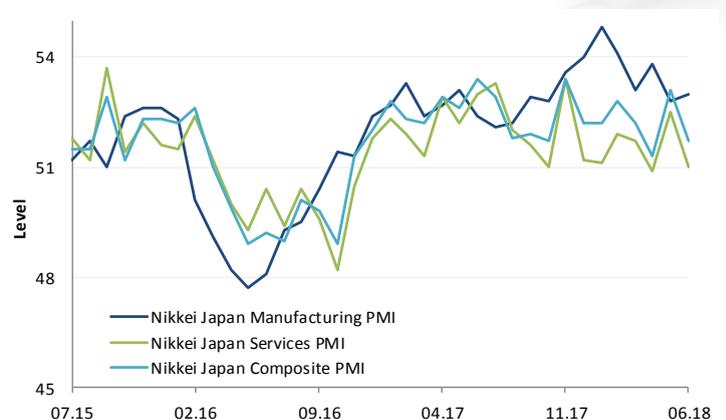
L'économie devrait éviter une récession technique au 2^{ème} trimestre

La croissance des exportations au 1^{er} trimestre a nettement fléchi (+7.8%) sur un an en mars. Elle perdait de fait plus de la moitié de sa dynamique enregistrée en août 2017 (+18%). Nous craignons encore que l'économie japonaise manque du soutien d'une devise faible, au moment où la demande domestique a plus que jamais besoin de confiance et 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 +0.9% entre le 3^{ème} et le 4^{ème} trimestre 2017, pour s'établir à peine à +0.2% à la fin mars. Le taux de croissance de +26.6% enregistré au 1^{er} trimestre 2017 est bien loin désormais. Dans ce contexte, il est aussi légitime de s'inquiéter pour les perspectives de la consommation alors que l'inflation a fléchi de 1.1% en mars à 0.6% en avril. La hausse du yen s'est heureusement interrompue en mars et fait désormais place à une faiblesse enfin bienvenue pour l'économie japonaise. La menace diminue donc au 2^{ème} trimestre, mais à 109.5 yen pour 1 dollar le yen reste « fort » contre le dollar en comparaison à sa valeur du 31 décembre 2017. 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 reste tout de même préoccupante et pèse toujours sur les perspectives du Japon pour les prochains trimestres. En l'absence d'un plus net affaiblissement au T2 du yen, nous envisageons un développement économique toujours 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 plus durable en matière de taux de change et d'un affaiblissement plus net du yen. Même si les risques sont désormais réels de voir la vigueur du yen entraîner une nouvelle fois l'économie japonaise dans une récession technique surprise, il nous semble que l'économie japonaise devrait éviter le pire au 2^{ème} trimestre.

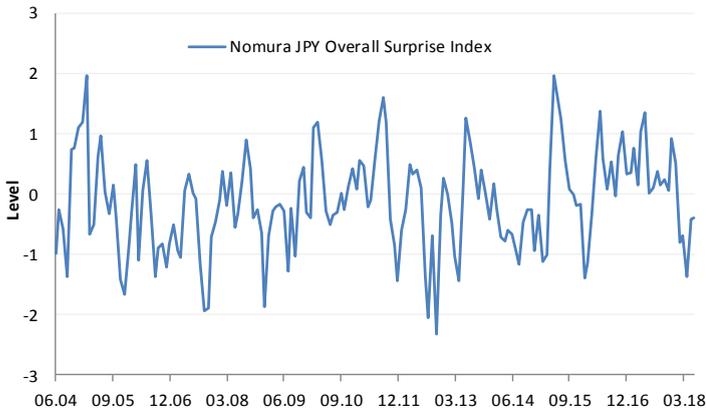
PIB et production industrielle



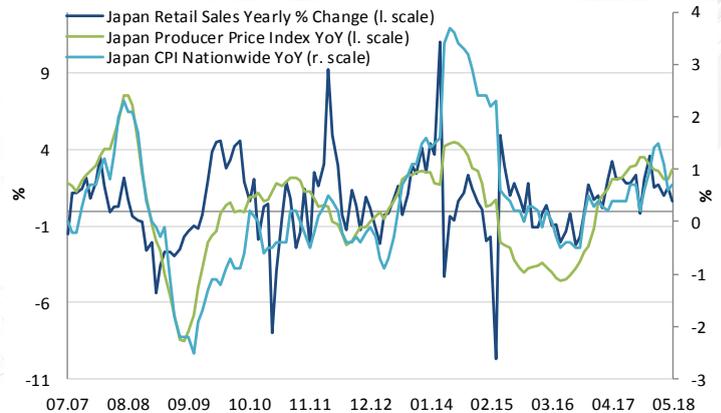
PMI Composite, manufacturier, services - Japon



Indicateur de surprise économique



Inflation (CPI et PPI) et ventes de détail



Faiblesse persistante des dépenses des ménages

Après une hausse encourageante en janvier de +1.9%, les dépenses des ménages ont reculé les trois mois suivants de -0.9%, -0.7% et -1.3% en base annuelle. Les consommateurs japonais restent donc particulièrement prudents malgré un niveau de chômage toujours très bas. En effet, la croissance des salaires ne profite pas du taux de chômage historiquement faible, le rebond de +2% des revenus en mars a malheureusement été suivi par un taux plus faible en avril d'à peine +0.9%. Faudra-t-il attendre que le taux de chômage (2.5%) chute encore en dessous de 2% pour voir enfin une croissance des salaires supérieure à +2.5% et observer un effet induit notable sur l'inflation ? La situation du marché du travail s'est pourtant améliorée comme le suggère également le ratio des offres d'emploi par rapport à la demande, au plus haut niveau des trente dernières années à 1.59. Mais la progression réduite des revenus et des salaires reste un facteur déterminant du manque d'enthousiasme des consommateurs. Aussi longtemps que le revenu net des ménages ne montrera pas de progression plus significative, il y a fort à craindre que la consommation privée ne pourra pas apporter la contribution espérée à la croissance du PIB. La BoJ espère toujours de son côté que les profits des entreprises seront mieux répartis et permettront en particulier une hausse des revenus indispensable à la croissance de la demande privée et à la relance de l'inflation. Un affaiblissement du yen reste certainement une condition indispensable pour atteindre cet objectif.

Indicateurs avancés toujours moroses

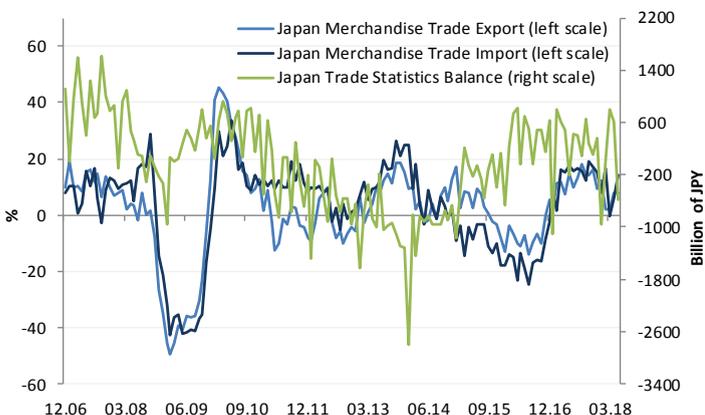
Le retour des incertitudes liées aux résultats du quatrième trimestre ne sera pas immédiatement contré par des indicateurs avancés qui restent encore relativement moroses. L'économie japonaise est en croissance, mais l'hésitation est toujours présente et la vigueur temporaire du yen au 1^{er} trimestre 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 début d'année 2018. La production

industrielle ne progressait que de +0.3% en avril et décevait les observateurs avec ce résultat inférieur aux attentes. En rythme annuel, la croissance de +2.5% est également décevante et très éloignée des meilleurs résultats de 2017 (+6%). 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. Les indices PMI enregistrent un tassement global, l'indice composite glisse à 51.7 et se situe dans les niveaux bas de l'année 2017. Le PMI des services fléchi aussi à 51, légèrement en dessous de sa valeur de janvier, indiquant un ralentissement du rythme de croissance des nouveaux contrats. Le PMI manufacturier pour le mois de mai se stabilise à 52.8 et dans l'ensemble, les indicateurs avancés du cycle économique pointent vers un ralentissement à venir.

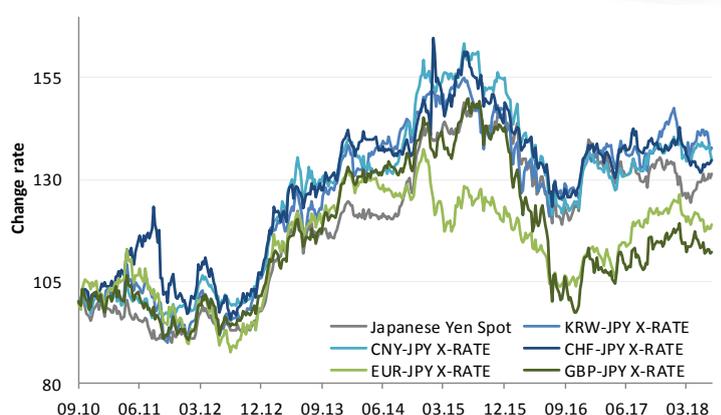
Enfin une nouvelle faiblesse du yen contre dollar

La récente faiblesse du yen apportera certainement une nouvelle bouffée d'oxygène à l'économie japonaise, mais sa baisse d'environ 5% contre le dollar de 105 à 110 est certainement insuffisante pour apporter toute la contribution nécessaire souhaitée. Dans notre analyse du mois de mars, nous relevions que la vigueur du yen était en partie liée à son caractère de valeur refuge dans un contexte incertain et annoncions un probable retour du taux de change à 110-115 lorsque la volatilité des marchés financiers diminuerait. La politique monétaire vise toujours à affaiblir le yen, mais les moyens à disposition restent encore limités. Nous sommes toujours d'avis que le yen devrait normalement être délaissé par les investisseurs, en raison d'un environnement de taux d'intérêt totalement défavorable et de différentiels de taux qui devraient encore pénaliser la monnaie nippone. La mise en œuvre de la normalisation de la politique monétaire américaine ainsi que des perspectives de nouvelles hausses des taux longs aux Etats-Unis devraient ainsi peser plus nettement sur la valeur du 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 même si le yen semble toujours sous-évalué pour certains.

Balance commerciale en Milliards de JPY



Taux de change (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Chine

- La croissance du PIB chinois reste robuste
- L'excédent commercial se réduit, mais pas avec les Etats-Unis
- La hausse des tarifs douaniers ne réduira pas le déficit américain
- Dépréciation voulue du Yuan ?

La croissance du PIB chinois reste robuste

Les attentes de croissance pour l'économie chinoise ne sont pas trop influencées par les risques de guerre commerciale et restent donc proche de +6.5% pour 2018, +6.3% pour 2019 et +6.2% pour 2020. Les prévisions moyennes des économistes restent inchangées pour le second semestre, comme celles de l'inflation (2.2%) et des taux directeurs de la PBoC qui devraient rester stables à 4.35% d'ici à la fin de l'année. La banque centrale n'a d'ailleurs pas suivi la Fed en juin lorsque cette dernière a remonté de 0.25% ses taux directeurs, se préparant certainement à maintenir des conditions de politique monétaire plus flexibles en prévision des risques, difficiles à estimer, d'une hausse des tarifs douaniers américains. Plusieurs indicateurs économiques pour le mois de mai ont légèrement déçu lors de leur publication, mais nous estimons que ces résultats ne doivent pas (encore) être attribués à la prise en considération des nouvelles conditions qui gouverneront prochainement les échanges commerciaux entre les deux pays. Il est, en effet, encore trop tôt pour estimer quels seront finalement les secteurs économiques et produits concernés ainsi que les effets sur le niveau réel des futurs échanges. Le léger ralentissement observé provient d'ailleurs essentiellement de la décélération des investissements en infrastructure qui n'a en effet pas de lien avec le renforcement des tarifs douaniers.

Une inflation limitée laisse une capacité d'action à la PBoC

L'inflation sur un an est à nouveau inférieure à 2% en Chine, elle revient, en effet, à 1.9% en juin après avoir subi pendant un court moment une hausse de +2.9% en février. Les pressions inflationnistes restent donc globalement faibles en Chine, ce qui permettra à la PBoC de profiter d'une marge de manœuvre suffisante, dans le contexte d'une future guerre commerciale nécessitant la mise en œuvre d'une politique favorable à la croissance économique pour compenser les éventuels effets négatifs d'une diminution de ses exportations. L'évolution des prix à la production s'est avérée supérieure aux estimations en raison essentiellement de la hausse des prix du pétrole. La récente

Croissance du PIB YoY



chute du yuan pouvant augmenter les risques d'inflation importée au cours des prochains mois, nous estimons que l'inflation devrait donc légèrement progresser au-dessus de 2% au second semestre.

L'excédent commercial se réduit, mais pas avec les Etats-Unis

La croissance des exportations exprimée en yuan (+3.2%) a cependant nettement ralenti en mai, suivant en ce sens une tendance déjà établie depuis le 2ème trimestre 2017. En dollars, les exportations ont enregistré une progression de +12.6%. Une demande internationale plus faible explique le ralentissement de la croissance des exportations, qui a très fortement réduit l'excédent commercial chinois en mai, par rapport au niveau de la fin d'année 2017 (54 milliards). Le surplus commercial chinois en mai de 24.9 milliards de dollars est presque exclusivement dû au déficit commercial américain (24.6 milliards) qui n'a pas baissé pendant la période. De quoi renforcer la volonté du président américain de s'attaquer sérieusement à cette question par l'introduction de taxes ciblées.

Sérénité affichée par les indicateurs avancés

Les indicateurs avancés ne montrent encore aucun signe d'inquiétude spécifique liée au déclenchement des hostilités et aux augmentations de tarifs douaniers mises en œuvre par le président Trump. L'indice PMI composite fléchit légèrement de 54.6 à 54.4 en juin et ne semble pas annoncer de ralentissement de l'activité dans le contexte de nouvelles tensions commerciales. Le segment manufacturier ne montre pas plus d'inquiétude et reste stable à 51 (51.1 en mai) tandis que l'indicateur avancé Caixin China PMI Services avance de 52.9 à 53.9 en juin pour se rapprocher de son niveau le plus élevé des trois dernières années de 54.7. Les indicateurs avancés ne semblent pas particulièrement craindre d'éventuels effets négatifs du bras de fer qui s'est engagé entre les deux plus importantes économies mondiales.

PMI et production industrielle



Investissement immobilier, infrastructures et industrie (YoY)



Exportations - Importations (YoY)



La hausse des tarifs douaniers ne réduira pas le déficit commercial américain

Le 6 juillet, la guerre commerciale a débuté avec une première salve de nouveaux tarifs douaniers portant sur environ 34 milliards de dollars d'importations chinoises, laquelle a été suivie de hausses similaires en Chine couvrant des produits américains. Les Etats-Unis veulent réduire leur déficit commercial avec la Chine et feront pression pour obtenir satisfaction en introduisant des tarifs douaniers supérieurs sur les exportations chinoises en direction des Etats-Unis. L'objectif avoué de réduire de 200 milliards le déficit ne peut sans doute pas être atteint par la simple introduction de tarifs douaniers. Il pourrait l'être par une augmentation des importations chinoises de produits américains, si la Chine pouvait et souhaitait augmenter ses importations. Il est vrai qu'en proportion aux importations totales, celles en provenance des Etats-Unis sont faibles, mais cela peut être justifié par la nature de la production américaine et son niveau de prix qui ne correspond pas aux besoins chinois. Une hausse des taxes d'importations ne stoppera pas les importations américaines de Chine, elle augmentera essentiellement les coûts des produits chinois pour les consommateurs américains, en raison de la faible substituabilité des produits existants et produits aux Etats-Unis.

Les importations chinoises des Etats-Unis représentent moins de 10% des importations totales. La Chine importe peu en comparaison aux autres économies développées, mais elle importe surtout peu depuis les Etats-Unis. L'introduction de taxes douanières vise donc indirectement à forcer la Chine à acheter plus de produits américains dans l'objectif de réduire le déficit global. Mais quels sont les produits américains susceptibles d'être choisis par la Chine ?

L'introduction de barrières tarifaires pourrait cependant réduire le niveau de profits des exportateurs chinois qui décideraient de ne réduire

leurs prix de vente pour compenser, en partie au moins, l'introduction des taxes américaines.

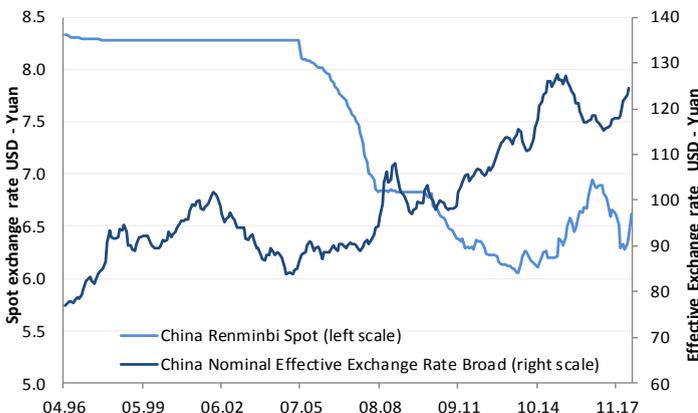
Mais pour l'heure, rappelons que les mesures introduites par les Etats-Unis seront suivies de mesures similaires qui frapperont cette fois les produits américains exportés en Chine. Il est donc encore moins probable que cette politique permette au président américain d'atteindre son objectif.

Dépréciation voulue du yuan ?

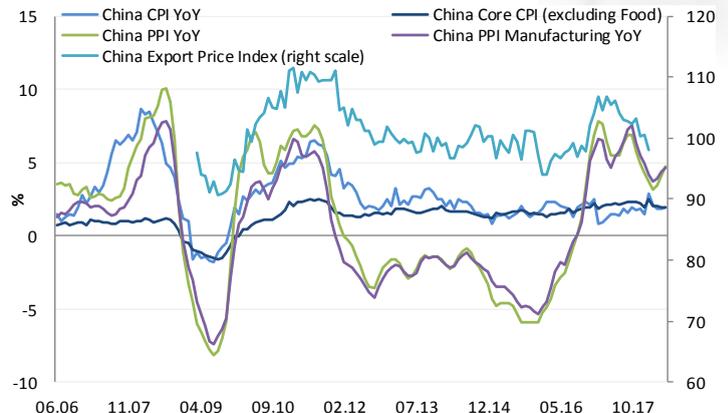
Les tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine se sont accrues et font désormais peser des menaces un peu plus sérieuses sur l'évolution des échanges commerciaux entre les deux pays. L'escalade des mesures qui peuvent être prises de part et d'autre fait craindre des effets négatifs sur la croissance des PIB. Le gouvernement américain n'a peut-être pas encore pris toute la mesure des effets potentiels sur sa propre économie, mais il observe, sans doute déjà avec inquiétude, la dépréciation rapide du yuan de -5% à la fin juin. Le yuan a, en effet, enregistré sa plus forte dépréciation trimestrielle (-6%) depuis 1994. Le gouvernement chinois est-il en train de dévaluer délibérément sa devise en réaction à l'introduction de taxes douanières américaines ?

Une telle politique pourrait bien être envisagée, mais il nous semble que la menace de vente d'actifs en dollars serait potentiellement plus dommageable aux Etats-Unis et, notamment, l'interruption du financement de la dette extérieure américaine. Ainsi, les mesures de rétorsion chinoises pourraient être plus directement dirigées dans cette direction ce qui aurait finalement comme impact une hausse du yuan.

Taux de change effectif et USD/Yuan



Inflation CPI - Core CPI



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCENARIO MACROECONOMIQUE

Émirats Arabes Unis

- Fin des restrictions sur les investissements étrangers aux EAU
- Nouvelles réformes pour réduire la dépendance du pays au pétrole
- Actionnariat à hauteur de 100% pour les non-Emiratis
- Visa de longue durée pour les investisseurs et travailleurs qualifiés
- Implémentations et aspects techniques

Les EAU mettent fin à une décennie de restrictions concernant les règles d'investissements étrangers

En date du 20 mai 2018, les Émirats arabes unis annoncent finalement les changements tant attendus sur la loi d'investissement visant à stimuler les investissements étrangers. Après des décennies de restrictions sur les règles actionnariales, les Émirats arabes unis optent pour un projet de loi qui autorise les investisseurs étrangers à détenir le 100% des actions dans des secteurs spécifiques approuvés par le gouvernement, contre 49% actuellement. Cette prise de décision vise à stimuler les investissements étrangers en plus de réduire la dépendance du pays à l'égard du pétrole.

En vertu de la nouvelle loi, le gouvernement s'est également engagé à accorder des visas de longue durée à certains investisseurs et professionnels. Il s'agit d'une percée majeure par rapport aux règles imposées des dernières décennies en matière d'investissement étranger et de conditions de résidence.

Contrairement aux attentes de la plupart des investisseurs internationaux, les EAU ne renonceront pas complètement à la limite établie de 49% (pourcentage autorisé du capital d'entreprises que les investisseurs étrangers peuvent détenir). De plus, le gouvernement n'ayant pas encore présenté la liste des secteurs et des types d'investisseurs éligibles à cette nouvelle loi, il demeure difficile d'évaluer le réel impact de cette réforme sur l'économie des EAU à moyen terme.

Les récentes décisions ont pour objectifs de bénéficier du retour des investissements étrangers dans des actions d'entreprises des EAU et tout particulièrement celles du secteur de l'immobilier dont l'indice est rentré au deuxième trimestre 2018 dans un marché baissier. A cela s'ajoute les perspectives du secteur immobilier actuellement en baisse, sans compter que de nombreux investisseurs étrangers ont procédé à des retraits importants de leurs fonds des marchés boursiers locaux.



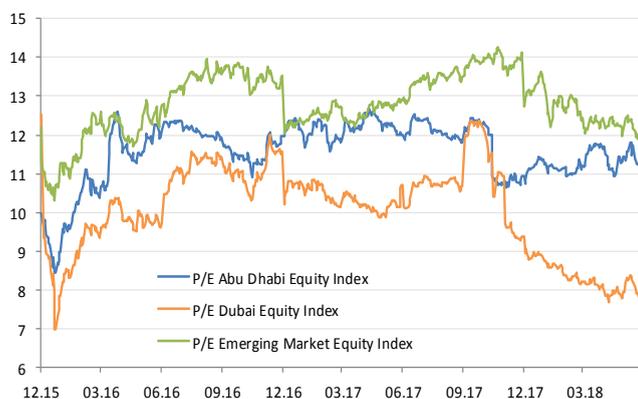
Le secteur de l'immobilier et de la construction, fortement corrélés à la croissance de la population, demeurent tous deux un pilier important de l'économie des EAU. Par conséquent, l'approche proactive du gouvernement des EAU pour assurer la durabilité de la croissance économique et de diversifier son économie est plus vitale que jamais, en particulier à la lumière de la dilution attendue à long terme des revenus pétroliers dont le pays dépend encore largement.

Nouvelles réformes radicales pour réduire la dépendance du pays à l'égard du pétrole

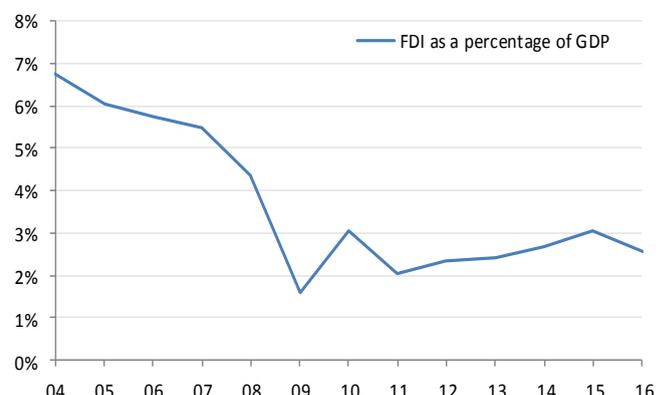
Depuis plusieurs années, les Émirats arabes unis ont travaillé sur de nombreuses réformes audacieuses dont la loi sur la faillite, visant à renforcer positivement la confiance des investisseurs. Cette loi sur la faillite, entrée en vigueur en 2017, permet aux entreprises en difficulté financière de se restructurer. Dès lors, la récente décision du gouvernement autorisant la pleine détention en mains étrangères des sociétés locales, et visant à réduire la dépendance du pays au pétrole, intervient à moment où le pays est mis à l'épreuve dans le cadre de ses ambitieux efforts de diversification de son économie.

Les responsables gouvernementaux affirment que ces nouvelles réformes pourraient stimuler l'investissement direct étranger de 15%, la majorité provenant principalement de l'Asie et de l'Europe, en particulier, dans les secteurs non pétroliers. Cette politique de diversification économique des EAU a été un facteur déterminant dans les choix des réformes économiques du pays qui a fait face à de nombreux défis en la matière. Au cours des dernières années, les EAU ont été en mesure d'accroître la contribution au PIB du secteur non pétrolier à plus de 77%. A titre d'exemple, les secteurs de la manufacture, construction, vente au détail, immobilier, logistique, transport, télécommunications et tourisme seront sans doute les premiers bénéficiaires des réformes récentes afin de stimuler la croissance. En ce qui concerne le secteur industriel, celui-ci représente 16% du PIB des Émirats arabes unis, lesquels ont l'intention d'augmenter ce pourcentage à 20% du PIB d'ici à 2020 et à 25% d'ici à 2025.

Les actions à Dubai & Abu Dhabi présentent un discount par rapport aux actions des marchés émergents



L'investissement étranger aux EAU stagne



Accès à 100% du capital des sociétés pour les investisseurs étrangers

La nouvelle loi, qui permettra aux investisseurs étrangers de détenir jusqu'à 100% du capital-actions dans certains secteurs spécifiques, arrive à un moment où l'économie des EAU doit à nouveau se réinventer avec le besoin urgent de diversifier son économie tout en s'éloignant davantage du secteur pétrolier. Cette décision constitue également un changement majeur par rapport à la pratique en place au cours de ces dernières décennies qui exigeait la présence d'un associé émirati en tant qu'actionnaire majoritaire dans tous domaines d'activités économiques et professionnelles du pays. Jusqu'à présent, seules les entreprises établies dans les diverses zones franches des Émirats arabes unis, pouvaient détenir jusqu'à 100% d'une société.

Permis de résidence de 10 ans pour les investisseurs étrangers et travailleurs qualifiés

En vertu de la nouvelle loi, tout investisseur ou propriétaire d'entreprise aux Émirats arabes unis pourra obtenir un visa de résidence d'une durée maximale de 10 ans. Selon les lois actuellement en vigueur, de nombreux investisseurs hésitaient ou tout simplement renonçaient à s'engager dans des investissements importants aux Émirats arabes unis puisque le règlement ne leur permettait pas un établissement de longue durée et qu'ils étaient soumis à des règles de visa à courts termes. Ainsi, les nouveaux règlements devraient encourager les investisseurs étrangers à investir et à développer leurs activités dans le pays avec plus de confiance.

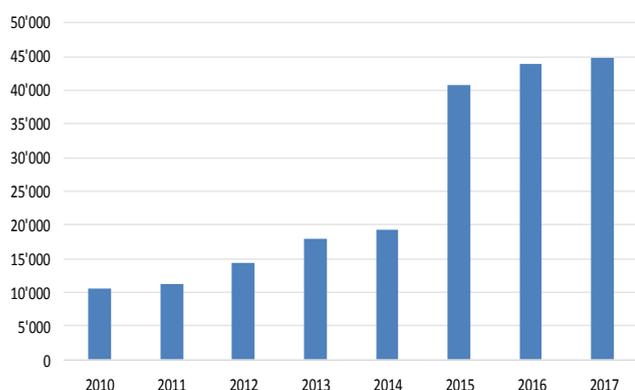
Toutefois, sur la base des informations disponibles à ce jour, les visas de résidence de 10 ans ne seront accordés qu'à des spécialistes dans les domaines médicaux, scientifiques, technologiques, techniques, de la recherche et de l'innovation. De plus, ces catégories de visas seraient aussi octroyées aux membres des familles de toute personne éligible. Néanmoins, il reste à définir si les visas de 10 ans seront liés à l'emploi, comme ce fut toujours le cas aux EAU, ou non.

Mouvement pour freiner les transferts des fonds sortants et dynamiser les marchés

La population des Émirats arabes unis, composée par plus de 88% d'expatriés, continue à transférer une part substantielle de leurs revenus dans leur pays d'origine. L'appréciation continue du dollar vis-à-vis de la plupart des devises émergentes a contribué un peu plus à l'accélération de cette dynamique observée ces dernières années. Compte tenu du renforcement continu du dollar américain, selon la Banque centrale des EAU, les transferts de fonds par les expatriés résident aux EAU ont atteint la somme record de 11.76 milliards de dollars au cours du dernier trimestre 2017.

Par conséquent, l'autre objectif majeur du gouvernement d'accorder des visas de long terme aux expatriés vise également à réduire les sorties de fonds du pays, lesquelles ont représenté 44.73 milliard de dollars l'année dernière, à savoir plus de 10% du PIB. Ainsi, sur la base de la stratégie du gouvernement, le maintien d'une partie des envois de fonds à l'étranger pourrait se traduire par une croissance plus forte du PIB.

Transferts de fonds sortants des EAU (million USD)



Source : EIA / UAE Central Bank

Une aubaine pour le secteur immobilier

Le marché de l'immobilier aux Émirats arabes unis souffre toujours des deux années consécutives de baisse de la valeur des biens immobiliers variant entre une correction à un chiffre élevée à Abu Dhabi contre une correction à deux chiffres à Dubaï. Dès lors, le secteur du marché de l'immobilier devrait être le plus grand bénéficiaire de ces nouvelles lois. En effet, ces nouvelles réformes ont pour but d'encourager les expatriés des EAU, représentant plus de 88% de la population totale, à rester plus longtemps sur le territoire et ainsi à investir leurs revenus dans le pays plutôt que de le transférer dans leur pays d'origine. Nul doute que cette récente nouvelle a été largement saluée par les professionnels des secteurs de l'immobilier et de la construction comme un tournant important. Toutefois, il nous semble opportun de souligner que, sur la base des informations disponibles, cette nouvelle loi s'adresse uniquement aux expatriés hautement qualifiés et qu'il est, par conséquent, difficile d'évaluer l'impact réel sur les perspectives des prix de l'immobilier.

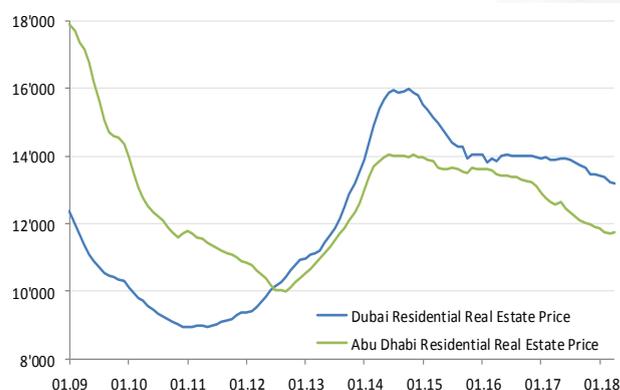
Implémentation et aspects techniques

La nouvelle loi tant attendue dans le milieu des affaires, devait initialement prendre effet au premier trimestre 2018. Cette loi a comme principal objectif de stimuler les investissements étrangers en libéralisant des secteurs clés tels que l'industrie manufacturière, pharmaceutique et le secteur des services. Son Excellence, Sheikh Mohammad Bin Rashid Al Maktoum, vice-président et Premier Ministre des Émirats arabes unis, a chargé le ministère de l'économie, ainsi que les parties concernées, à mettre en œuvre ces nouvelles résolutions et d'en assurer le suivi. De plus, ce dernier a demandé un rapport détaillé pour le troisième trimestre 2018 afin que les mesures entrent en vigueur d'ici à la fin de cette année.

Un certain nombre de points techniques restent à définir en ce qui concerne la mise en œuvre effective des nouvelles lois. Le plus important, à notre avis, sera son impact sur les zones franches qui, jusqu'à présent, étaient la seule option pour les propriétaires étrangers de posséder 100% de détention actionnariale dans les EAU. Le gouvernement semble bien conscient du défi et risque de restreindre la propriété à 100% par des investisseurs étrangers à des secteurs spécifiques avec, probablement, l'obligation d'investir un montant important afin de bénéficier des nouvelles règles.

Cependant, en dépit des incertitudes concernant le contenu de la loi finale et sa mise en œuvre effective, le principal frein à l'assouplissement des restrictions de propriété actionnariale sur le territoire réside dans le fait que le gouvernement des EAU semble pleinement engagé à diversifier son économie et à mettre en œuvre le cadre nécessaire pour accroître la contribution des secteurs non pétroliers d'une part, éloigner davantage l'économie du pays de sa dépendance au prix du pétrole d'autre part et de la rendre ainsi plus compétitive en matière de résidence en favorisant le sentiment d'appartenance de son importante population d'expatriés.

Prix de l'immobilier résidentiel (AED/m²)



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Marchés émergents

- Les devises émergentes se déprécient nettement contre le dollar
- Les actions émergentes corrigent de -7.90% au deuxième trimestre



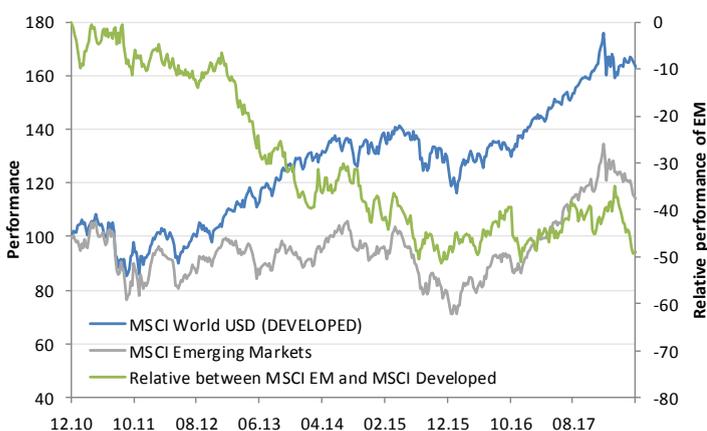
Situation économique par pays

Brésil – La grève des camionneurs, qui protestent contre un prix trop élevé de l'essence en bloquant la circulation sur des centaines d'autoroutes, faisant notamment fondre les stocks des supermarchés et des stations-services, rend plus difficile l'évaluation de l'évolution récente de l'activité économique. Alors que les données d'avril suggèrent une activité plus dynamique par rapport aux mois précédents, les indicateurs de mai et juin sont négativement affectés par les effets des événements susmentionnés. Le scénario de référence de la banque centrale encourage donc la reprise de l'activité économique à un rythme moins soutenu. Les perspectives globales sont restées difficiles et volatiles, en raison notamment des risques provenant de la normalisation des taux d'intérêt de certaines économies avancées, menant à des ajustements sur les marchés financiers internationaux. En conséquence, l'appétit pour le risque envers les économies émergentes a diminué. La Banque centrale estime qu'à court terme l'inflation devrait refléter d'importantes pressions temporaires à la hausse découlant de l'arrêt du secteur des transports et d'autres changements de prix relatifs. Les mesures de l'inflation sous-jacente démontrent encore un niveau faible, en raison notamment des composants les plus sensibles au cycle économique et à la politique monétaire. Dans le scénario qui suppose un taux directeur stable à 6.5% à fin 2018, et de 8% en 2019 ainsi qu'un taux de change contre dollars de 3.63 en 2018 et de 3.60 en 2019, les projections d'inflation de la Banque centrale se situent autour de 4.2% pour 2018 et 3.7% pour 2019. Dans un scénario de taux directeur (6.5%) et de change (3.70) stables, les inflations attendues sont de respectivement 4.2% et 4.1%. Au cours de sa réunion du 20 juin dernier, le comité de la politique monétaire de la Banque centrale du Brésil « Copom » a ainsi décidé, à l'unanimité, de maintenir le taux « Selic » à 6.50%. Le Comité souligne que les conditions économiques actuelles imposent la conduite d'une politique monétaire accommodante, impliquant des taux d'intérêt inférieurs au niveau structurel. Le « Copom » fonde ses décisions en regard de l'évolution des projections et des anticipations d'inflation, de la balance des risques et de l'activité économique. Les chocs qui produisent des changements de prix ne

devraient conduire à une réponse de la part de la politique monétaire qu'à leurs éventuels effets secondaires (c'est-à-dire à la propagation à des prix qui ne sont pas directement affectés par le choc). C'est au travers de ces effets secondaires que ces chocs peuvent affecter les projections et les anticipations d'inflation et ainsi modifier l'équilibre des risques. Par conséquent, il n'y a pas de relation mécanique entre les chocs récents observés et la conduite de la politique monétaire.

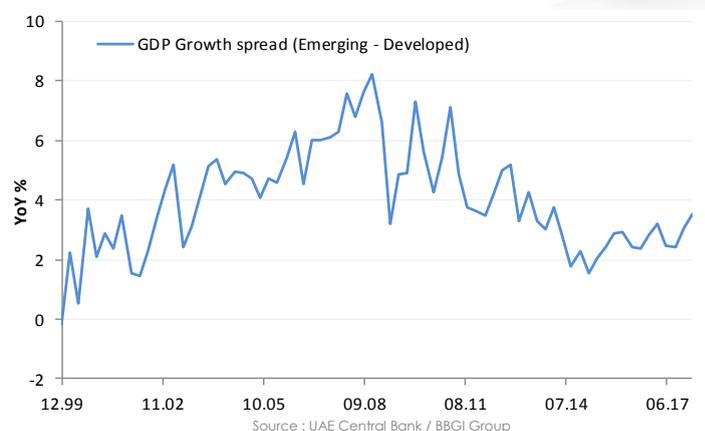
Afrique du Sud – La remontée du dollar américain et la hausse des taux obligataires américains à long terme ont entraîné une forte baisse des flux de capitaux vers les marchés émergents. Ces évolutions, conjuguées à la hausse persistante des prix internationaux du pétrole, ont contribué au renversement d'une partie de la vigueur du rand, faisant pencher la balance des risques vers les perspectives de l'inflation domestique à la hausse. La prévision d'inflation globale de la SARB est plus ou moins inchangée depuis la précédente réunion du Comité de politique monétaire (MPC), malgré les ajustements à la hausse des prix du pétrole et la faiblesse du rand. Les prévisions pour 2018 et 2019 sont inchangées à 4.9% et 5.2% respectivement, alors que les prévisions pour 2020 sont légèrement supérieures à 5.2% contre 5.1% précédemment. Depuis la dernière réunion du MPC, le rand s'est déprécié de manière significative, par rapport au dollar américain en particulier, renversant ainsi une grande partie de la surévaluation observée. Depuis lors, le rand s'est déprécié de 13% par rapport au dollar et de 9% par rapport à l'euro. Le principal moteur de cette récente faiblesse du rand a été l'évolution des marchés financiers américains, où les rendements du Trésor ont dépassé les 3% pour la première fois depuis juillet 2011. En conséquence, un certain nombre de marchés émergents ont connu des sorties de capitaux accompagnées d'une dépréciation de leurs monnaies. Les perspectives de croissance domestique restent difficiles, même si la croissance devrait être supérieure aux résultats des années précédentes. La prévision de la croissance du PIB de la SARB reste inchangée à 1.7% pour 2018, mais a été révisée de 1.5% à 1.7% pour 2019. La prévision pour 2020 est inchangée à 2%. La poursuite de la progression de l'indicateur conjoncturel composite va dans le sens d'une dynamique haussière de l'économie.

Performance marchés émergents et développés



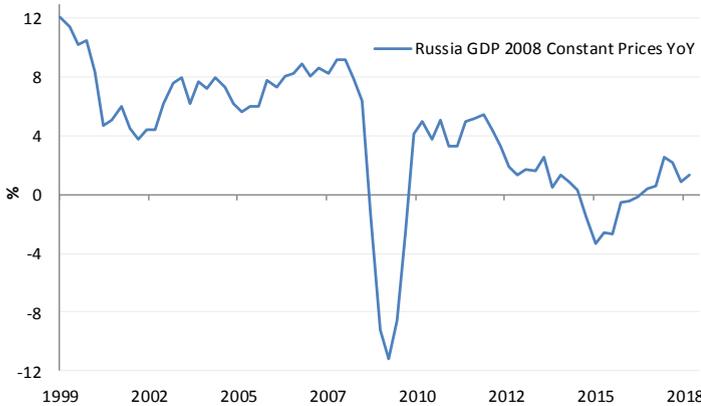
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Écart de taux de croissance

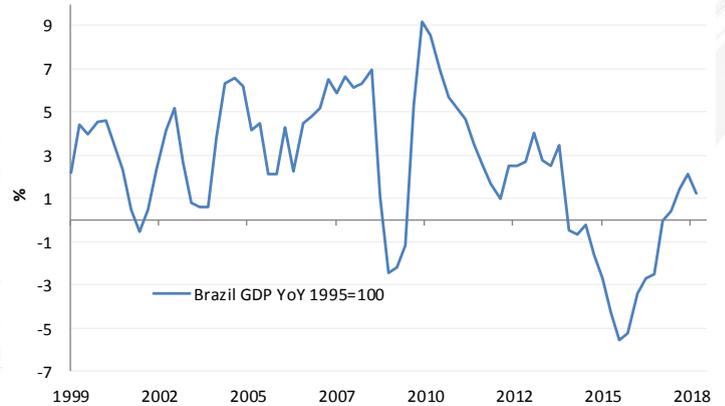


Source : UAE Central Bank / BBGI Group

PIB Russie (YoY)



PIB Brésil (YoY)

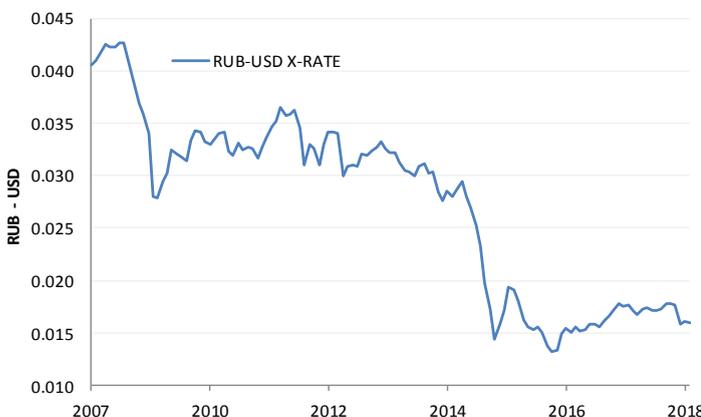


Les perspectives de croissance sont soutenues par une forte reprise de la confiance des entreprises et des consommateurs. Les dépenses de consommation des ménages devraient d'ailleurs être le principal moteur de la croissance, malgré les vents contraires en provenance de la hausse de la TVA et des prix du pétrole, ainsi que la faible croissance de l'emploi. La croissance des dépenses de consommation devrait rester inférieure à 2% tant en 2018 qu'en 2019, mais devrait atteindre 2.5% en 2020, contre 2.1% précédemment. La prévision de croissance s'est modérément améliorée, principalement pour 2019, mais demeure trop faible pour impacter significativement le taux de chômage. La faible croissance du premier trimestre ne devrait pas faire dérailler la tendance à la hausse et ne reflète pas encore le regain d'optimisme des entreprises et des consommateurs. Compte tenu de l'évolution de la balance des risques concernant les perspectives d'inflation, le MPC a décidé, à l'unanimité, de maintenir son taux directeur inchangé à 6.5% par an.

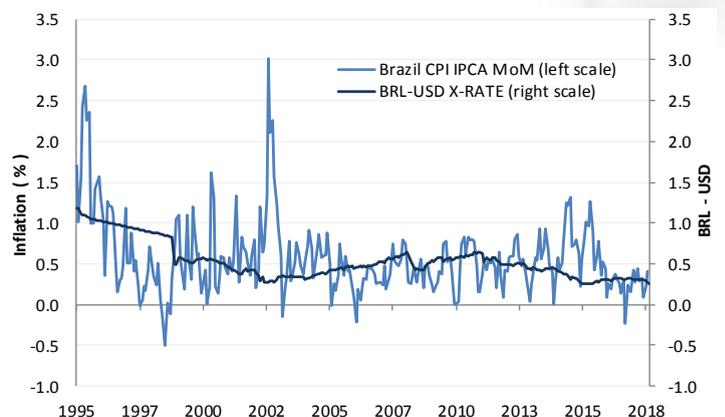
Colombie – Les résultats du PIB pour le premier trimestre et les indicateurs de l'activité économique pour le deuxième suggèrent que l'économie devrait continuer à afficher une croissance faible, mais supérieure à celle de 2017. À l'aide de ces informations, le personnel technique de la Banque centrale a maintenu son estimation de croissance 2018 à 2.7%. Cependant, la Banque a estimé que la capacité de production était encore sous-utilisée et qu'elle devrait augmenter en 2018. Au cours des derniers mois, l'inflation annuelle a cessé de baisser et s'est établie à 3.20% en juin. Ses anticipations sont désormais supérieures à 3%, poussées par certaines incertitudes et risques subsistants. L'un d'entre eux est une hausse des prix des produits alimentaires qui pourrait affecter les anticipations et retarder la convergence de l'inflation vers 3%. De même, une dépréciation du peso plus forte que prévu pourrait se répercuter sur les prix domestiques. Dans ce contexte, après avoir évalué l'état de l'économie et les risques associés, la Banque centrale a jugé approprié, et à l'unanimité, de maintenir le taux d'intérêt de référence à 4.25%.

Russie – La Banque de Russie a révisé à la hausse sa prévision d'inflation, compte tenu de l'augmentation prévue de la taxe sur la valeur ajoutée en 2019. Cette mesure influencera la dynamique des prix à la consommation de l'année prochaine et pourrait également affecter la dynamique de cette année. La Banque de Russie prévoit que l'inflation annuelle sera de 3.5-4% à la fin de 2018 et augmentera à court terme pour atteindre 4-4.5% en 2019. Le taux de croissance des prix à la consommation reviendra à 4% au début de 2020. Les conditions monétaires sont proches de la neutralité. La Banque de Russie estime qu'elle ne provoque presque aucun effet contraignant sur la dynamique des prêts, de la demande et de l'inflation. Dans le même temps, l'approche conservatrice des banques en matière de sélection des emprunteurs encourage une augmentation progressive du crédit sans créer de risques pour la stabilité des prix et la stabilité financière. Les dépôts restent intéressants pour les ménages aux taux d'intérêt actuels. La croissance annuelle du PIB au premier trimestre 2018 (+1.3%) est légèrement inférieure aux prévisions des analystes pour mars. Le deuxième trimestre a été marqué par une amélioration des investissements et de l'activité industrielle, confirmant la nature temporaire du ralentissement de la croissance économique en mars 2018. La Banque de Russie a donc maintenu sa prévision de croissance annuelle du PIB de 1.5 à 2% pour 2018. En 2019-2020, la croissance économique est amenée à rester proche de ce chiffre. Le risque d'un ralentissement de l'activité économique persiste pour l'année 2019, bien qu'à moyen terme, si les mesures prévues sont mises en œuvre avec succès, la croissance économique attendue pourrait être plus rapide que les prévisions de base de la Banque de Russie.

Rouble VS USD

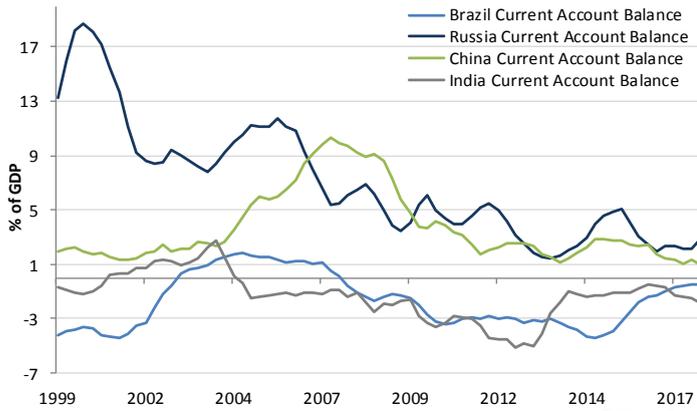


Inflation et taux de change

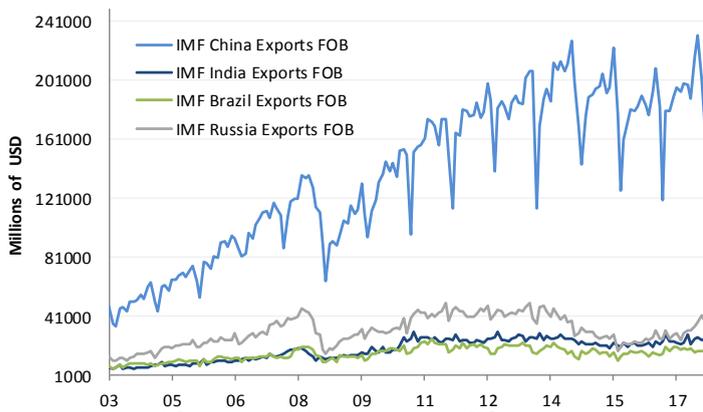


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

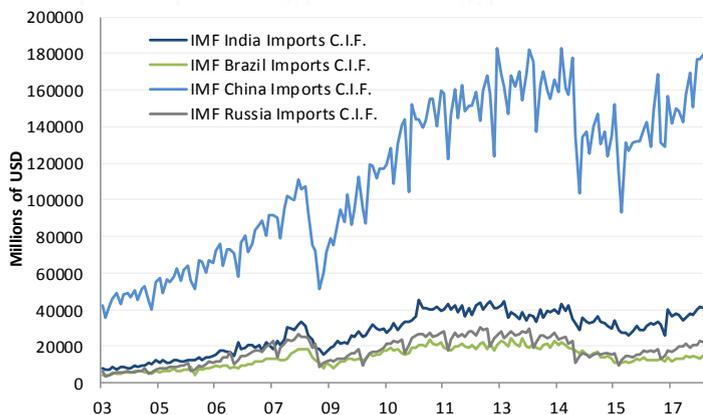
Balance courante



Exportations BRIC



Importations BRIC



Inde – Les résultats du premier trimestre concernant le PIB indien ont montré un taux de croissance phénoménal de 7.7%, faisant de l'Inde l'économie mondiale ayant la croissance la plus rapide. Selon le ministre des finances, Arun Jaitley, cette tendance devrait se poursuivre au cours des prochaines années. En effet, d'après une étude conduite par The Boston Consulting Group, l'Inde devrait devenir la troisième plus grande économie de consommation à l'horizon 2025, en raison de l'évolution du comportement des consommateurs ainsi que des dépenses et devrait dépasser les États-Unis pour devenir la deuxième plus grande économie en terme de parité de pouvoir d'achat d'ici 2040. Le niveau de l'inflation est, quant à lui, attendu à 5.30%, soit au-dessus de son objectif de long terme (4%).

Mexique – L'économie mexicaine a enregistré, entre janvier et mars (+1.3%), une croissance plus faible qu'au cours du dernier trimestre 2017, qui représentait déjà le rythme le plus lent des quatre dernières années. Le manque d'investissement dans l'éducation représente sans doute le problème principal de l'économie mexicaine, qui voit ses citoyens préférer partir travailler à l'étranger et aux États-Unis notamment.

Indonésie – La Banque centrale indonésienne a relevé son taux directeur de 100 points de base au cours des deux derniers mois, passant ainsi de 4.25% début mai à 5.25% fin juin, dans le but de réagir à la dépréciation de la monnaie locale vis-à-vis du dollar. Le PIB s'est quant à lui établi à +5.06% au premier trimestre de l'année, alors que l'inflation conserve un niveau supérieur à +3% (+3.12%).

Taiwan – La croissance du PIB a légèrement fléchi au premier trimestre (3.02%), en comparaison avec le mois de décembre 2017 (+3.28%), et devrait à nouveau perdre de la vigueur, en raison d'un ralentissement cyclique de la demande extérieure qui affecte la production manufacturière. Taiwan pourrait également souffrir de l'escalade d'une guerre commerciale entre américains et chinois concernant leurs exportations de produits électroniques.

Turquie – La Turquie maintient son rythme de croissance annuelle élevé à +7.4% au 31 mars, grâce notamment à une série d'emprunts incontrôlés, touchant des niveaux qualifiés d'alarmants. L'inflation est quant à elle passée au-dessus de 15% en juin, alimentée par l'effondrement de la lire qui s'est dépréciée de -20% vis-à-vis du dollar depuis le début de l'année.

Roumanie, République Tchèque, Pologne, Hongrie

Après avoir atteint +6.9% de croissance sur le dernier trimestre 2017, l'économie roumaine progresse moins rapidement sur le premier trimestre de cette année (+4%). L'inflation a une nouvelle fois progressé et dépasse désormais les 5% (5.40%). Les taux directeurs ont, quant à eux, connu une troisième hausse en 2018 au cours du mois d'avril (2.5%).

En République Tchèque, l'inflation est restée supérieure à +2% en juin (+2.6%), tandis que la croissance du PIB affiche +4.2% au terme du mois de mars par rapport au même mois de l'année précédente. A noter que la Banque centrale nationale a procédé à une hausse de ses taux directeurs de +0.25% à 1% en mai.

Alors que les taux directeurs stagnent en Pologne (1.5%), la croissance de l'économie conserve un niveau supérieur à +5% au premier trimestre 2018 (+5.2%). L'inflation évolue en dents-de-scie depuis plusieurs mois et s'installe à 1.9% en juin.

L'économie hongroise (+4.4%) continue sur le même rythme que celui observé au terme de l'année 2017, alors que l'inflation a nettement progressé, en comparaison avec le mois de mars (2%) dernier, et s'établit à 3.1% à fin juin. Finalement, la Banque centrale n'a réalisé aucune hausse de ses taux directeurs entre mars et juin.



PRENEZ DU PLAISIR À VOYAGER
DES VOYAGES D'AFFAIRES QUI VOUS DONNENT
DROIT À DES PRIVILÈGES

Vous pouvez transformer chacun de ces voyages en un moment de confort et d'avantages grâce au programme Turkish Airlines Corporate

Pour devenir membre, allez sur :
corporateclub.turkishairlines.com

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

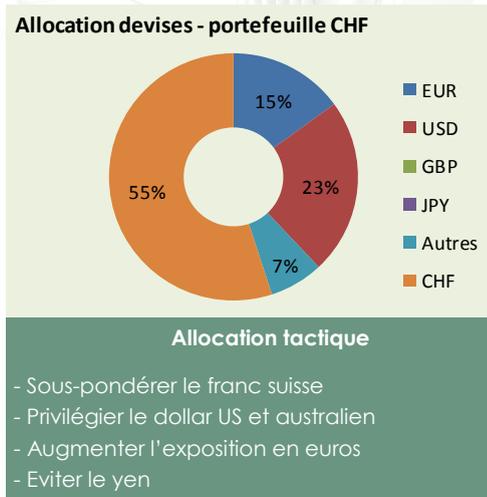


PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Devises

- Nouvelle période de faiblesse pour le franc
- La hausse du dollar est enfin en place
- Dépréciation attendue du yen
- Dévalorisation du yuan en réaction à la hausse des tarifs douaniers

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	↘	↘										



Nouvelle période de faiblesse pour le franc

Depuis janvier 2015, nous avons régulièrement soutenu dans nos analyses que la politique monétaire de la BNS serait couronnée de succès, en évoquant fréquemment un retour du taux de change EUR/CHF vers 1.20. L'amélioration de la conjoncture européenne et la perspective d'une interruption des injections de liquidités de la BCE en 2018 ont récemment soutenu la hausse de l'euro. A court terme, nous indiquons toutefois qu'une poussée de l'euro à 1.20 était probable, mais certainement pas soutenable immédiatement. Après l'appréciation notable de la devise européenne, nous attendions une phase de consolidation avant qu'une relance haussière du taux de change contre franc suisse ne puisse se concrétiser. La correction du mois de mai s'est produite sans surprise, dans un contexte politique incertain en Italie. Une intensification de la croissance en zone euro et un élargissement du différentiel de taux d'intérêt devront probablement être présents pour provoquer une poursuite de l'appréciation de l'euro au-delà de 1.20. Nous estimons cependant que la faiblesse des dernières semaines (-4.5%) constitue une nouvelle opportunité de repositionnement sur la devise européenne. En ce qui concerne le dollar, la consolidation est restée limitée (-2%) et nos perspectives haussières sont maintenues.

La BNS doit être satisfaite de constater les effets de sa politique qui s'affirme comme un succès majeur de stratégie monétaire, comme le rappelle d'ailleurs le bénéfice historique de 54.5 milliards pour 2017 de l'institution. Les réserves de devises de la BNS restent élevées mais se stabilisent à environ 740 milliards. Les effets de marchés des dernières semaines expliquent certainement cette légère diminution des réserves de devises ; il ne faut donc pas encore y voir un changement de politique de la BNS. Les taux directeurs suisses resteront certainement inchangés au moins jusqu'en septembre 2019, il est en effet peu probable que la BNS décide de modifier le niveau de ses taux directeurs avant que la BCE ne le fasse, même dans un contexte de reprise très graduelle et souhaitée de l'inflation, qui atteint désormais 1.1% et se situe à son plus haut niveau depuis mai 2010.

Dans cet environnement, les différentiels de rendements devraient croître au cours des prochains mois en faveur des devises étrangères et maintenir les conditions d'une poursuite de l'affaiblissement du franc suisse.

Euro plus faible contre le dollar US mais plus fort contre le franc

La monnaie unique reste presque étonnamment très recherchée, dans un contexte pourtant plutôt incertain. En effet, l'euro ne souffre toujours pas des menaces de guerre commerciale que fait peser le président américain sur l'UE, du léger ralentissement conjoncturel du début d'année et de la crise politique des migrants qui pouvait une nouvelle fois menacer la cohésion de la zone euro. Rien ne semble donc perturber l'euro à ce jour, mais son appréciation depuis le début d'année 2017 menace tout de même les perspectives de développement commercial de la zone euro et les prévisions d'inflation. Au niveau actuel, la force de l'euro pose certainement un problème à la BCE et met en danger la qualité de la reprise en cours ainsi que la compétitivité de l'industrie européenne. 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. Le taux de change a presque retrouvé son niveau du 14 janvier 2015 (1.20). Il y a quelques mois, nous relevions toutefois que le rebond de l'euro nous semblait déjà largement refléter l'amélioration des fondamentaux et qu'une nouvelle phase de consolidation relativement horizontale, propice à quelques prises de profits, devait se développer. Nous estimons aujourd'hui, qu'après deux trimestres de stabilisation, les chances de voir la monnaie unique « challenger » le niveau de CHF 1.20 et le dépasser nous semblent à nouveau plus élevées et, notamment, dans le prochain contexte d'interruption des achats obligatoires de la BCE et des hausses de taux longs qui ne manqueront pas de se manifester au second semestre.

La hausse du dollar est enfin en place

Il y a quelques mois, nous annoncions que la dynamique économique américaine supérieure devait soutenir une évolution positive et croissante des divers différentiels de taux d'intérêt en faveur du billet vert ; c'est désormais une tendance en place qui se renforce régulièrement contre les principales devises ; l'euro, le franc suisse, le yen et la livre sterling notamment. Dans ce contexte, la faiblesse reflétée par le dollar en 2017 et en début d'année semble encore tout à fait injustifiée en ce début de second semestre 2018, même si une nouvelle dynamique semble enfin se matérialiser depuis la mi-avril. L'ajustement de la valorisation du dollar évoqué est, en effet, enfin en marche.

Le dollar « trade weighted » a ainsi regagné tout le terrain perdu entre novembre 2017 et février 2018 et enregistre une hausse de +6.5% en dix semaines. Le dollar se traite donc aujourd'hui sur sa moyenne des trois dernières années (95) mais se situe toujours nettement en dessous du haut de sa bande de fluctuation de 90 à 100 de la période.

Nous estimons qu'en l'absence de la survenance d'un risque majeur inattendu ou de concrétisation des menaces proférées par le président américains, faisant craindre une guerre commerciale aux effets potentiellement négatifs pour le commerce mondial et qui n'épargneront pas les Etats-Unis, la valeur du dollar pourrait globalement à nouveau progresser contre la plupart des devises qui porterait à nouveau la valeur du « trade weighted » dollar à 100-102.

Dépréciation attendue du yen

La récente faiblesse du yen apportera certainement une nouvelle bouffée d'oxygène à l'économie japonaise, mais sa baisse d'environ 5% contre le dollar de 105 à 110 est certainement insuffisante pour apporter toute la contribution nécessaire souhaitée. Dans notre analyse du mois de mars, nous relevions que la vigueur du yen était en partie liée à son caractère de valeur refuge dans un contexte incertain et annonçons un probable retour du taux de change à 110-115 lorsque la volatilité des marchés financiers diminuerait. La politique monétaire vise toujours à affaiblir le yen, mais les moyens à disposition restent encore limités.

Nous sommes toujours d'avis que le yen devrait normalement être délaissé par les investisseurs, en raison d'un environnement de taux d'intérêt totalement défavorable et de différentiels de taux qui devraient encore 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 devraient ainsi peser plus nettement sur la valeur du 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 même si le yen semble toujours sous-évalué pour certains. Après avoir temporairement profité de son statut de valeur refuge, le yen devrait, à notre avis, encore s'affaiblir au 2ème trimestre et toucher le niveau de 115 yen contre dollar.

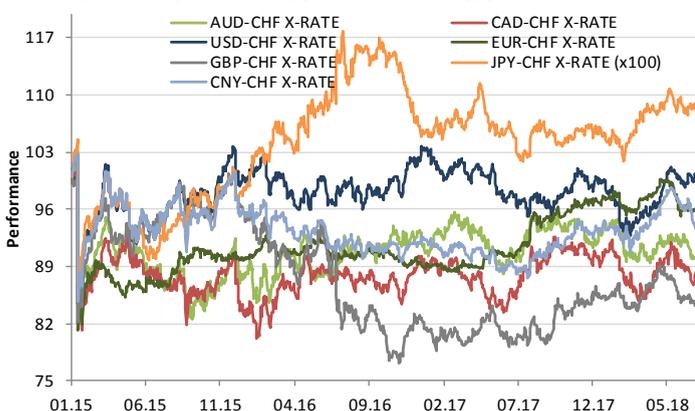
La livre en mode « wait and see »

La devise britannique ne semble toujours pas affectée par l'incertitude politique et 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 avait plutôt bénéficié d'un environnement politique plus constructif, laissant escompter une solution raisonnable entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Cette anticipation supporte encore, pour l'instant, le taux de change livre/euro qui reste stable depuis octobre 2017 entre 1.12 et 1.14.

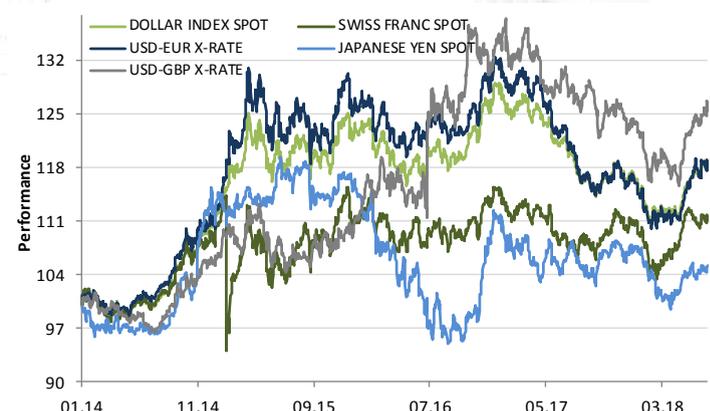
Cependant, après avoir privilégié le scénario d'une stabilisation du taux de change au 1er semestre 2018, nous craignons désormais que le rapprochement de la date du Brexit en mars 2019 et les difficultés rencontrées pour progresser dans les négociations n'augmentent le niveau de risque et n'affectent à nouveau la perception des investisseurs sur les perspectives de la livre sterling.

A moins d'une année de la date fatidique, l'incertitude est encore extrême, même s'il semble qu'une sortie brutale ne soit pas la plus probable à ce jour. Un retour de la volatilité n'est donc pas exclue au cours des prochains mois, avec un retour possible des pressions sur la livre sterling.

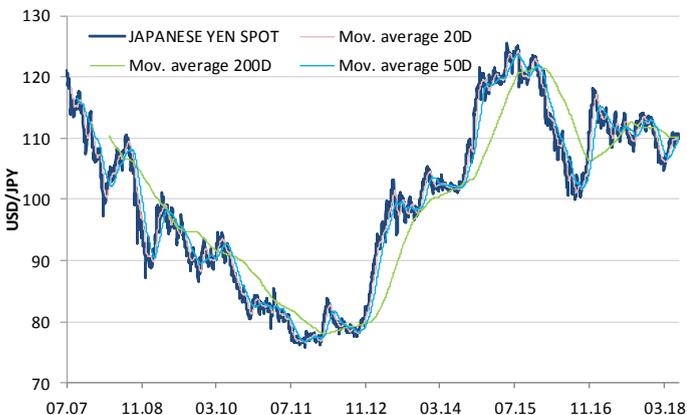
Evolution des 7 principales devises contre CHF (base 100)



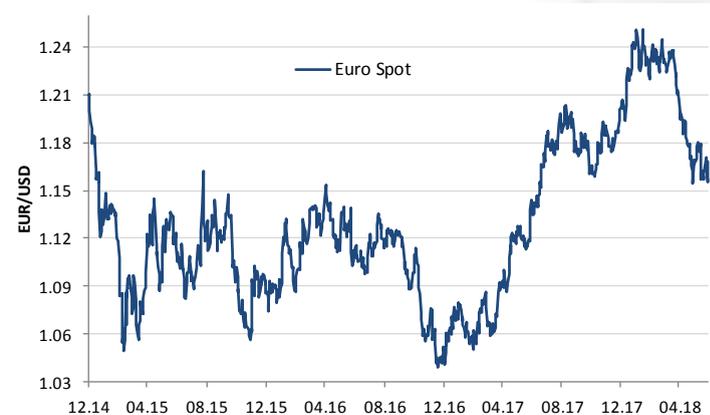
Dollar Trade-weighted index & cross rates (base 100)



Taux de change JPY/USD



Taux de change EUR/USD



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Contexte positif pour le dollar australien

L'économie australienne poursuit sa progression à un rythme soutenu et enregistre au 1er trimestre une hausse du PIB de +3.1%, l'un des meilleurs résultats des économies développées. Malgré d'excellentes perspectives pour la seconde partie de l'année, conformément à nos prévisions, la banque centrale australienne n'a pas augmenté ses taux directeurs lors de sa dernière réunion de juin, en l'absence de tension inflationniste suffisante. La très bonne tenue du secteur des matières premières bénéficie largement à l'économie australienne, une tendance qui devrait se poursuivre dans les prochains trimestres. Le pays devrait encore profiter de taux bas et d'une croissance importante favorisant l'appréciation de la devise.

Dépréciation du yuan en réaction à la hausse des tarifs douaniers

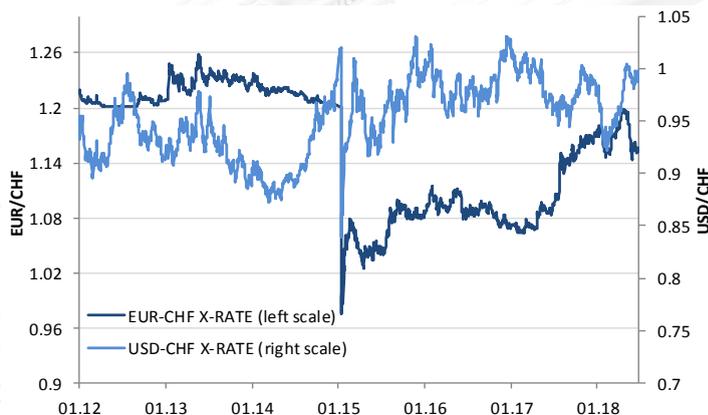
Les tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine se sont accrues et font désormais peser des menaces un peu plus sérieuses sur l'évolution des échanges commerciaux entre les deux pays. L'escalade des mesures qui peuvent être prises de part et d'autre fait craindre des effets négatifs sur la croissance des PIB. Le gouvernement américain n'a peut-être pas encore pris toute la mesure des effets potentiels sur sa propre économie, mais il observe sans doute déjà avec inquiétude la dépréciation rapide du yuan de -5% à la fin juin. Le yuan a, en effet, enregistré sa plus forte dépréciation trimestrielle (-6%) depuis 1994. Le gouvernement chinois est-il en train de dévaluer délibérément sa devise en réaction à l'introduction de taxes douanières américaines ?

DEVISES

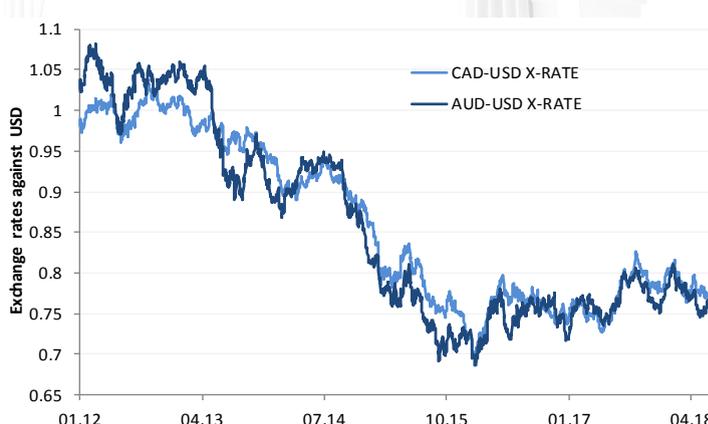
30.06.2018

Name	Last price	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
CONTRE DOLLAR						
EUR-USD X-RATE	1.2	0.3	-0.1	-5.2	-2.7	-2.7
CHF-USD X-RATE	1.0	-0.3	-0.5	-3.7	-1.6	-1.6
GBP-USD X-RATE	1.3	-0.4	-0.7	-5.8	-2.2	-2.3
JPY-USD X-RATE	0.0	-0.6	-1.7	-4.0	1.8	1.8
CAD-USD X-RATE	0.8	1.0	-1.3	-1.8	-4.5	-4.3
AUD-USD X-RATE	0.7	-0.5	-2.2	-3.6	-5.1	-5.2
RUB-USD X-RATE	0.0	0.1	-0.6	-9.5	-7.5	-8.0
CNY-USD X-RATE	0.2	-1.8	-3.2	-5.0	-1.8	-1.7
INR-USD X-RATE	0.0	-0.8	-1.5	-4.9	-6.7	-6.7
BRL-USD X-RATE	0.3	-2.4	-3.8	-14.7	-14.6	-14.6
CONTRE FRANC SUISSE						
USD-CHF X-RATE	1.0	0.3	0.5	3.8	1.6	1.7
EUR-CHF X-RATE	1.2	0.5	0.4	-1.6	-1.2	-1.1
GBP-CHF X-RATE	1.3	-0.2	-0.2	-2.2	-0.6	-0.6
JPY-CHF X-RATE (x100)	0.9	-0.4	-1.2	-0.3	3.3	3.5
CAD-CHF X-RATE	0.8	1.3	-0.9	2.0	-3.0	-2.8
AUD-CHF X-RATE	0.7	-0.2	-1.7	0.1	-3.7	-3.6
RUB-CHF X-RATE	0.0	0.8	-0.1	-6.1	-6.0	-6.5
CNY-CHF X-RATE	0.1	-1.4	-2.7	-1.4	-0.1	-0.1
INR-CHF X-RATE	0.0	-0.7	-0.7	-1.4	-5.2	-5.2
BRL-CHF X-RATE	0.3	-2.3	-3.4	-11.5	-13.3	-13.3

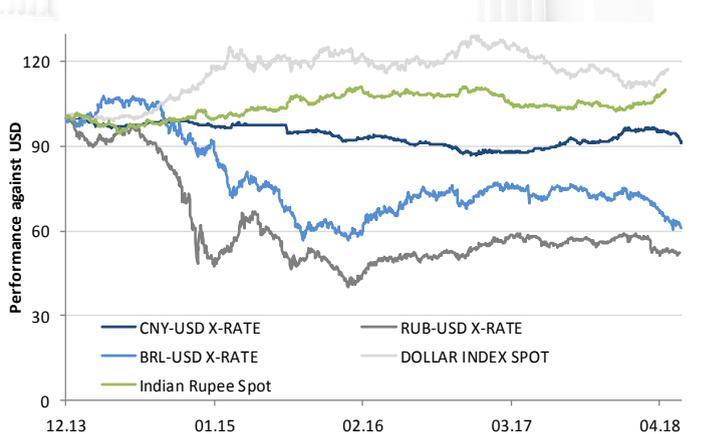
Taux de change EUR/CHF - USD/CHF



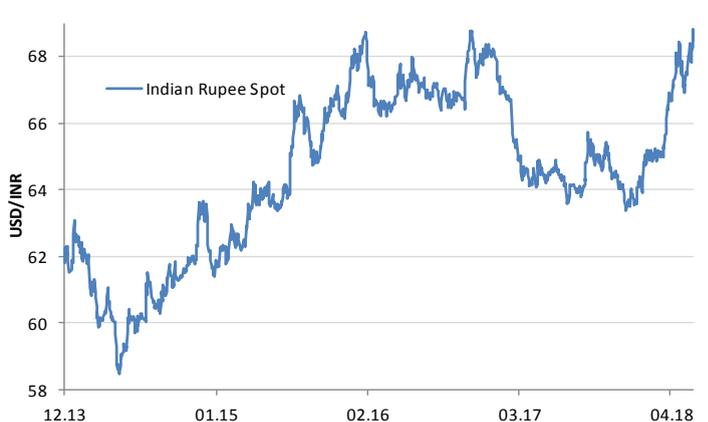
Taux de change CAD/USD - AUD/USD



Monnaies émergentes VS USD (base 100)



Roupie Indienne



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Obligations internationales

- Les obligations américaines offrent une rentabilité séduisante
- Hausse des taux longs encore en sursis en zone euro
- Ajustement des taux d'intérêt encore repoussé au Royaume-Uni
- Privilégier les échéances courtes

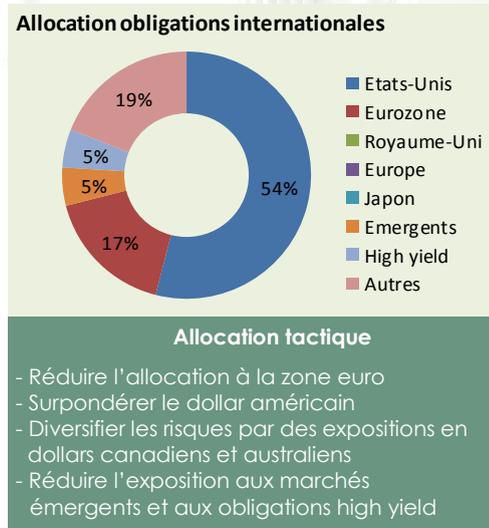
OBLIGATIONS (Régions/devises)	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
	3mois	1an	sous exposition			neutre surpondération				
Suisse	↘	↘↘								
Etats-Unis	→	↘								
Eurozone	↘	↘↘								
Royaume-Uni	↘	↘								
Europe	↘	↘↘								
Japon	↘	↘								
Emergents	↘	↘								
Autres (AUD,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

Les obligations américaines offrent une rentabilité séduisante

La banque centrale américaine a exposé son appréciation des conditions économiques actuelles et semble donc de plus en plus à l'aise de communiquer ses conclusions positives sur l'état de l'économie américaine. La réserve fédérale est plus confiante que jamais dans les perspectives de croissance américaine et relève une nouvelle fois ses prévisions pour 2018 de +2.7% à +2.8%, mais elle laisse inchangée celle pour 2019 à +2.4%. La croissance américaine est désormais considérée comme « solide » après avoir été jugée « modérée ». La baisse temporaire de la dynamique au premier trimestre, fait place à une perspective bien meilleure dès le deuxième trimestre. En ce qui concerne le marché du travail, la Réserve fédérale a révisé ses projections sur la base de meilleures perspectives de croissance pour 2018. 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 (3.8%). La prévision de l'institution est de 3.6% pour 2018 et 3.5% pour 2019. La vision de la Fed pour l'inflation reste relativement inchangée. Une hausse au-dessus de l'objectif de 2% (2.1%) semble probable en 2018, sans risque perçu de dépassement rapide et significatif de cet objectif. La banque centrale ne crie pas encore victoire concernant l'évolution de l'inflation, en rappelant que les attentes inflationnistes sont relativement stables.

L'indice des prix à la consommation (CPI YoY) atteint +2.8% en mai et l'indice « core » s'est établi à +2.2%. L'inflation semble accélérer également pour les prix à la production, confirmant les attentes de la Fed. L'indice PPI de la demande finale est aussi à son niveau le plus haut depuis 2011. La dynamique reste modeste mais au-dessus de l'objectif de la Fed. L'inflation attendue sur un an a nettement progressé et s'est établi à +2.9% en mai. A plus long terme, l'inflation anticipée à 5-10 ans est aussi plus élevée que celle observée et se situe à +2.6%. 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 et un taux de chômage à 3.8%. Mais la reprise de l'inflation se renforcera, en raison des pressions salariales et des hausses de prix de vente qui interviendront pour préserver les marges des entreprises.

Pour l'heure, le marché obligataire n'a pas eu de réaction spécifique à l'annonce de cette étape de la politique monétaire. Les évolutions récentes des diverses mesures d'inflation n'ont, en effet, pas encore eu d'impact notable sur les taux longs. La hausse du CPI à près de 3% est pourtant la plus forte observée depuis 2012, mais elle n'a pas pour



autant poussé les taux au-dessus des sommets du mois de mai. Les taux à 10 ans ont en fait à peine touché le niveau de 3% avant de se stabiliser légèrement en dessous de cette marque et n'ont pas profité de cette information pour se rapprocher du sommet atteint le 18 mai 2018 à 3.12%.

Après quelques trimestres de stabilisation, les taux longs américains ont donc été les premiers à relancer la tendance. Nos perspectives de hausse des rendements de taux longs vers 3% se sont concrétisées. Toutefois, si nous estimons encore que les taux d'intérêt longs devraient pouvoir dépasser à terme ce niveau, il est probable qu'à plus court terme on assiste encore, pour un temps, à une stabilisation des taux autour du niveau de 3%. Cependant, il convient de rester attentif aux conséquences attendues sur l'inflation de la conjonction de facteurs internes et externes susceptibles de pousser les indices de prix. La baisse du taux de chômage devrait provoquer finalement quelques tensions sur le marché du travail, au moment où les cours des matières premières agiront également sur les prix importés.

INDICES OBLIGATIONS (en monnaies locales)

30.06.2018		Total Return Performance						
Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
OBLIGATIONS SUISSES	SBI AAA-BBB	135.6	CHF	0.0	-0.1	0.1	-0.6	-0.6
OBLIGATIONS UE	Barclays EuroAgg	249.3	EUR	0.2	0.5	-0.5	0.3	0.3
OBLIGATIONS UE - SHORT DURATION	ISHARES EURO GOV BND 1-3	143.9	EUR	0.1	0.3	-0.7	-0.4	-0.4
OBLIGATIONS US	JPM U.S. Aggregate Bond Index	621.8	USD	0.3	-0.1	-0.2	-1.7	-1.7
OBLIGATIONS US - SHORT DURATION	BGF-USD ST DURATN BOND-USA1	8.4	USD	0.2	-0.1	0.2	-0.1	-0.1
OBLIGATIONS EMERGENTES	JPMorgan Emerging Markets Bond	518.8	USD	-0.5	-1.4	-4.0	-6.0	-6.0
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - USD	JPM Global Aggregate Bond Index	561.2	USD	0.2	-0.3	-2.5	-1.5	-1.5
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - EUR	JPM Global Aggregate Bond Index	631.2	EUR	-0.1	-0.3	2.7	1.3	1.3
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - CHF	Barclays Global Agg Corporate	142.9	CHF	0.5	0.5	1.2	-1.3	-1.3
OBLIGATIONS CONVERTIBLES (UE)	Exane Europe Convertible Bond	7744.9	EUR	-0.7	0.0	1.8	0.2	0.2
OBLIGATIONS HIGH YIELD	Markit iBxx Gbl Dev Lq HY USD	142.8	USD	-0.6	0.1	-1.3	-1.2	-1.2
OBLIGATIONS HIGH YIELD - SHORT DURATION	AB SHORT DURATION HI YD-AT	14.6	USD	-0.5	0.1	0.3	-0.3	-0.3

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

La progression de l'inflation devrait être l'élément déclencheur de la prochaine étape de hausse des taux longs. Les obligations américaines offrent pourtant dans ce contexte une rentabilité séduisante en comparaison internationale. Le rendement actuel de 3% offre une protection, certes réduite, contre les risques d'une poursuite de la hausse des taux au cours des prochains trimestres.

Hausse des taux longs encore en sursis en zone euro

La hausse des taux longs reste toujours suspendue à l'appréciation de l'évolution des risques inflationnistes et de la politique monétaire de la BCE. En ce qui concerne la position de la banque centrale, sa décision de poursuivre la stratégie d'achat d'obligations, même à un rythme réduit, agit encore comme un frein aux ajustements qui devraient naturellement être opérés par les investisseurs, dans le contexte actuel d'une croissance économique de +2.5% du PIB par an. Le rendement qui devrait être exigé dans la situation économique présente devrait certainement être plus élevé, en raison de la reprise graduelle constatée de l'inflation. Cependant, les pressions à la hausse des taux longs sont encore très limitées, notamment parce que la hausse de l'inflation n'est pas provoquée par une hausse des salaires, mais par les prix du pétrole. Il en résulte, notamment, une contraction des salaires réels non souhaitée. On enregistre, malgré tout, une relative surprise en juin avec une hausse à +2% de l'indice CPI sur un an, qui égale le niveau de février 2017 et relance les anticipations d'un renforcement des prix, même si nous venons de le voir, celles-ci dépendent pour l'instant principalement de facteurs externes comme la hausse des cours du brut. L'inflation hors alimentation et énergie est restée mesurée et relativement stable à +1%, sensiblement au même niveau que la moyenne des dernières années. Il est probable que la BCE n'accorde pour l'instant pas plus d'attention à ce chiffre, qui ne dit rien d'essentiel sur les

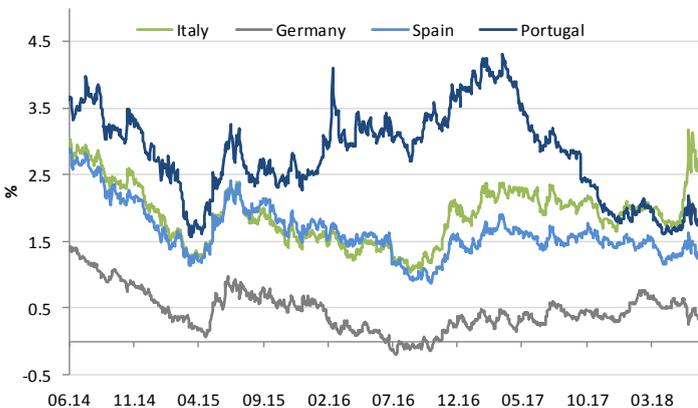
éventuelles tensions en formation dans l'économie autres que celles provoquées par la hausse du pétrole et de l'euro. Il n'est donc toujours pas urgent d'agir et d'ajuster le rendement attendu sur les obligations d'états à dix ans, en tenant compte du fait que le CPI a atteint l'objectif souhaité par la BCE. Il faudra encore attendre un renversement de tendance défavorable à l'euro/dollar et l'apparition de tensions sur le marché de l'emploi pour pousser les anticipations inflationnistes à la hausse et prévoir ultérieurement une hausse des taux longs. Malgré un chômage en baisse à 8.4%, il est encore trop tôt pour anticiper une relance nette de l'inflation provoquée par des hausses de salaires.

Dans ce contexte, les taux longs en zone euro ne devraient pas pouvoir s'affranchir longtemps encore de la relance des taux longs aux Etats-Unis. Le différentiel de rendement nous semble de moins en moins justifié, en raison du rattrapage de croissance opéré par l'économie européenne. Après un premier semestre encore caractérisé par une certaine stabilité, on devrait assister à un changement de perception des risques des investisseurs. Nous recommandons de ne pas attendre avant de réduire encore le risque obligataire en euros.

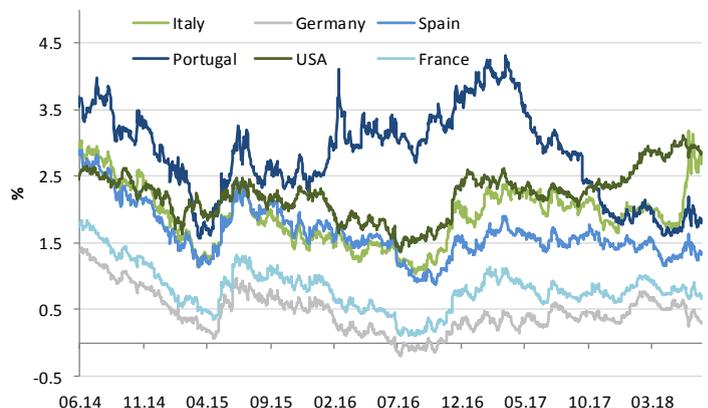
Ajustement des taux d'intérêt encore repoussé au Royaume-Uni

Les indices de prix à la consommation se sont légèrement détendus au cours des derniers mois, à l'image de l'indice « core », en particulier, qui glissait en avril à 2.1% ; un déclin appréciable pour la BoE depuis son sommet de 2.7% atteint à la fin janvier sur un an. Les tensions ne se sont heureusement pas intensifiées, malgré la stabilisation du taux de change contre euro notamment. Du côté des prix à la production, la chute avait été nette en 2017, mais on assiste, en 2018, à une reprise en partie liée à la hausse des matières premières.

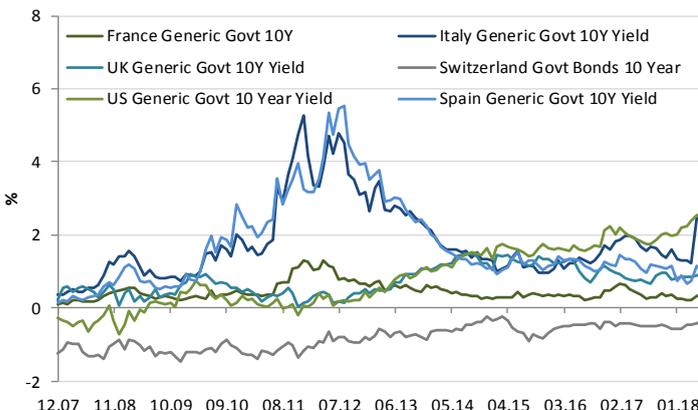
Taux à 10 ans - Gvt Europe



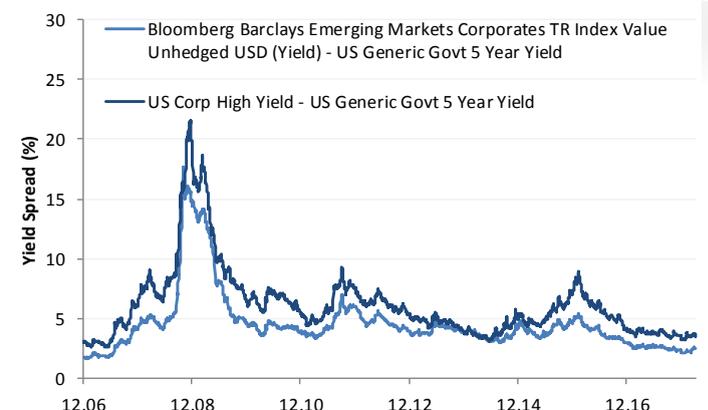
Taux à 10 ans - Gvt



Prime de risque vs Gvt allemand



Prime de risque vs US Treasury



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Nous maintenons notre prévision de stabilisation de l'inflation au-dessus de l'objectif de la BoE de 2% au cours des prochains trimestres et restons attentifs aux risques d'un prochain ajustement sur les taux d'intérêt à long terme, en cas de relance de l'activité économique. La BoE est certainement préoccupée, depuis quelques mois, par la baisse d'activité au Royaume-Uni, mais la tendance prise par l'inflation devrait clairement lui permettre de maintenir une politique accommodante pour un temps encore. Il est probable que celle-ci souhaite normaliser son objectif de taux directeur actuellement à 0.5%, mais il nous semble que ce mouvement n'a que très peu de chance d'intervenir prochainement. Le statu quo devrait encore durer, dans le contexte actuel de tassement conjoncturel. L'évolution du PIB au 2ème trimestre sera un facteur déterminant dans l'évolution de la politique monétaire des prochains mois. Le marché obligataire britannique devrait être davantage affecté par les fondamentaux domestiques et par les incertitudes liées au Brexit qui ne diminuent pas. La perte de dynamisme de l'économie britannique en début d'année peut justifier un niveau de taux longs temporairement inférieur à celui de l'inflation. Les taux longs pourraient donc encore se stabiliser autour de 1.5%, sans relance conjoncturelle, mais une révision haussière des perspectives économiques pourrait aussi pousser à nouveau les taux longs en direction de 2%. Le marché obligataire britannique ne bénéficie pas de fondamentaux attrayants et devrait ainsi être sous-pondéré dans une allocation diversifiée.

Eviter le marché obligataire japonais

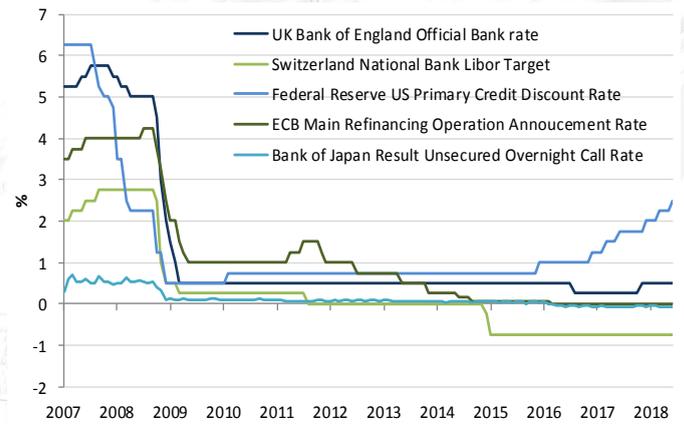
L'économie japonaise avait été soutenue par un environnement favorable au développement de ses exportations en 2017 et par une reprise de l'investissement, mais la hausse du yen a clairement pénalisé cette reprise économique et risque encore de peser sur l'évolution du PIB au 2ème trimestre. La BoJ est 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. Malgré cela, il nous semble que l'économie nipponne devrait éviter le pire au 2ème trimestre. En l'absence de croissance, les indices de prix n'ont pas confirmé ces derniers mois la reprise attendue. L'essoufflement constaté en fin d'année s'est poursuivi ces derniers mois, après la hausse du CPI de +1.5% en février. L'inflation était, en effet, à nouveau plus faible avec une hausse de seulement +0.6% en avril. L'affaiblissement du yen semble toujours être la condition la plus probable à tout espoir de relance durable des prix, à moins que les tensions sur le marché du travail n'agissent enfin sur les salaires et les prix. La BoJ ne peut que constater que son objectif de 2% est encore loin d'être atteint, mais elle reste optimiste en soulignant, en particulier, que la progression de l'« output gap » à +1.5% pour le 4ème trimestre 2017 indique que la croissance du PIB japonais était supérieure à son potentiel. Si cela devait se confirmer, cela indiquerait que l'inflation pourrait enfin reprendre plus nettement au Japon. 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

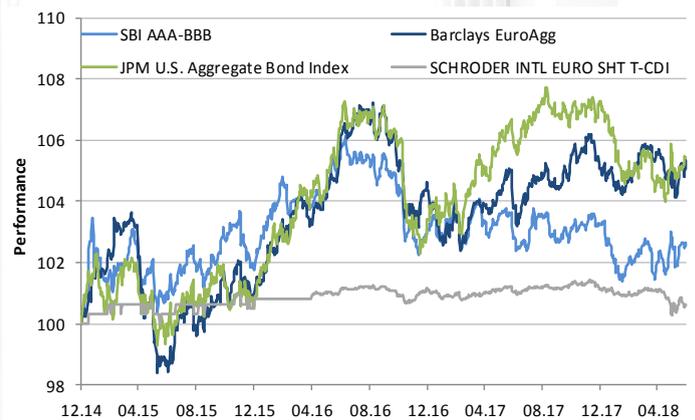
L'année 2018 a donc débuté dans un contexte macro-économique solide, sur le plan international, par de nouvelles tensions sur les taux longs et le rebond attendu des taux d'intérêt dans la plupart des pays. Par ailleurs, on devrait assister au cours des prochains trimestres à un élargissement des « spreads » 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 américain, canadien et australien au détriment des obligations en euro et en yen.

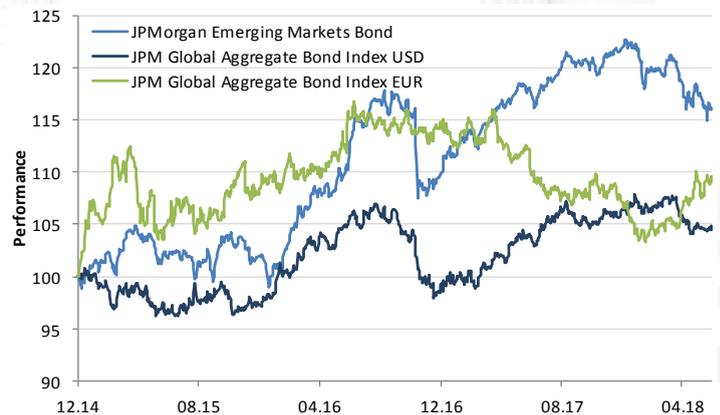
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



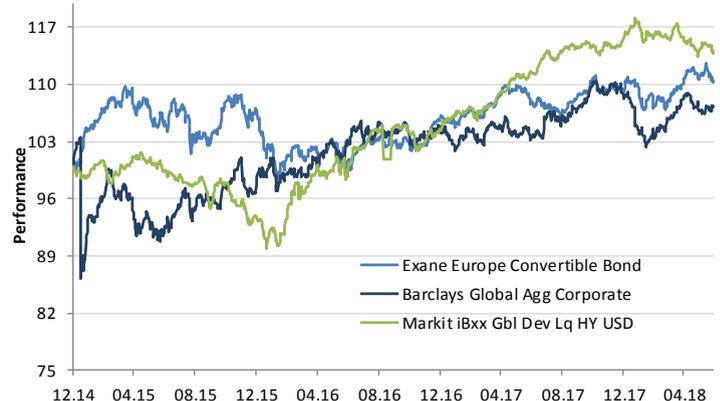
Performance YTD des indices obligataires 1- 5 ans (base 100)



Performance obligations émergentes (base 100)



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



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Obligations suisses

- Fin des « micromouvements » sur les taux longs ?
- Hausse des taux longs suisses au 4ème trimestre
- L'inflation est à nouveau au-dessus de 1%
- Taux d'intérêt réels encore négatifs en fin d'année

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

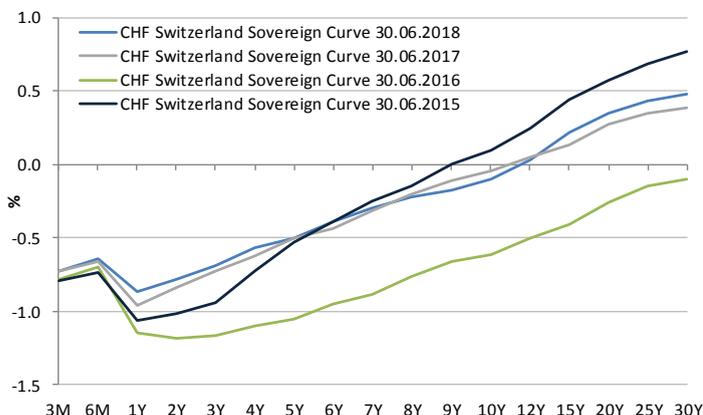
Fin des « micromouvements » sur les taux longs ?

La normalisation des taux longs en Suisse a bien débuté à l'été 2016, dans le sillage du changement de tendance observé aux Etats-Unis. Mais après un premier ajustement des taux à dix ans de la Confédération de -0.6% à 0% au 4ème trimestre 2016, on a assisté, par la suite, à une longue phase de stabilisation autour de zéro. Il y a quelques mois, nous annoncions que cette situation ne durerait certainement pas en 2018, ce qui s'est en partie concrétisé avec une augmentation de la volatilité au 1er trimestre. En quelques semaines, les taux longs ont bondi de 40 points de base et se sont ensuite stabilisés. Cette hausse annonce certainement la fin des « micromouvements » sur les taux longs et une accélération du processus de normalisation. Mais attention à ne pas tirer de conclusion trop hâtive sur l'évolution des taux longs en Suisse, car il nous semble malgré tout improbable de voir les taux à dix ans sortir de leur bande de fluctuation actuelle comprise entre -0.15% et +0.15%, sans un changement plus notable du contexte macroéconomique relatif entre la zone euro et la Suisse. En d'autres termes, la consolidation horizontale des taux suisses est, pour l'instant, très corrélée à celle des taux longs européens, qui hésitent encore à reprendre un chemin haussier pouvant les porter du niveau actuel (0.3%) à celui qui avait été atteint en février (0.8%) avant la faiblesse des actions.

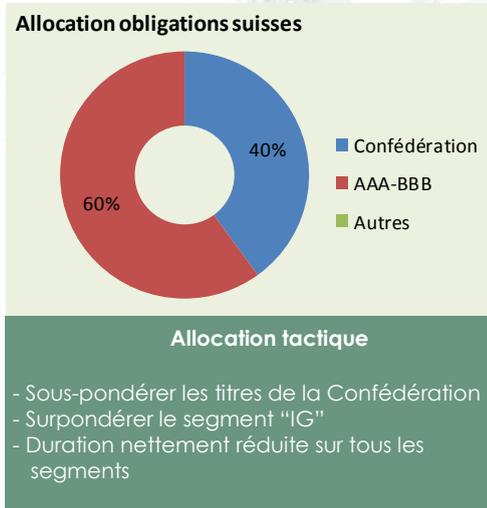
Hausse des taux longs suisses au 4ème trimestre

En l'absence d'escalade des tensions sur la question des droits de douane, la fin des interventions de la BCE en septembre pourrait donc bien déclencher une nouvelle phase d'ajustement des taux longs européens qui aura également des effets induits sur l'évolution des taux dans notre pays. La politique monétaire de la BNS influence toujours la partie très courte de la courbe de taux suisse et retient toute hausse

Courbe de taux Confédération



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



des rendements sur cette partie extrême. Les maturités courtes ont logiquement peu réagi, alors que les échéances plus longues progressaient. La pentification de la courbe de taux que nous évoquions dans nos précédentes analyses est donc désormais en marche et devrait s'intensifier en 2018. En particulier, si nos prévisions de relance du cycle haussier, évoquées plus haut, en zone euro pour le dernier trimestre affectent aussi les perspectives pour le marché obligataire suisse.

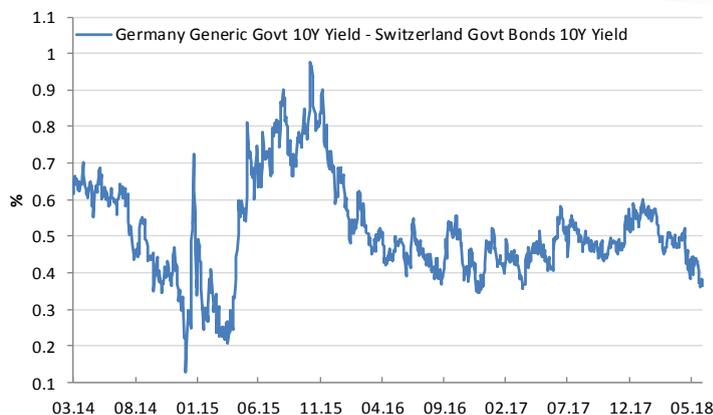
L'inflation est à nouveau au-dessus de 1%

L'évolution de l'inflation pourrait bien être le prochain élément déclencheur de nouvelles hausses de taux longs en zone euro et en Suisse. Même si celle-ci reste contenue, la hausse de 1.1% du CPI de juin (sur un an) est tout de même la plus forte des dix dernières années, si on exclut les tensions de mars (1.4%) et avril (1.4%) 2010. Désormais, l'inflation dépasse à nouveau le seuil psychologique de 1%, lequel n'avait plus été enregistré depuis 2010. Cette tendance devrait être renforcée par l'affaiblissement du franc. Dans ce contexte, le différentiel de taux longs entre le Bund allemand et la Confédération n'a pas vraiment évolué et reste proche de 0.5%. Nous estimons que celui-ci devrait toutefois s'accroître, en raison notamment du renforcement de la dynamique européenne et de la fin programmée des achats d'obligations de la BCE.

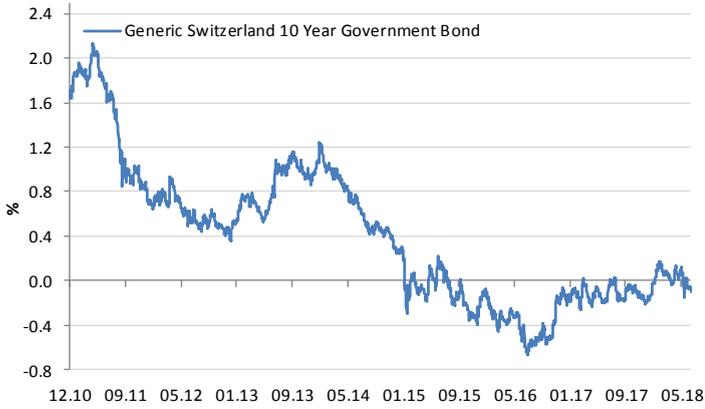
Taux d'intérêt réels encore négatifs en fin d'année

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.

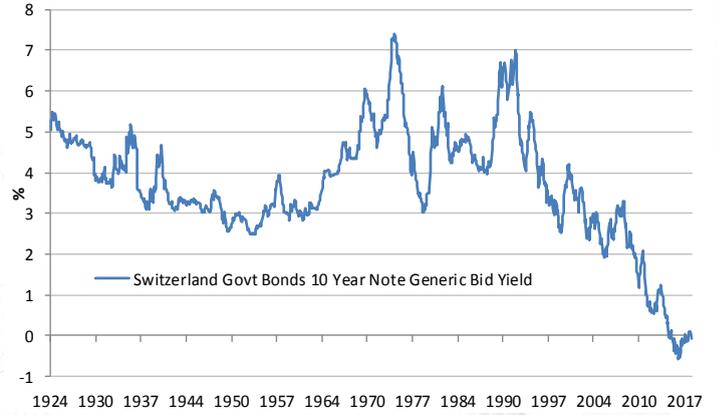
Différentiel de taux longs (Bund allemand - Confédération)



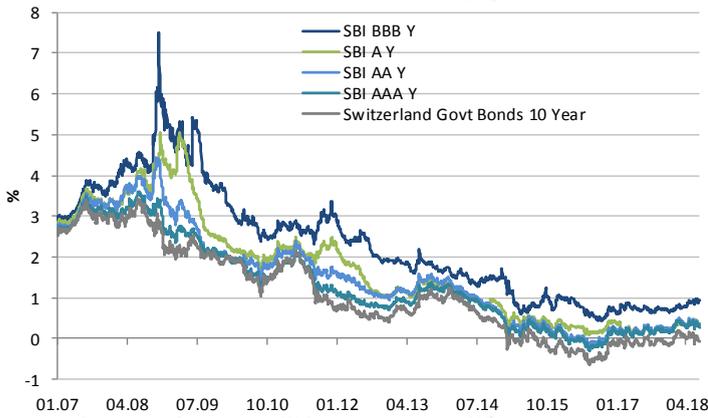
Obligations de la Confédération - taux 10 ans



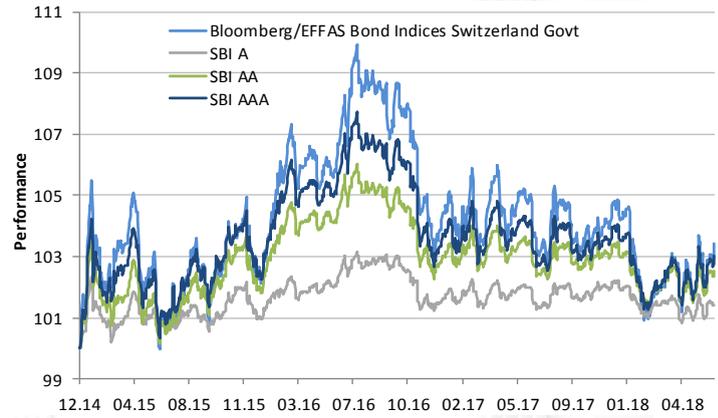
Taux longs de la Confédération depuis 1924



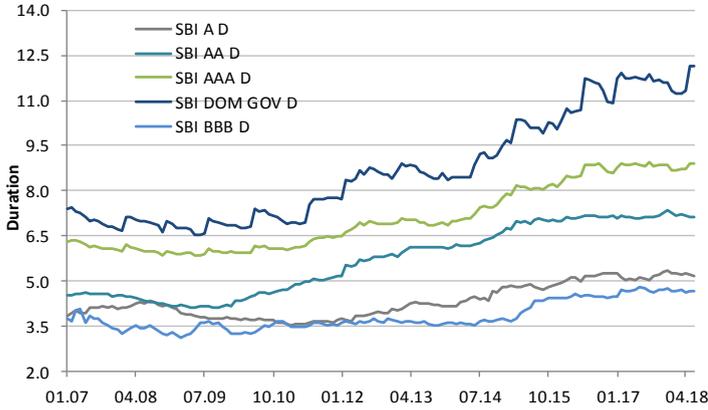
Rendement (en %) par type de débiteur



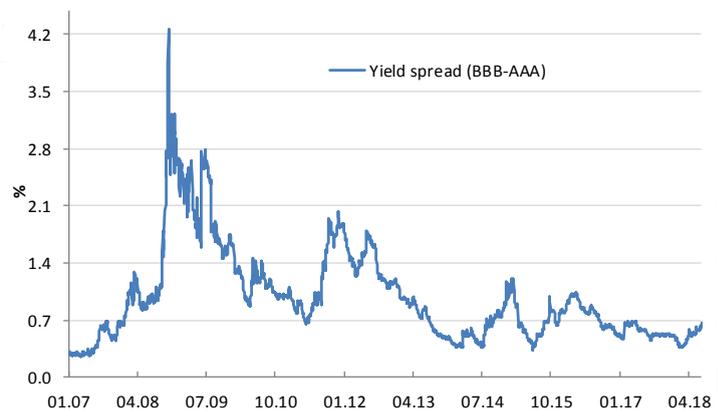
Performance des obligations suisses (base 100)



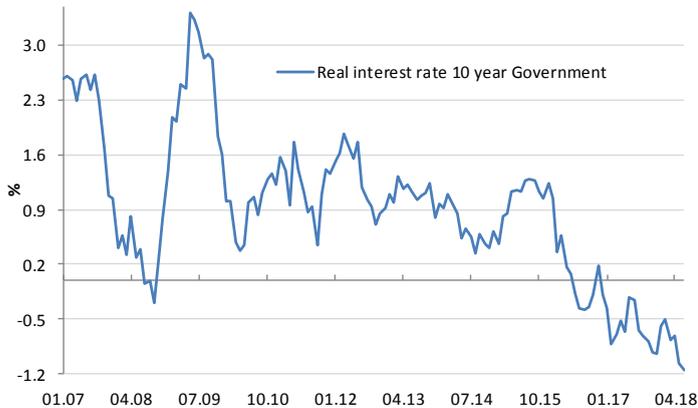
Duration des indices obligataires suisses



Ecart de rendement



Taux d'intérêt réels



INDICES OBLIGATIONS SUISSES (en CHF)

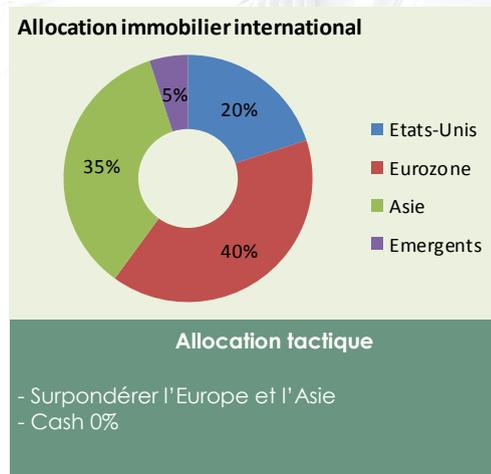
30.06.2018	Total Return Performance						
	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
Bloomberg Barclays Series-E Switzerland Govt All > 1 Yr Bond Index	259.0	CHF	0.3	0.0	0.7	-0.9	-0.9
SBI A-BBB	135.4	CHF	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6	-0.6
SBI AA-BBB	134.0	CHF	-0.1	-0.2	-0.1	-0.5	-0.5
SBI AAA-AA	135.2	CHF	0.1	-0.1	0.2	-0.6	-0.6
SBI BBB	146.8	CHF	-0.2	-0.3	-0.5	-0.6	-0.6
SBI AAA-BBB	135.6	CHF	0.0	-0.1	0.1	-0.6	-0.6
SBI DOM GOV AAA-BBB 1-3P	69.7	CHF	0.0	-0.4	-0.9	-1.6	-1.6
SBI DOM GOV AAA-BBB 3-7P	88.4	CHF	-0.1	-0.6	-0.8	-1.2	-1.2
SBI DOM GOV AAA-BBB 7+ P	126.3	CHF	0.5	-0.1	0.9	-2.1	-2.1

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Immobilier international

- Formidable réaction de l'immobilier international
- Environnement économique toujours favorable à l'immobilier
- Il est encore trop tôt pour s'inquiéter de la hausse des taux longs
- Réallocation des actifs en faveur de l'immobilier européen
- L'immobilier asiatique sous la menace de Trump ?

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



Formidable réaction de l'immobilier international au 2ème trimestre

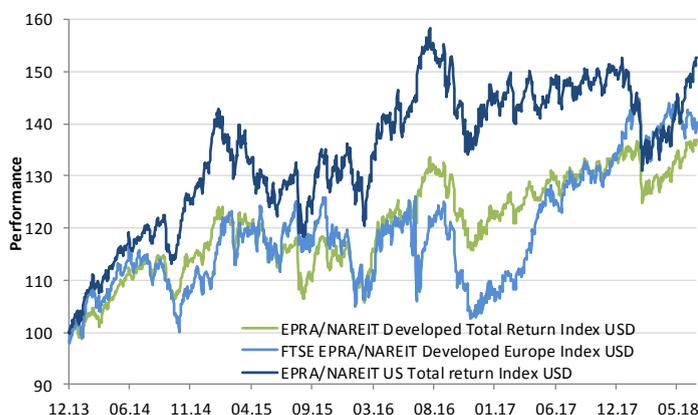
Au premier trimestre, l'immobilier international avait difficilement pu s'affranchir de la progression des incertitudes et de la correction de valeur des actifs risqués, lesquels avaient assez nettement affecté la perception des risques des investisseurs ainsi que la performance des valeurs immobilières pendant quelques semaines. L'indice FTSE EPRA NAREIT Developed TR avait, en effet, chuté de près de -7% en USD, remettant temporairement en question les gains enregistrés au cours du second semestre 2017. Le marché américain avait été l'un des marchés les plus affectés par le retour des incertitudes, alors que les marchés européens et asiatiques, privilégiés dans notre politique de placement, résistaient plutôt bien en enregistrant que de très faibles fluctuations. Le deuxième trimestre a été nettement plus favorable aux valeurs immobilières, puisque dans un environnement de taux relativement stable, l'indice mondial a progressé de +5.45% en dollars, sa plus forte progression trimestrielle depuis 2014. Elle surpasse très nettement, à cette occasion, celle des marchés actions en hausse d'à peine +1.73% en dollars sur la même période. L'immobilier américain est donc aussi revenu au premier plan de la diversification des actifs et profitait d'une hausse impressionnante de +10.24%. Il faut remonter au dernier trimestre 2014 également pour retrouver une progression des cours des REITs américains aussi importante. L'immobilier européen a aussi profité du retour des investisseurs sur cette classe d'actifs plus sûre et réalisait une progression appréciable de +4.4% en euros. L'Asie profitait, dans une moindre mesure, de l'amélioration du climat des investis-

sements et voyait les valeurs immobilières de la région progresser de +0.51% en dollars. Au Royaume-Uni, l'inquiétude était toujours palpable à quelques mois de la date butoir du Brexit et les valeurs immobilières ont commencé à souffrir de l'absence de visibilité sur le plan économique et politique. Finalement, il est intéressant de relever que la nouvelle hausse de taux directeurs de 0.25% décidée en juin par la Fed, le niveau de rendement à dix ans du Trésor américain à nouveau proche de 3% et un renforcement du niveau de l'inflation aux Etats-Unis n'ont pas freiné le nouvel engouement des investisseurs pour l'immobilier.

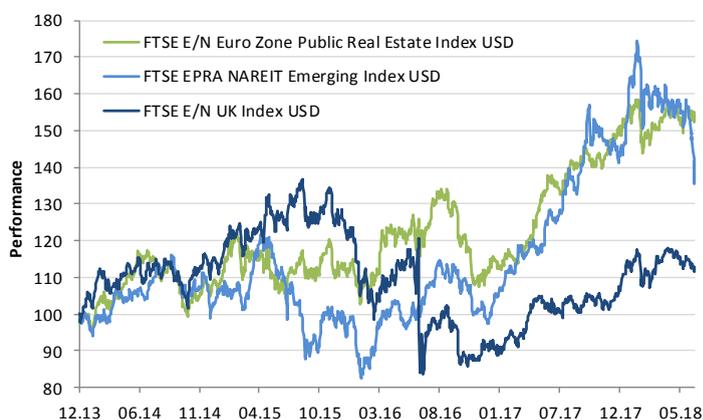
Environnement économique toujours favorable à l'immobilier

Après un premier trimestre légèrement plus faible, nous attendons une relance conjoncturelle à partir du deuxième trimestre qui devrait permettre d'envisager sereinement une croissance économique mondiale proche de +4% en 2018. Les prévisions de l'OCDE restent très favorables également pour 2019. La phase d'expansion de l'économie mondiale devrait donc se poursuivre, à moins que les pressions actuellement exercées par le président Trump sur la Chine, en particulier, en mettant en œuvre une politique protectionniste brutale, ne finissent par inquiéter les investisseurs et les consommateurs. L'incertitude liée à l'ampleur d'une guerre commerciale et ses effets sur la croissance mondiale font, en effet, peser de nouveaux risques sur l'ensemble des marchés financiers. Pour l'instant, le marché américain semble perçu comme immunisé aux effets possibles d'une telle confrontation sur l'économie domestique américaine et les investissements immobiliers

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



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



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Apparaissent, peut-être dans ce contexte, comme totalement immunisés à ces nouveaux risques.

Il est encore trop tôt pour s'inquiéter de la hausse des taux longs ?

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 et d'inflation. 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%, ce qui pourrait être le cas dès 2019. 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 et de l'inflation, 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 et 2019, 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 sont restés relativement stables ces derniers mois. 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

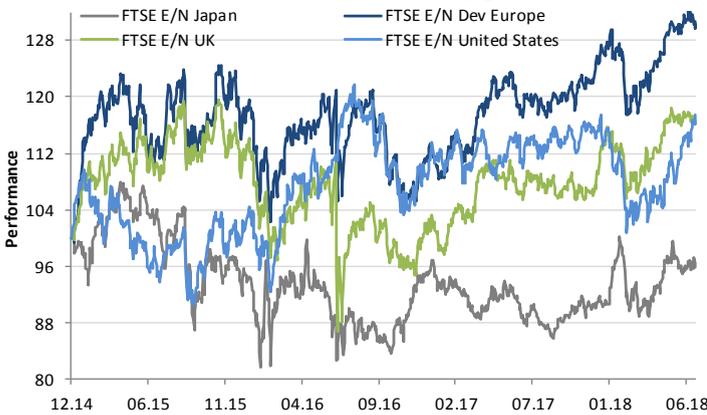
avoir d'effet durable sur les fondamentaux immobiliers, à l'exception du marché américain dont le cycle de revalorisation est déjà bien engagé.

Taux d'intérêt réels bas favorables à l'immobilier

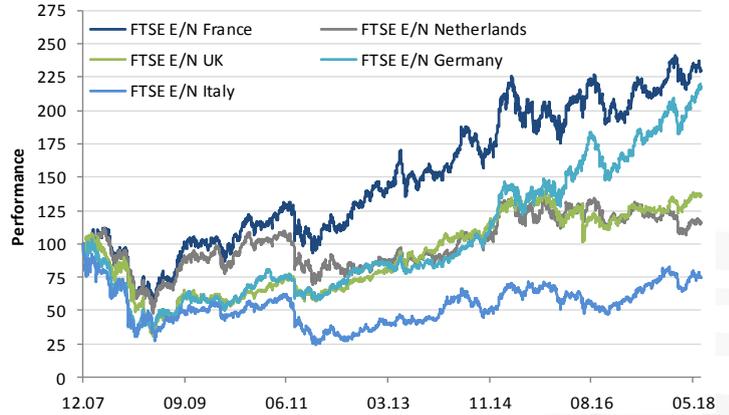
Nous maintenons notre prévision d'une accélération probablement supérieure aux attentes de l'inflation en 2018, notamment aux Etats-Unis. L'inflation devrait, en effet, finir par se renforcer sous l'impulsion de tensions à venir dans le marché de l'emploi et affecter un peu plus encore le niveau des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

Au cours des prochains trimestres, on devrait donc encore assister 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.

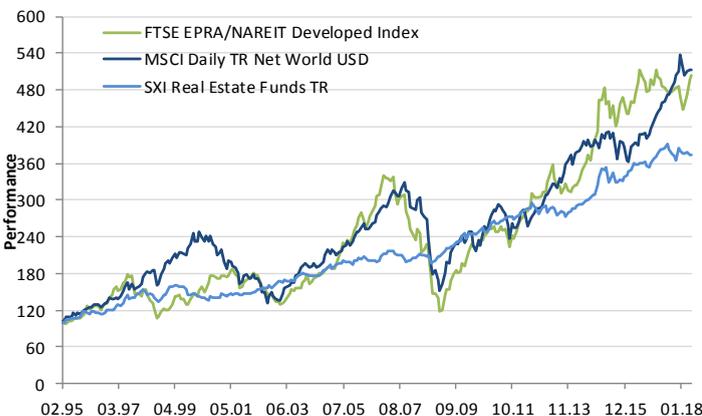
Marchés immobiliers en monnaies locales



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						
30.06.2018		Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
GLOBAL	FTSE EPRA/NAREIT GIB TR	2687.2 USD	USD	-0,6	0,6	3,5	0,0	0,0
DEVELOPED	EPRA/NAREIT Dev TR USD	5030.4 USD	USD	-0,1	1,6	5,5	0,9	0,9
DEVELOPED EUROPE	FTSE E/N Dev Europe	2228,9 EUR	EUR	-0,8	0,4	5,5	2,3	2,3
EUROZONE	FTSE E/N Euro Zone	2659,7 EUR	EUR	-0,6	0,9	6,5	3,3	3,3
USA	FTSE E/N United States	2913,5 USD	USD	0,6	4,1	10,2	1,7	1,7
DEVELOPED ASIA	FTSE E/N Dev Asia	1537,0 EUR	EUR	-1,8	-2,4	5,9	3,2	3,2

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

La reprise attendue de l'immobilier américain a été fulgurante

Nous évoquions il y a quelques mois les risques de contreperformance du marché américain par rapport aux autres marchés développés moins matures, en expliquant que notre stratégie de placement privilégierait pour un temps une sous-exposition à ce marché dans notre allocation internationale. Dans notre dernière stratégie, nous mentionnions que la correction du premier trimestre avait reconstitué, d'une certaine manière, la prime de risque pour l'immobilier américain qui devait avoir un effet positif sur l'évolution de la demande d'investissement. Malgré une certaine avance sur le cycle de revalorisation des valeurs immobilières, nous changeons notre stratégie pour tenir compte de ce facteur et augmentons notre allocation dans la perspective d'une reprise probable des cours. La progression et la surperformance du marché américain au cours du trimestre s'est effectivement produite rapidement, l'indice FTSE EPRA NAREIT USA ayant bondi en quelques semaines de +10.24%. Nous ne pensons toutefois pas que ce mouvement annonce une surperformance durable de ce segment de marché pour les prochains trimestres au niveau actuel du cycle de l'immobilier titrisé américain. En effet, la concurrence du rendement des obligations du Trésor et des obligations d'entreprises supérieur à 3% reste un facteur important qui devrait freiner la progression des cours.

Sur le plan fondamental, la hausse des prix de l'immobilier est désormais en perte de « momentum ». Elle enregistre encore une progression de +6.4% sur un an, ce qui constitue le premier tassement depuis l'été 2016. Globalement, la confiance des promoteurs immobiliers décline, les demandes de prêts hypothécaires se contractent, les ventes de maisons existantes semblent diminuer et, si le marché immobilier reste solide, nous estimons qu'il n'est plus en nette croissance. Après six années de progression annuelle moyenne de +6.5%, les prix de l'immobilier devraient poursuivre leur progression à un rythme sensiblement inférieur, en raison de l'augmentation graduelle du coût de financement. La hausse des taux hypothécaires n'est encore pas excessive à très long terme si on considère que les taux des hypothèques à 30 ans sont à 4.76% légèrement en dessous de 5% et bien loin du niveau de 6.5% qui prévalait avant la crise financière en 2008.

Marginalement, la poursuite de la tendance actuelle réduira l'appétit des investisseurs, au moment où la réforme fiscale diminuera aussi les possibilités de défiscalisation des intérêts des dettes hypothécaires. Le marché américain conserve toujours un potentiel d'appréciation, mais d'un point de vue relatif, nous privilégions une exposition plus importante aux marchés européens et asiatiques.

Intensification de la réallocation des actifs en faveur de l'immobilier européen

En Europe, nous anticipons dans nos précédentes perspectives une accélération de la dynamique économique qui s'est concrétisée et qui semble bien pouvoir encore se renforcer en 2018 et 2019. Nos perspectives positives pour la croissance économique européenne, notamment celles pour les moteurs de la croissance tels que l'Allemagne, l'Espagne et même la France, devraient avoir des effets positifs sur les marchés immobiliers respectifs. Les risques politiques n'ont évidemment pas complètement disparu, comme en témoigne la situation en Italie, en particulier, avec l'élection d'un gouvernement eurosceptique et la crise des migrants. Les négociations du Brexit restent suspendues à des propositions du Royaume-Uni mais l'approche de la date fatidique de mars 2019, sans l'ébauche d'une solution concrète, ne semble plus être une source d'incertitude déstabilisante. Le cycle économique européen est donc en place.

En ce qui concerne le marché immobilier européen, la conjoncture plus favorable et une meilleure visibilité des perspectives 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

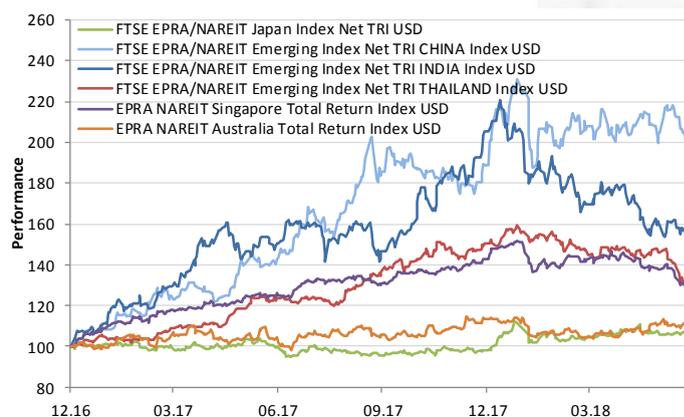
taux d'intérêt augmentera certainement les coûts en matière de financement, mais le coût réel (après inflation) et l'absence d'alternative permettront encore au marché immobilier européen d'attirer de nouveaux investisseurs. Nous ne pensons pas que l'évolution des coûts de financement sera suffisante pour freiner l'investissement immobilier. L'écart de rendement des placements immobiliers par rapport au rendement des 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 rendement est bien plus élevé et attrayant en comparaison historique. Nous considérons toujours que les placements immobiliers européens offrent donc une alternative très attrayante aux rendements obligataires.

En ce qui concerne l'immobilier titrisé, nous estimons que les risques, désormais croissants, de moins-values obligataires soutiendront plus largement une réallocation des actifs en faveur de l'immobilier dans les portefeuilles institutionnels. En termes d'allocations régionales, la zone euro devrait encore bénéficier d'un potentiel supérieur de revalorisation des loyers et d'une croissance plus soutenue des prix.

L'immobilier asiatique sous la menace de Trump ?

Sur le plan macroéconomique, l'Asie profite d'une dynamique régionale, en partie soutenue par le dynamisme de l'investissement chinois et international. Les perspectives de développement du secteur immobilier restent fortes mais sont soumises à la pression exercée par la présidence américaine sur la Chine. Les risques de guerre commerciale à large spectre, bien que peu probables, menacent tout de même les perspectives et le scénario de croissance qui prévalait avant l'escalade des tensions entre les Etats-Unis et la Chine. Ce risque doit être pris en considération, mais sur le fond, l'immobilier asiatique nous semble toujours profiter de fondamentaux supérieurs. L'immobilier asiatique suit, en effet, une dynamique tout à fait différente et peut compter sur une demande d'investissement toujours très robuste. Le marché chinois bénéficie toujours d'une très solide demande d'investissement domestique qui soutient l'évolution positive des prix de l'immobilier commercial et industriel en premier lieu. Même constat à Hong-Kong et en Corée, dont les prix progressent, malgré une hausse des coûts de financement. Le Japon profite aussi d'une demande particulièrement résiliente, mais les prix devraient se stabiliser dans des volumes de transactions réduits. Les marchés de Hong-Kong et de la Corée voient un accroissement des investissements étrangers, tandis que l'Australie et Singapour marquent un peu le pas. Nous estimons que la plupart des marchés asiatiques devraient pouvoir compter sur une progression des prix au cours des six prochains mois, à l'exception notable du marché indien qui ne bénéficiera peut-être pas du même attrait. L'immobilier asiatique est privilégié dans notre grille d'investissements diversifiés.

Évolution des marchés immobiliers (USD)



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Immobilier suisse

- Les sociétés immobilières résistent mieux que les fonds de placement immobilier
- Profiter de l'opportunité pour capter un rendement 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									

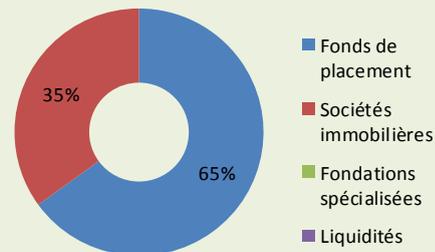
Les sociétés immobilières résistent mieux que les fonds de placement immobilier

La corrélation entre les actions suisses et les fonds de placement immobiliers s'est avérée supérieure à celle des actions immobilières cotées durant la période récente de remontée des risques et des incertitudes. Alors que les fonds immobiliers subissaient des pertes (-6.3%) similaires à celles du SMI (-6.4%), les sociétés immobilières limitaient leur baisse à -3.5%. Une constatation étonnante si on considère parallèlement que la hausse de ces dernières (+6%) depuis le début de l'année était sans commune mesure à l'évolution quasi horizontale des fonds immobiliers (+0.3%). Il est probable que l'étroitesse du marché suisse des fonds immobiliers et les faibles volumes journaliers de transactions ont exacerbé la baisse des cours, dans ce contexte général de prises de profits et de réduction du risque global. Pourtant, sur le front des taux d'intérêt, la période s'est avérée plutôt calme et peu encline à susciter des inquiétudes sur une évolution défavorable des taux de capitalisation. La survenance d'un tel événement aurait, par ailleurs, aussi touché les sociétés immobilières. Nous maintenons notre vision positive pour l'immobilier titrisé suisse comme actif de diversification apportant un rendement appréciable de plus de 3%, très largement supérieur à celui des obligations.

Profiter de l'opportunité présente pour capter un rendement toujours très attractif

La correction des dernières semaines est essentiellement due au processus de réduction de risque en fin de trimestre dans un marché titrisé étroit. Les corrections de cours ne nous semblent pas encore justifiées

Allocation immobilier suisse



Allocation tactique

- Augmentation de l'allocation en fonds de placement à 65%
- Diminution de l'exposition en sociétés immobilières cotées à 35%

par une quelconque dégradation des fondamentaux. Nous recommandons donc de profiter de cette opportunité pour procéder à des réajustements et repositionnement en faveur des fonds immobiliers dont les niveaux de rendement sont à nouveau proche de 3%. L'écart de rendement avec les obligations à long terme reste très important et séduisant. Nous ne voyons toujours pas de véritable bulle spéculative sur l'immobilier suisse. La demande finale restera solide, mais rationnelle, au cours des prochains trimestres. Le transfert d'allocation d'actifs entre obligations et valeurs immobilières se poursuivra certainement, mais pas à n'importe quel prix.

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

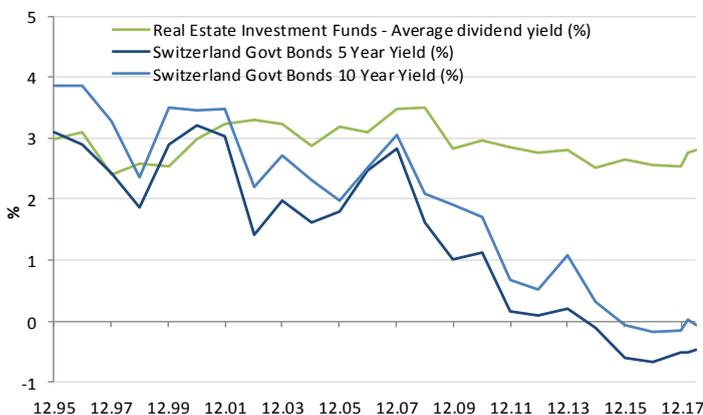
Nous ne pensons pas que les hausses de taux en 2018 seront suffisantes pour avoir une influence significative sur les prix de l'immobilier et sur les taux de capitalisation. Il ne faut donc pas surestimer les risques de correction des prix dans cette éventualité.

IMMOBILIER SUISSE

Name	Last price	Total Return Performance				
		7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
SXI Real Estate Funds TR	371.9	3.1	0.1	-0.8	-2.6	-2.6
SXI Real Estate Idx TR	2506.9	0.2	0.6	2.4	2.7	2.7
KGAST Immo-Index*	278.0				2.0	2.0

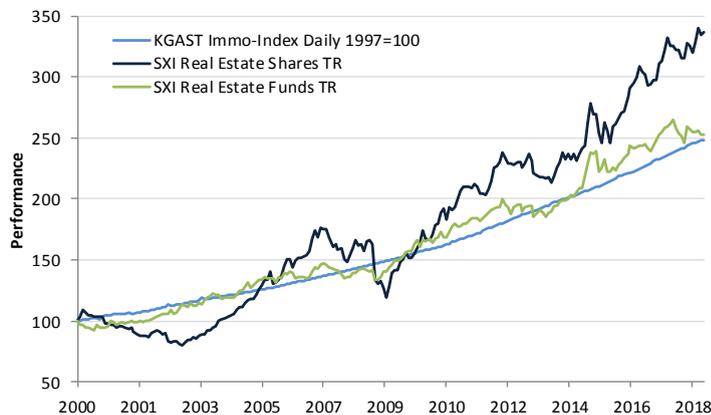
* subject to one-month lag

Taux d'intérêt et rendement des fonds immobiliers



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Performance de l'immobilier suisse

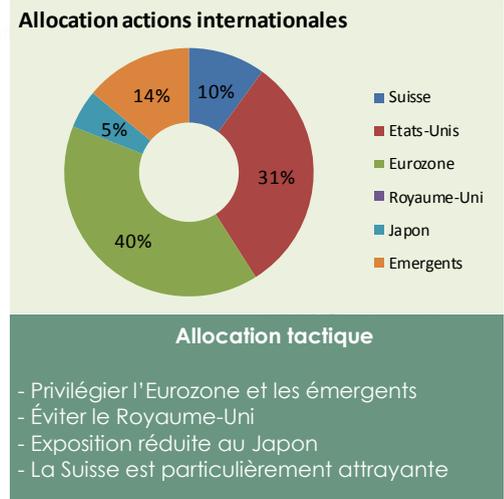


PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions internationales - Régions

- Risques de récession encore éloignés aux Etats-Unis
- Moins de volatilité pour le Stoxx600
- Le Nikkei pourrait enfin profiter d'un yen plus faible
- Risques de guerre commerciale surestimés dans les émergents

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



Risques de récession encore éloignés aux Etats-Unis

La correction des cours en février-mars était annoncée et provoquait de nouvelles opportunités de repositionnement grâce à des niveaux de valorisation plus attractifs. Après le rebond de mai et juin, les risques subsistent de voir la croissance des profits être insuffisante pour justifier les niveaux de valorisation à nouveau plus élevés et désormais proches de ceux qui prévalaient avant la correction des cours boursiers. La croissance des profits des multinationales pourrait, en effet, souffrir sous l'impulsion de pressions sur les marges. Mais pas de panique, même si le cycle de croissance actuel est le deuxième plus long de son histoire, son amplitude semble encore nettement inférieure à sa moyenne historique. Alors dans le contexte de l'année 2018, on peut encore estimer que les paramètres de risques majeurs pour les actions américaines ne sont pas encore au rouge. En effet, les risques de récession ne sont pas encore significatifs, si on exclut une escalade des tensions liées aux menaces de hausse de droits de douane proférées par le président américain à l'encontre de ses principaux partenaires commerciaux, qui constitue la principale incertitude en la matière. Le cercle vertueux que la banque centrale a finalement réussi à enclencher n'est, de notre point de vue, pas encore prêt de provoquer une hausse des salaires durable et suffisante pour déclencher un réel durcissement de la politique monétaire. Le niveau de plein emploi attendu par la Fed ne sera sans doute atteint qu'en 2019 et ne provoquera des tensions salariales sérieuses que dans les trimestres suivants. Une

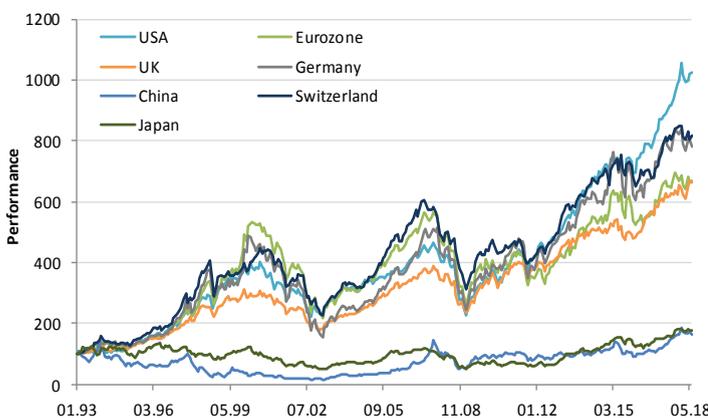
récession pourrait donc intervenir en 2020, mais les marchés ne devraient pas s'en inquiéter avant 2019.

L'économie américaine pourrait bien se relancer au second semestre grâce aux réductions d'impôts et à la hausse des dépenses gouvernementales, qui sont des stimulés connus et dont les effets pourraient effectivement soutenir les résultats et les investissements des multinationales américaines. L'impact du cercle vertueux et de la stimulation fiscale et budgétaire est désormais visible, les profits des sociétés ont bondi de +25% au 1er trimestre par rapport à 2017.

Ces dernières années, la hausse des actions a évidemment été soutenue par une forte croissance organique des profits, mais aussi renforcée par une forte phase d'expansion des multiples, logique dans le contexte de baisse de taux. Le cycle de hausse de taux pourrait donc conduire à des ajustements et à une phase de contraction des PE. En effet, il est 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.

Après le rebond des titres américains des dernières semaines, nous recommandons à nouveau une certaine prudence sur les perspectives relatives des valeurs américaines. Les attentes de bénéfices pour le marché américain sont près de deux fois supérieures à celles de l'Europe et les risques de déceptions sont, par conséquent, plus élevés.

Marchés actions long terme (base 100)



Actions chinoises A et B (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Moins de volatilité pour le Stoxx600

La valorisation des actions européennes s'était sensiblement améliorée au cours des dernières mois, tant par rapport aux mesures historiques qu'en comparaison internationale. A seulement 13.6x 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 17x). L'écart de valorisation des titres américains, d'environ 25% par rapport aux valeurs européennes, ne nous semble pas justifié. En termes de rendement du dividende, les valeurs européennes semblent également beaucoup plus attrayantes, en offrant un rendement de 3.6%, soit près de deux fois plus que celui distribué par les titres américains (1.9%). Les valeurs européennes conservent un avantage de valorisation. Elles devraient bénéficier du retour des investisseurs, mais elles souffrent, pour l'instant et de manière sans doute excessive, des incertitudes provoquées par les menaces de guerre commerciale proférées par le président américain.

Les bénéfices des sociétés européennes sont toujours bien orientés et devraient progresser de +10% en 2018. Les CFO et CEO des sociétés du Stoxx 600 se montrent confiants sur l'évolution des carnets de commandes et des résultats, alors que le contexte macro-économique témoigne d'une situation favorable aux résultats des sociétés européennes. Le recul du dollar contre euro a pesé sur les résultats des entreprises en début d'année, mais la reprise en cours du dollar devrait avoir un effet désormais positif sur une majorité de valeurs européennes. Les inquiétudes sur le Brexit n'affectent désormais presque plus les valeurs de la zone euro, qui ont toutefois été temporairement touchées par le retour des incertitudes en Italie. Bien que cela ne soit pas une préoccupation essentielle, ce risque de nouvelle fracture de la zone euro restera certainement une menace pouvant provoquer une volatilité supérieure. Nous estimons cependant que l'écart de valorisation n'est de loin pas justifié entre les valeurs européennes et

américaines. La contre-performance récente, issue de l'émergence du risque italien et des menaces de guerre commerciale notamment, constitue une opportunité de repositionnement sur les marchés européens à moyen terme. Les actions européennes devraient, en effet, ainsi surperformer assez sensiblement les valeurs américaines en 2018 en monnaies locales.

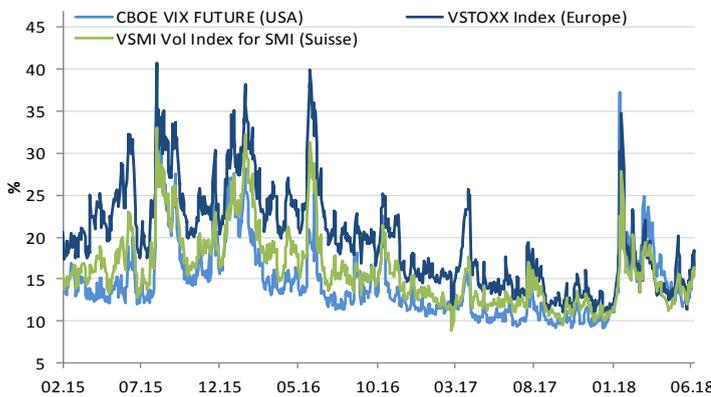
Actions britanniques : rester prudent

Dans le contexte toujours incertain des négociations liées au Brexit, le ratio rendement/risque attendu du marché actions ne nous semble toujours pas attrayant. La livre sterling semble cependant résister à ces incertitudes, mais nous maintenons notre recommandation de prudence à l'égard des actions britanniques, malgré une valorisation raisonnable et un rendement du dividende intéressant.

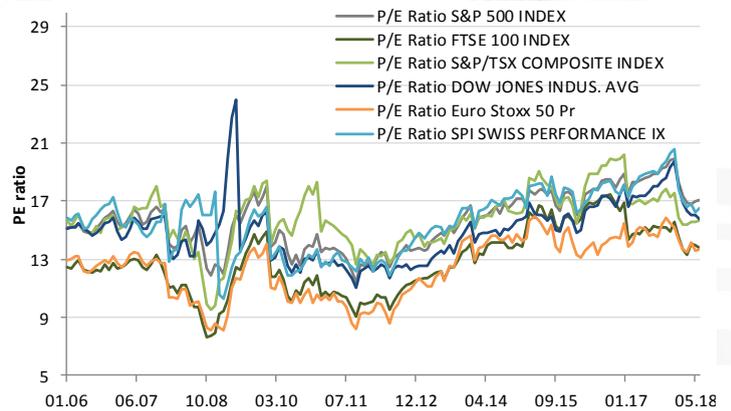
Le Nikkei pourrait enfin profiter d'un yen plus faible

La correction d'environ 15% des cours et des valorisations des actions japonaises intervenue au 1er trimestre a offert des opportunités de repositionnement aux investisseurs à long terme. A 17x les bénéfices et des perspectives de surprises positives, le niveau de valorisation était en comparaison proche de celui des valeurs américaines, mais le risque monétaire restait un facteur important à considérer. Malgré la correction des cours de 24'000 à 20'500 de l'indice Nikkei, nous revoisons qu'en l'absence d'une faiblesse durable du yen, les perspectives de rebond restaient entachées d'une grande incertitude. La hausse du yen de +10% contre le dollar avait été un facteur déterminant de la faiblesse des valeurs japonaises ; heureusement, le récent déclin du yen de 105 yen à 111 yen pour 1 dollar est en train d'apporter un soutien à la hausse du Nikkei. Aujourd'hui, nous estimons qu'une accélération de la croissance des profits des entreprises nippones est encore possible dans un contexte de renforcement du cycle économique

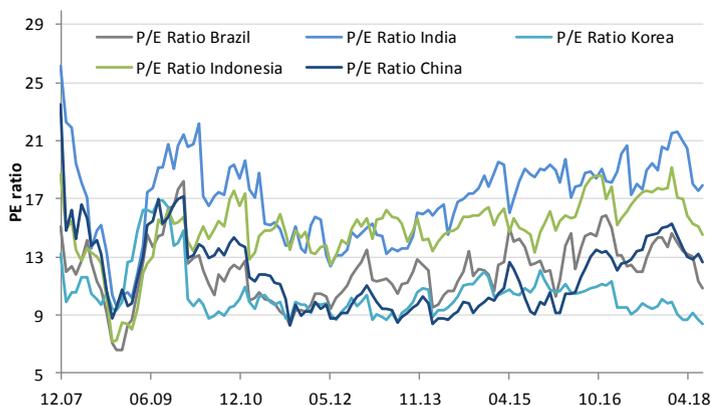
Indicateurs de volatilité (USA, Europe, Suisse)



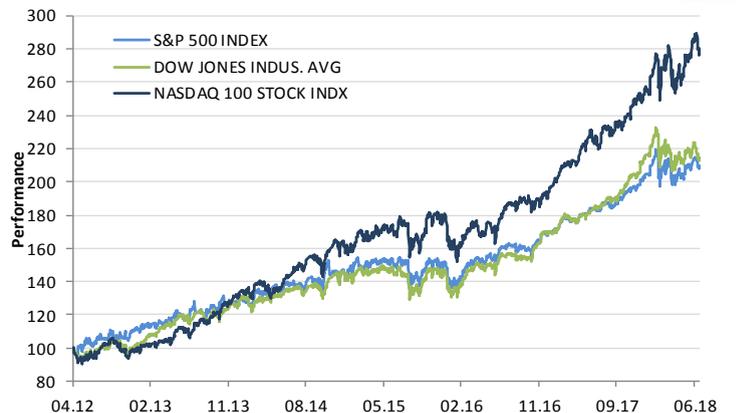
PE des marchés développés



PE des marchés émergents



Marchés actions US (base 100)



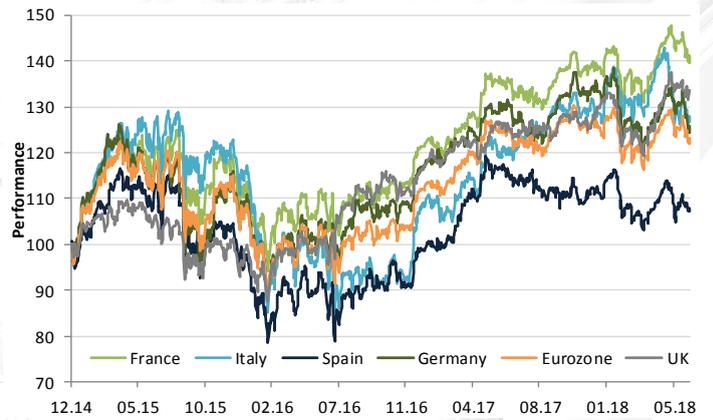
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

mondial, si les risques de « guerre commerciale » diminuent et si le yen s'affaiblit à nouveau durablement. Les sociétés cotées japonaises ont terminé l'année sur un deuxième exercice record à fin mars 2018. Le secteur automobile et les semi-conducteurs sont en tête de liste des résultats publiés dont le Nikkei relève une croissance moyenne de +35% pour plus de 260 milliards de dollars. Cette progression excède nettement la croissance de +18% de l'année précédente. Les dividendes des sociétés cotées qui devraient être distribués pourraient encore progresser pour la cinquième année consécutive. Mais la croissance des profits pour l'exercice en cours est attendue en légère baisse de -2%, en raison du facteur yen, de la hausse des coûts des matières premières et des risques liés à l'introduction de taxes par les Etats-Unis. Les leaders du Nikkei ont une estimation du taux de change de 106 yen pour leur exercice en cours, ce qui est sensiblement plus conservateur que le niveau actuel de 110 et en dessous de nos propres perspectives de baisse du yen à 115. Une poursuite de l'affaiblissement du yen devrait donc soutenir une poursuite de la hausse du Nikkei vers 24'000 au cours des prochains mois, si le climat boursier international reste constructif.

Risques de guerre commerciale surestimés dans les marchés émergents : reprendre des positions diversifiées

En attaquant directement la Chine sur la question des tarifs douaniers, le président américain a naturellement fait surgir de nouvelles interrogations sur l'effet d'une hausse des taxes sur les exportations et la croissance chinoises qui ont aussi eu des répercussions directes sur les perspectives de développement des marchés émergents. Il est vrai que la Chine et les émergents ont été les grands gagnants de la libéralisation du commerce et de l'abaissement des barrières douanières. Le risque d'escalade des tensions est au cœur des préoccupations actuelles des investisseurs, mais nous estimons que la raison l'emportera dans le processus de négociations qui s'est engagé. D'autre part, le rééquilibrage voulu par l'administration Trump pourrait être moins impressionnant que ce dernier n'aime à le décrire. Nous estimons que les « spreads » de taux d'intérêt ne reflètent pas la réalité économique actuelle et notamment que les sociétés des marchés émergents ont des fondamentaux solides et une moindre dépendance en matière de financement qu'auparavant vis-à-vis des taux en USD. La chute des marchés émergents de près de -10%, en à peine quinze jours en juin, traduit selon nous un pessimisme excessif des investisseurs inquiets des développements possibles du scénario de guerre commerciale sur l'évolution des économies émergentes et des résultats des sociétés. Les marchés émergents ont souffert ces dernières semaines du durcissement de ton du président américain, mais les valorisations des marchés actions nous semblent désormais particulièrement attrayantes dans un contexte de normalisation des risques de guerre commerciale tous azimuts que nous privilégions. Nous recommandons de considérer positivement une exposition aux actions émergentes diversifiées.

Marchés actions (base 100)



Marchés actions Japon VS MSCI Monde



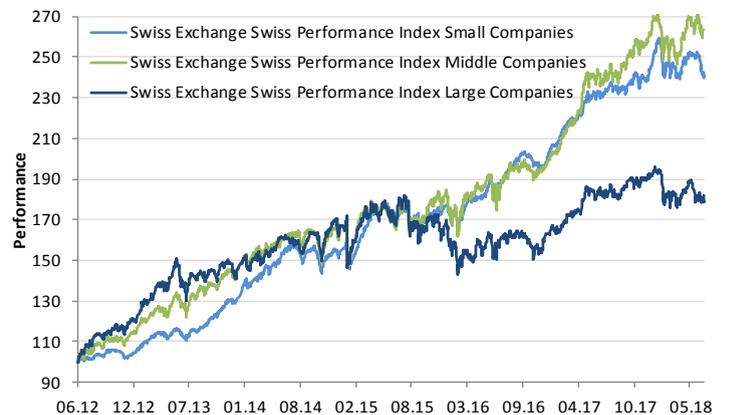
Marchés actions émergentes (base 100)



INDICES ACTIONS - REGIONS (en monnaies locales)

		Total Return Performance						
	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
ACTIONS SUISSES	SPI Swiss Performance Index	9443.1	CHF	-0.1	1.6	1.3	-3.9	-3.9
ACTIONS SUISSES SMALL-MID CAPS	SPI Extra Total Return	2903.8	CHF	-0.7	0.3	4.1	1.2	1.2
ACTIONS EUROPEENNES	STXE 600 € Pr	394.6	EUR	-1.3	-0.6	4.3	0.1	0.1
ACTIONS EUROPEENNES SMALL-MID CAPS	MSCI Europe Small Cap Net TR E	352.7	EUR	-1.7	-1.1	4.7	1.9	1.9
ACTIONS UK	FTSE All-Share Index	3595.9	GBP	-0.6	-0.2	9.1	1.7	1.7
ACTIONS US	S&P 500 Index	2718.4	USD	-1.3	0.6	3.4	2.6	2.6
ACTIONS US SMALL-MID CAPS	RUSSELL 2500	634.6	USD	-2.0	0.7	5.7	5.5	5.5
ACTIONS JAPON	NIKKEI 225	22304.5	JPY	-0.8	0.6	4.1	-1.1	-1.1
ACTIONS JAPON SMALL-MID CAPS	Russell/Nomura Mid-Small Cap I	903.3	JPY	-0.6	-1.0	1.2	-3.5	-3.5
ACTIONS ASIATIQUES EX JAPON	MSCI AC Asia Pac Ex Japan	539.1	USD	-1.9	-3.7	-3.5	-4.0	-4.0
ACTIONS ASIATIQUES EX JAPON SMALL-MID CAPS	MSCI AC Asia Pacific Ex Japan Small Cap	1016.5	USD	-2.2	-5.7	-5.4	-6.7	-6.6
ACTIONS EMERGENTES	MSCI EM	910.4	USD	-1.5	-4.1	-7.9	-6.5	-6.6
ACTIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES (USD)	MSCI Daily TR Net World	4693.2	USD	-1.2	0.0	1.7	0.4	0.4

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

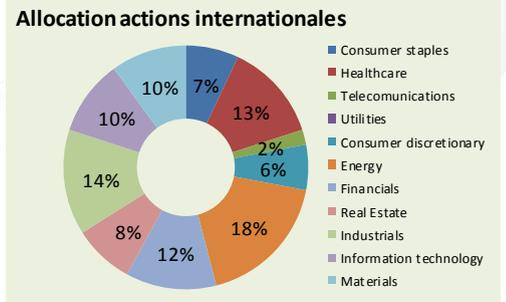


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions internationales - Secteurs

- Nouvelle rotation sectorielle au 3ème trimestre
- Perspectives de revalorisation pour les financières
- Augmenter le secteur défensif des télécommunications
- Sous-pondéré les valeurs technologiques



Allocation tactique

- Sous-pondérer les valeurs du numérique
- Surpondérer les valeurs de substance
- Surpondérer l'énergie, les matériaux, les télécoms, la consommation 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 - SECTEURS

30.06.2018		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	-1.9	1.2	4.2	6.2	6.2	
CONSUMER STAPLES	MSCI WORLD/CON STPL	208.3 USD	-0.1	2.7	-0.5	-5.6	-5.6	
ENERGY	MSCI WORLD/ENERGY	206.3 USD	1.3	1.3	13.0	7.1	7.1	
FINANCIALS	MSCI WORLD/FINANCE	105.4 USD	-1.5	-1.8	-4.1	-5.8	-5.8	
HEALTHCARE	MSCI WORLD/HLTH CARE	222.5 USD	-1.6	1.4	2.9	1.9	1.9	
INDUSTRIALS	MSCI WORLD/INDUSTRL	196.5 USD	-1.2	-2.5	-2.1	-3.5	-3.5	
MATERIALS	MSCI WORLD/MATERIAL	208.5 USD	-0.6	-1.5	1.7	-2.7	-2.7	
REAL ESTATE	MSCI WORLD/REAL ESTATE	192.1 USD	0.1	1.6	3.4	-0.3	-0.3	
TECHNOLOGY	MSCI WORLD/INF TECH	145.5 USD	-2.2	-0.5	5.9	9.6	9.6	
TELECOMMUNICATION	MSCI WORLD/TEL SVC	71.1 USD	-0.7	0.7	-2.8	-8.3	-8.3	
UTILITIES	MSCI WORLD/UTILITY	113.8 USD	1.8	2.1	2.7	1.2	1.2	

Le retour des incertitudes au cours du dernier trimestre a certainement contribué à une assez large dispersion des performances sectorielles. Aux Etats-Unis, on observe par exemple vingt-sept secteurs aux performances supérieures à +10% et 26 aux résultats inférieurs à -5%.

Le second semestre 2018 devrait être caractérisé par une nouvelle rotation sectorielle significative, dans un contexte d'apaisement souhaité des tensions commerciales et de réaffirmation de la vigueur de la croissance mondiale. Mais ce mouvement de rotation devrait en fait être plutôt défensif. Les contre-performances de secteurs sous-exposés dans notre stratégie comme les financières, les valeurs de la consommation de base, les télécommunications et les industrielles pourraient donc bien s'interrompre et faire place à de meilleurs résultats relatifs et absolus.

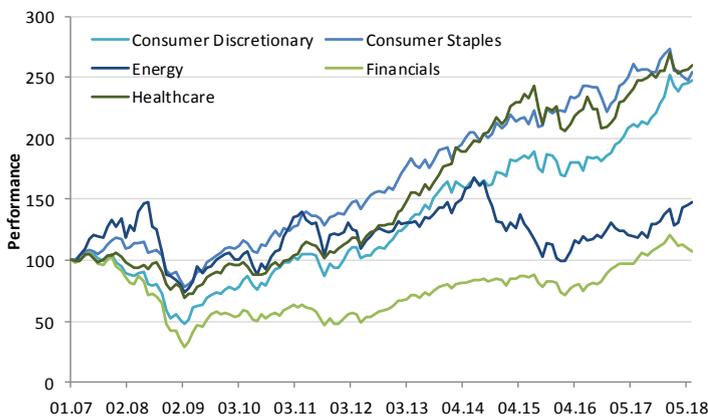
Dans cette éventualité, nous modifions notre allocation sectorielle en

procédant à plusieurs ajustements sectoriels de type défensif.

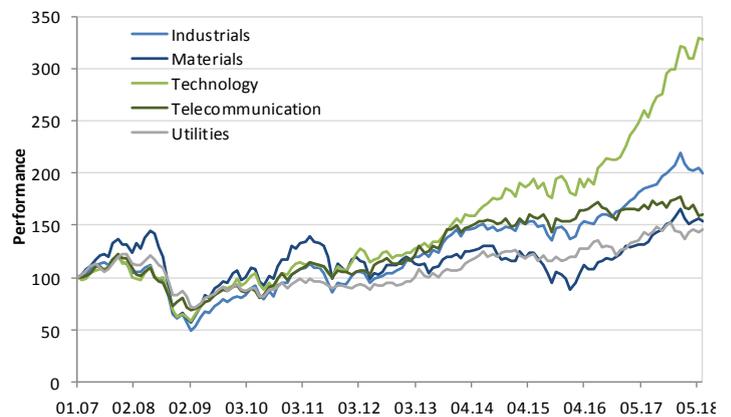
Tout d'abord, nous replaçons le **secteur financier** en position de surpondération après l'avoir sous-pondéré pendant la phase récente de révision des profits. Elles bénéficieront d'un assouplissement de la réglementation actuelle aux Etats-Unis. Le segment des **télécommunications** passe également de sous-pondéré à surpondéré. Mais le plus grand changement concerne certainement le retour sur le secteur de la **consommation de base** encore sous-exposé et l'augmentation de l'exposition en **valeurs industrielles** cycliques.

Le rééquilibrage de l'allocation sectorielle globale se fait, par conséquent, au détriment de la **consommation discrétionnaire** et des valeurs de la **technologie**. Le secteur de l'énergie voit sa surpondération également réduite par quelques prises de profits, malgré nos perspectives toujours haussières pour les cours du brut.

Performance des secteurs MSCI World (base 100)



Performance des secteurs MSCI World (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions suisses

- Actions suisses déprimées mais plus hésitantes pour longtemps
- Bénéfices en hausse soutenus par la faiblesse du franc
- L'heure des opportunités et d'un « rallye » d'été

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

Actions suisses déprimées mais plus hésitantes pour longtemps

Le marché suisse n'a évidemment pas été immunisé aux risques de développement de guerre commerciale à large spectre. Les grandes multinationales de la bourse suisse sont exposées au commerce international et aux fluctuations de change. Dès lors, la menace de ralentissement du commerce mondial ne rassure pas les investisseurs, au moment où le franc suisse semble aussi regagner du terrain contre l'euro. Les actions suisses sont donc à la peine et réalisent une contre-performance inhabituelle dans un contexte de marchés plus incertains. Le caractère généralement défensif du marché suisse n'a effectivement pas joué en sa faveur au cours des derniers mois. Les trois principaux « blue chips » de la cote suisse n'ont, en effet, pas été recherchés pendant cette période, en raison de fondamentaux spécifiques moins favorables. Même si les carnets de commandes connaissent des développements positifs et que les indices PMI pointent toujours vers une conjoncture favorable, les entreprises des secteurs industriels et les exportatrices craignent tout de même les effets d'un franc à nouveau un peu plus fort sur leurs résultats de l'année. Le SMI, en particulier, enregistre l'une des moins bonnes performances des marchés européens depuis le début de l'année et hésite toujours à prendre en considération les niveaux de croissance des bénéficiers des sociétés pourtant plutôt élevés en 2018.

Bénéfices en hausse soutenus par la faiblesse du franc

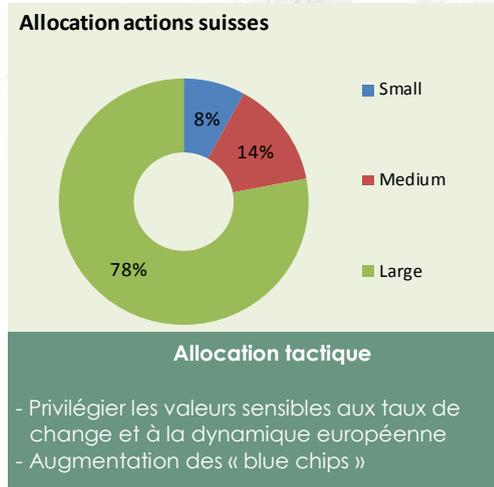
Nous estimons que les bénéfices des sociétés suisses pourraient tout de même progresser d'environ +15% en 2018, notamment si l'euro est à nouveau davantage recherché et « challenge » une nouvelle fois le niveau de 1.20 au cours des prochains mois. Malgré des fondamentaux plutôt favorables, le marché suisse est encore à la traîne des mar-

chés développés, en raison d'un flux de nouvelles pour les principales valeurs encore peu positif.

La correction des actions suisses en février et la récente faiblesse de la fin du trimestre ont sensiblement réduit le niveau de risque du marché, en corrigeant notamment les niveaux de valorisation. En effet, le PE du marché suisse est désormais de 16x les bénéfices attendus pour 2018 et 15x 2019. Le SPI se traite donc désormais à environ 10'300 points, après avoir corrigé de 1'000 points de son plus haut de janvier (11'000) et retrouvé le niveau de fin avril 2017. La faiblesse du franc supporte pourtant la croissance des profits des sociétés, qui profitent déjà d'un environnement international et domestique favorable, ainsi que d'une croissance organique soutenue de leurs ventes et de leurs résultats. Les profits des entreprises suisses en 2018 devraient donc atteindre de nouveaux records.

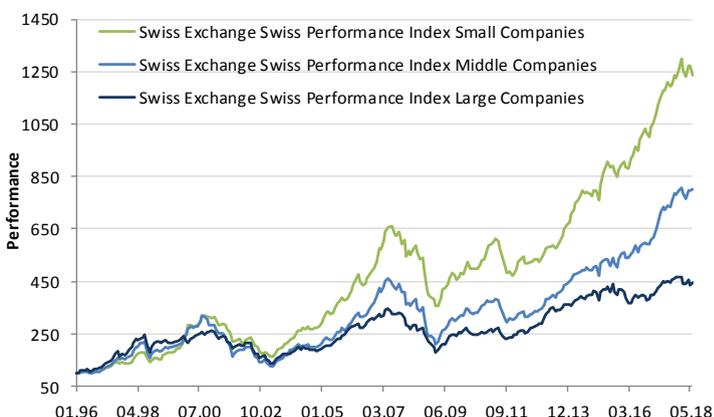
L'heure des opportunités et d'un « rallye » d'été

Des valorisations à nouveau raisonnables et un rendement moyen des dividendes pour les sociétés du SMI toujours élevé (3.4%), aussi bien en comparaison historique que par rapport aux rendements obligataires, soutiendront la demande de titres suisses. En avril, nous relevions que la correction des actions suisses offrait une opportunité de prise de position pour les investisseurs orientés à long terme, en n'excluant toutefois pas que la volatilité se poursuive encore quelques temps, offrant par la même de meilleures opportunités. Nous estimons aujourd'hui que les actions suisses ont été indirectement affectées à court terme par la correction de l'euro, par les risques politiques européens et les risques de guerre commerciale. Ces facteurs devraient largement perdre de leur influence au cours des prochains mois.



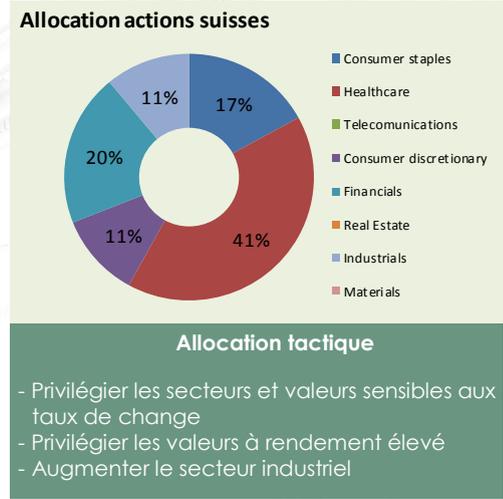
ACTIONS SUISSES - Capitalisations

Name	Last price	Total Return Performance					YTD %
		7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
SPI SWISS PERFORMANCE IX	10327.3	-0.1	1.6	1.3	-3.9	-3.9	
SPI SMALL COMPANIES INDX	27258.5	-0.7	-2.6	0.4	-1.6	-1.6	
SPI MIDDLE COMPANIES IDX	16720.6	-0.8	0.7	4.6	1.0	1.0	
SPI LARGE COMPANIES INDX	9485.1	0.1	1.9	0.7	-5.1	-5.1	



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

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	↗	↗								

Révision des risques favorable aux principaux « blue chips »

Le potentiel d'appréciation des grands « blue chips » suisses s'est, selon nous, accru après la volatilité des dernières semaines qui a conduit à la faiblesse générale du SMI. Le marché suisse est composé de multinationales réalisant presque 90% de leurs résultats en dehors de la Suisse. Les menaces de Donald Trump sur l'évolution du commerce mondial ont naturellement touché la plupart des secteurs de la cote exposés aux marchés internationaux. Ce facteur a fortement affecté la performance de notre marché, mais nous estimons que le potentiel de hausse des cours est, en réalité, intact si on estime que les risques d'une guerre commerciale sont déjà pris en compte, mais n'ont en fait que de faibles chances de se concrétiser. Par ailleurs, notre estimation d'une reprise de l'euro vers 1.20 soutient également un impact favorable des devises sur les résultats de l'année. Les grandes valeurs du SMI devraient plus largement bénéficier d'un changement de perception des risques et profiter d'un regain d'intérêt des investisseurs en quête d'exposition au travers de valeurs « sûres » aux résultats éprouvés à long terme. Les secteurs de la santé et de l'alimentation bénéficieront de ce repositionnement en titres suisses.

Le facteur taux de change toujours important au second semestre

Une relance à la hausse du taux de change euro/franc suisse vers 1.20 est désormais probable en seconde partie d'année, suite à la récente consolidation enregistrée. La faiblesse du franc se manifestera aussi contre le dollar et d'autres devises. Nous maintenons notre politique favorisant les valeurs sensibles aux taux de change. 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

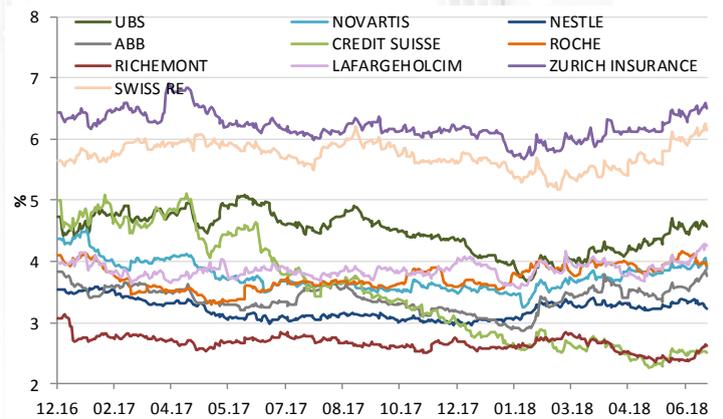
Les valeurs suisses présentant des caractéristiques de rendement élevé et de croissance devraient aussi profiter de l'attrait relatif qu'elles représentent, en regard du faible rendement obligataire qui persistera en 2018.

ACTIONS SUISSES - SECTEURS

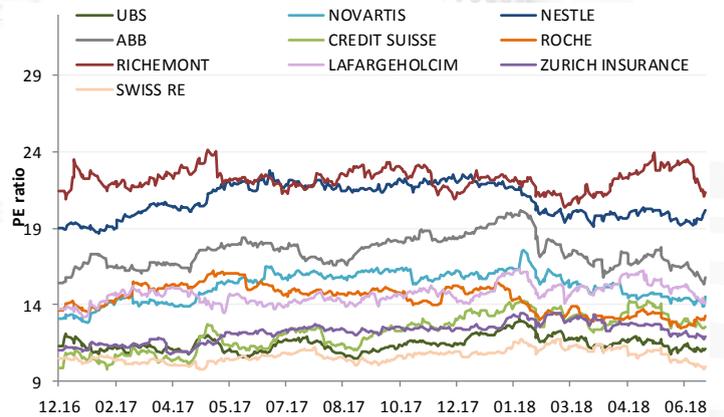
Name	Last price	Total Return Performance				
		7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
MSCI SWITZ/CONS DIS	349.6	-3.1	-5.4	2.0	0.5	0.5
MSCI SWITZ/CON STPL	255.9	2.1	3.3	5.0	-4.8	-4.8
MSCI SWITZ/FINANCE	57.0	-1.3	1.3	-4.3	-5.6	-5.6
MSCI SWITZ/HLTH CARE	134.1	0.4	3.9	0.9	-4.5	-4.5
MSCI SWITZ/INDUSTR	178.4	-1.1	-0.2	1.3	-8.0	-8.0
MSCI SWITZ/MATERIAL	282.6	0.0	0.7	1.7	-2.8	-2.8
MSCI SWITZ/REAL ESTATE	1053.8	-0.2	-0.9	-1.4	1.3	1.3
MSCI SWITZ/TEL SVC	83.8	-1.0	0.8	-1.8	-10.4	-10.4

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

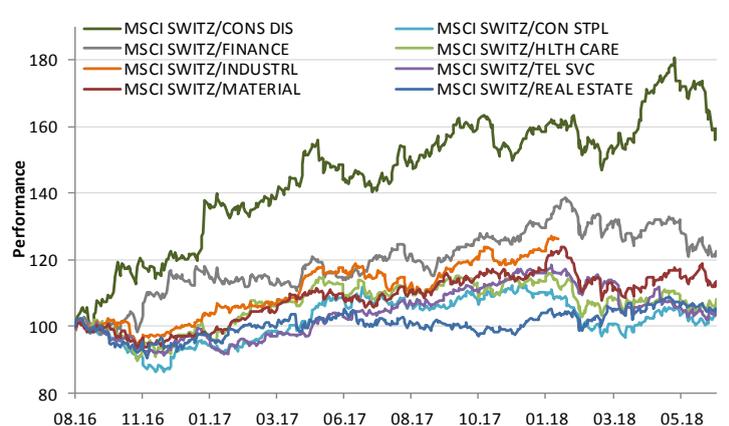
Rendement du dividende - Top 10



PE ratio - Top 10



Performance des secteurs - actions suisses



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

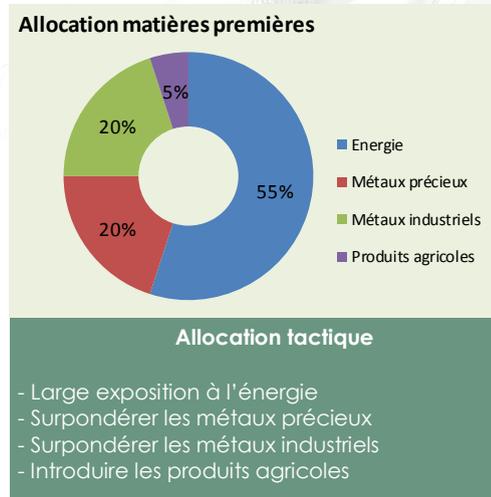
Matières premières

- Fondamentaux exceptionnels et surexposition tactique
- Baisse des inventaires favorable à la hausse des cours du brut
- La hausse de l'or dépend d'une accélération de l'inflation

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

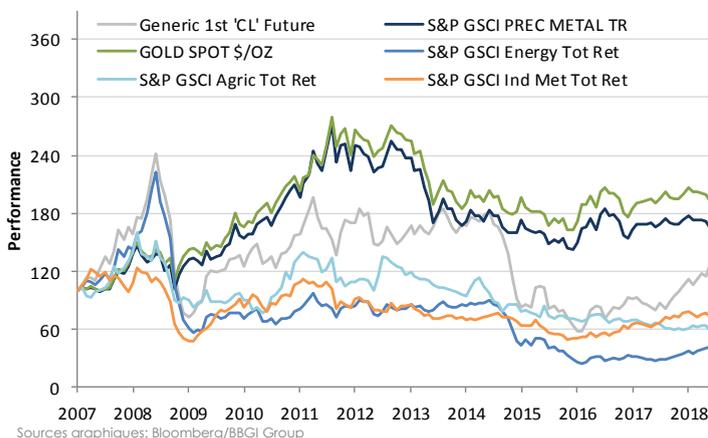
Fondamentaux exceptionnels et surexposition tactique

Un premier semestre 2018 exceptionnel pour l'ensemble de matières premières, qui surperforment très nettement les marchés actions grâce à une progression de +10,36% contre seulement +2,65% pour le S&P500 et +0,43% pour l'indice MSCI World. Elles enregistrent également leur première progression de quatre trimestres consécutifs positifs depuis 2007 pour une hausse globale de +30,04%, soit une performance relative impressionnante de +19% par rapport à l'indice MSCI World et 16% par rapport au S&P500. La surperformance observée depuis plusieurs trimestres n'est pas surprenante ; nous relevons il y a quelques trimestres déjà que l'amélioration régulière des perspectives de croissance mondiale aurait des effets positifs sur les marchés des matières premières. La conjoncture mondiale est, en effet, excellente en 2018 et devrait permettre une croissance du PIB mondial supérieure à +4% si rien ne vient troubler la dynamique en place. Le risque majeur pour l'évolution de cette classe d'actifs en 2018 et 2019 tient essentiellement aux récentes déclarations du président Trump sur la question des déséquilibres commerciaux américains et du recours aux tarifs douaniers pour tenter d'y remédier. Une hausse des taxes douanières sur l'aluminium, l'acier et sur un ensemble plus large de produits aurait des conséquences sur les perspectives de croissance mondiale et des échanges commerciaux. Toutefois, en l'absence d'une réelle guerre commerciale, nous pensons que les fondamentaux de la plupart des marchés de matières premières soutiendront une poursuite de la hausse des prix au cours des prochains trimestres. Globalement, une hausse de la demande mondiale devrait avoir un effet sur les prix, en particulier si elle intervient dans un contexte global de stabilisation ou de très faible progression de la production ou de l'offre. Cette situation spécifique nous semble concerner aussi bien le secteur de l'énergie que celui des métaux industriels et précieux. Les diminutions de CAPEX



ont été significatives ces dernières années, ce qui laisse présager d'un prochain déséquilibre entre l'offre et la demande dans de nombreux segments. Les matières premières profitent en général de meilleures conditions en phase de fin de cycle économique et ont tendance à surperformer pendant ces périodes. L'année 2018 a déjà vu quelques changements s'opérer sur le front de l'inflation et des anticipations inflationnistes, cette tendance devrait se poursuivre et soutenir les cours des matières premières. En résumé, les matières premières vont probablement encore bénéficier de facteurs fondamentaux positifs, au moins en 2018 et 2019. Alors que les incertitudes portent fréquemment sur le rythme de normalisation des politiques monétaires et des hausses de taux d'intérêt, il faut se rappeler des mérites de diversification que représentent les matières premières dans des portefeuilles diversifiés. En effet, la corrélation des matières premières avec l'évolution de l'inflation et des taux d'intérêt est en général positive. 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. L'inclusion des matières premières dans un portefeuille diversifié est donc optimale à long terme, mais en 2018 une allocation tactique surpondérée à cette classe d'actif nous semble tout à fait appropriée et bénéfique en termes de rendement global attendu. Tactiquement, les matières premières bénéficieront de quatre facteurs positifs ces prochains trimestres : la chute des investissements depuis la crise financière et ses effets sur la réduction des capacités de production, la normalisation des politiques monétaires, la disparition progressive de l'« output gap » et la baisse des inventaires.

Matières premières



INDICES MATIERES PREMIERES (en USD)

		Total Return Performance							
30.06.2018		Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
		MSCI Daily TR Net World USD	5954.15	USD	-1.18	-0.05	1.73	0.43	0.43
GLOBAL		S&P GSCI Tot Return Indx	2821.7	USD	3.4	1.4	8.0	10.4	10.4
WTI CRUDE		Generic 1st 'CL' Future	74.2	USD	8.1	10.6	14.2	22.7	22.7
BRENT OIL		Generic 1st 'CO' Future	79.4	USD	5.1	2.4	13.0	18.8	18.8
NATURAL GAS		Generic 1st 'NG' Future	2.9	USD	-0.7	-0.9	7.0	-1.0	-1.0
OR		GOLD SPOT \$/OZ	1253.2	USD	-1.3	-3.5	-5.4	-3.8	-3.8
ARGENT		Silver Spot \$/Oz	16.1	USD	-2.1	-1.9	-1.5	-4.8	-4.8
AGRICULTURE		S&P GSCI Agric Indx Spot	285.7	USD	-2.0	-8.4	-3.2	1.3	1.3
INDUSTRIAL METALS		S&P GSCI Ind Metal Spot	369.2	USD	-2.1	-5.1	0.9	-6.3	-6.3

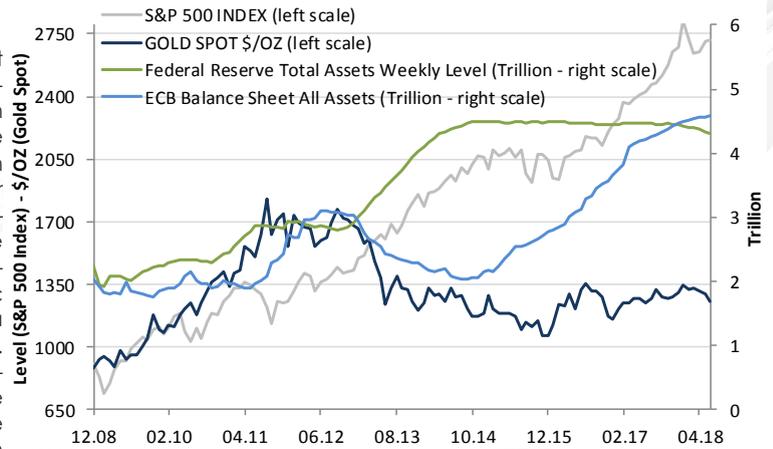
La baisse des inventaires souligne un nouveau déséquilibre favorable à la hausse des cours du brut

Les fondamentaux du segment énergie se renforcent régulièrement avec comme phénomène majeur de plus en plus perceptible la diminution du niveau des inventaires. Les stocks de l'OCDE sont en effet en baisse de -6.9% depuis 2016 et ont donc déjà corrigés près de la moitié des excès de la période 2014-2015. L'action menée par l'OPEP visait en particulier à réduire l'offre mondiale de brut d'environ 1.8 mbj pour obtenir un rééquilibrage du marché. La hausse des cours du brut au-delà de 75\$ est la démonstration du succès de cette opération, malgré l'action opposée aux Etats-Unis qui, pendant la même période, augmentaient leur production de pétrole. L'offre mondiale de brut a donc encore un peu progressé, mais l'évolution positive de la demande a permis de stabiliser le marché et de réduire le niveau des inventaires. Nous estimons que la production devrait se stabiliser au cours des prochains mois, notamment en raison de la diminution attendue de l'offre iranienne. Toutefois, le dernier meeting de l'OPEP a laissé entendre que certains membres pourraient augmenter légèrement leur production considérant le succès de la politique menée et la hausse de la demande. On estime à 1 mbj le potentiel de production qui pourrait prochainement s'ajouter à la production actuelle pour compenser la baisse de l'offre iranienne (-1.5 mbj) et vénézuélienne. La situation spéciale du marché américain suggère que la capacité de transport des pipelines américain est, à ce stade de production, plutôt limitée. De fait, une éventuelle hausse de la production de brut non conventionnel du bassin permien aurait de la difficulté à être acheminée vers les zones de stockage, de raffinage et d'exportation notamment. Nous estimons donc sur ce point que la production américaine devrait se stabiliser en 2018 et 2019. Elle ne pourra, par conséquent, plus contribuer comme auparavant à la croissance de l'offre et fournir la hausse de la demande de brut. La croissance économique soutenue en 2018 et 2019 devrait donc aboutir à un déséquilibre du marché sous l'impulsion d'une demande excédant l'offre globale.

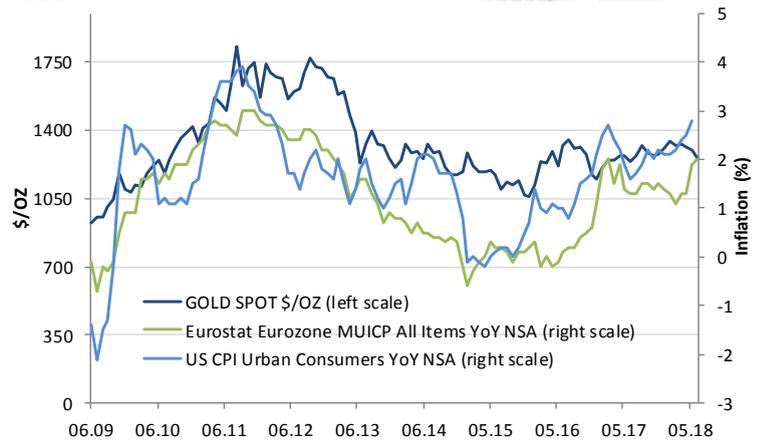
La hausse de l'or dépend d'une accélération de l'inflation

L'escalade des tensions commerciales n'a pas provoqué de réinvestissements massifs sur le métal jaune qui n'a pas non plus profité des turbulences politiques en Europe provoquées par l'élection d'un gouvernement euro sceptique en Italie. Les investisseurs semblent en effet confiants dans le fait que les diverses crises en cours se résoudront sans heurts et n'ont pas ressentis la nécessité de recourir à la protection de valeur que représente l'or. Les cours des métaux précieux restent pour l'instant dans une « trading range » dans l'attente selon nous de développements plus nets sur le front de l'inflation. Les fluctuations à court terme pourront encore être motivées essentiellement par l'évolution du dollar comme cela fut le cas au cours des dernières semaines. Le rebond du dollar a effectivement été accompagné d'une faiblesse de l'or. Faudra-t-il absolument attendre une baisse du dollar pour voir l'or s'apprécier ? Nous estimons au contraire que ce facteur devrait en fait perdre en intensité à l'avenir et être remplacé par des préoccupations en général plus traditionnelles et durables pour l'évolution de l'or. La corrélation négative avec les taux longs US n'est d'ailleurs plus non plus un facteur déterminant depuis le début de l'année. La variable inflation devrait ainsi prendre de l'importance comme facteur explicatif des tendances du marché des métaux précieux. Les pressions inflationnistes commencent d'ailleurs à se faire sentir aux Etats-Unis et dans les pays de l'OCDE, poussant à la baisse les rendements réels. Cette tendance se renforcera au cours des prochains trimestres et soutiendra la demande d'investissement. Désormais, parmi les facteurs d'influence globaux, nous estimons qu'il prendra nettement l'ascendant lorsque l'inflation dépassera significativement l'objectif des banques centrales 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 productions 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 Etats-Unis. La demande d'investissement devrait se renforcer dans le contexte financier, économique et géopolitique actuel. Les flux d'investissement dans des ETF en or physique devraient augmenter et peut-être déjà retrouver en 2019 le niveau maximum qu'ils avaient atteint en 2013.

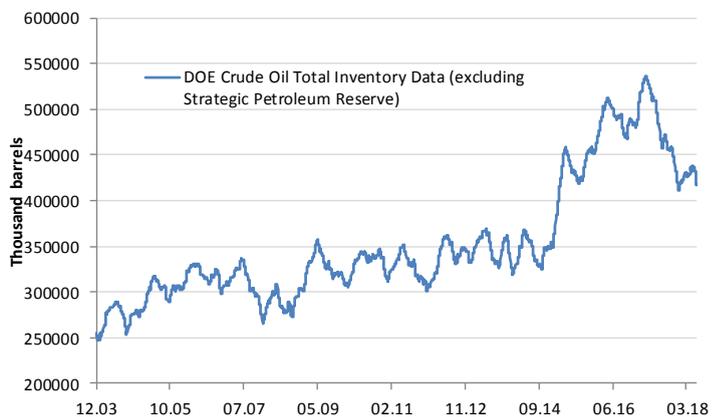
Corrélation élevée entre l'or et la liquidité mondiale



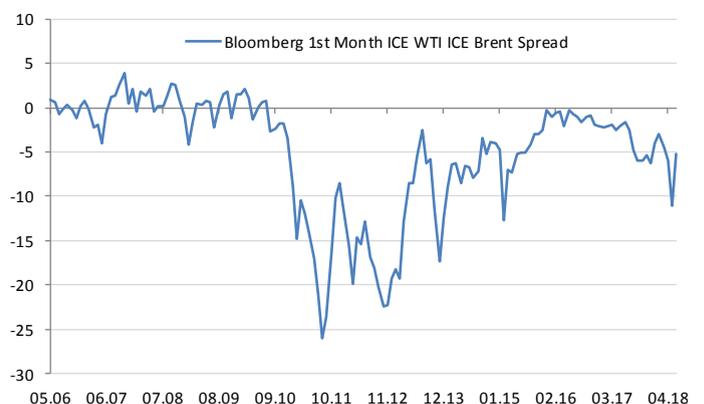
Corrélation élevée entre l'or et l'inflation



Inventaires de pétrole (États-Unis)



Écart de prix entre le pétrole WTI et Brent



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Hedge Funds

- La gestion alternative ne parvient pas à créer de la valeur

La gestion alternative ne parvient pas à créer de la valeur

Sur ce deuxième trimestre de l'année, les différentes stratégies de gestion alternative ne parviennent pas à décrocher de performance significativement favorable. Bien que les principaux marchés actions mondiaux aient connu un trimestre compliqué, l'indice des actions « monde » progresse de +1.73%, emmené notamment par la surperformance des sociétés américaines sur la période de référence.

En ce qui concerne les différents styles de gestion, c'est le « relative value arbitrage » qui domine les débats grâce à un résultat trimestriel de +1.20%, pour un gain de +2.20% depuis le début de l'année. La stratégie « equity hedge » (-0.92%) recule quant à elle de

presque 100 points de base. Les autres stratégies stagnent sur la période avec des résultats respectifs de +0.33% et +0.22% pour « l'event driven » et le « macro/CTA ». Dans leur ensemble, les « hedge funds », représentés par l'indice HFRX Global (+0.17%), avancent très légèrement.

L'analyse par régions met en avant une seule performance positive, réalisée par l'Europe du Nord (+1.08%), alors que les autres segments clôturent dans les chiffres rouges.

Rebond du Private Equity au deuxième trimestre

L'investissement au sein de sociétés privées a réalisé un trimestre favorable, permettant d'effacer les pertes subies entre janvier et mars.

Private Equity

- Rebond du Private Equity au deuxième trimestre

En Europe, la performance du deuxième trimestre (+3.59%) a ainsi fait repasser l'indice dans les chiffres noirs en 2018 (+0.72%).

L'indice private equity britannique termine ces six premiers mois en terrain négatif, malgré un résultat trimestriel de +4.64%.

Aux Etats-Unis, le private equity affiche un rebond significatif sur ce trimestre (+11.96%), après avoir nettement corrigé au cours du premier trimestre (-5.11%). L'appréciation trimestrielle du billet vert vis-à-vis de la monnaie unique (+5.47%) a bien évidemment poussé cette performance à la hausse.

INDICES GESTION ALTERNATIVE (en USD)

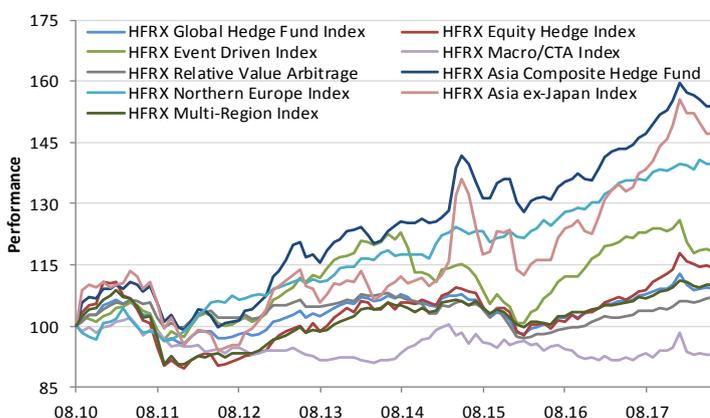
		Total Return Performance						
30.06.2018		Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
GLOBAL	HFRX Global Hedge Fund Index	1264.8 USD	-0.2	-0.2	0.2	-0.8	-0.8	
EQUITY HEDGE	HFRX Equity Hedge Index	1273.9 USD	-0.7	-0.7	-0.9	0.2	0.2	
EVENT DRIVEN	HFRX Event Driven Index	1590.9 USD	-0.4	-0.5	0.3	-4.5	-4.5	
MACRO/CTA	HFRX Macro/CTA Index	1142.8 USD	0.7	0.1	0.2	-1.8	-1.8	
RELATIVE VALUE ARBITRAGE	HFRX Relative Value Arbitrage	1210.9 USD	-0.2	0.4	1.2	2.2	2.2	
LATIN AMERICA*	HFRX Latin America Index	2136.3 USD	-	0.0	-5.6	-4.2	-4.2	
ASIA COMPOSITE*	HFRX Asia Composite Hedge Fund Index	2481.0 USD	-	0.0	-1.7	-0.9	-0.9	
NORTHERN EUROPE*	HFRX Northern Europe Index	2020.0 USD	-	0.0	1.1	0.9	0.9	
ASIA EX-JAPAN*	HFRX Asia ex-Japan Index	2776.2 USD	-	0.0	-3.3	-1.5	-1.5	
MULTI-REGION	HFRX Multi-Region Index	1368.8 USD	-0.3	-0.1	0.1	0.3	0.3	

* Subject to one-month lag

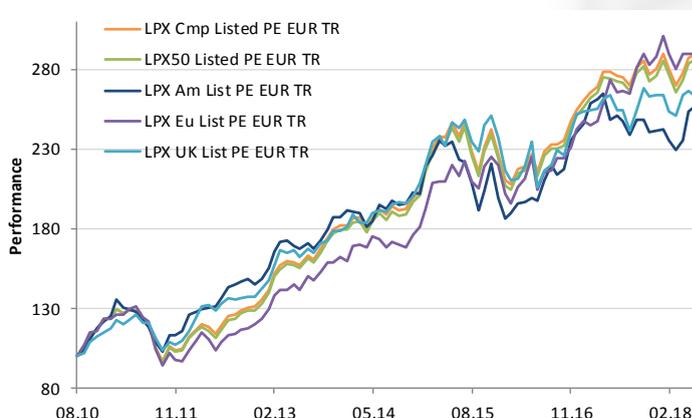
INDICES PRIVATE EQUITY (en EUR)

		Total Return Performance						
30.06.2018		Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
COMPOSITE	LPX Cmp Listed PE EUR TR	240.9 EUR	-1.1	1.0	7.5	3.4	3.4	
MAJOR COMPANIES	LPX50 Listed PE EUR TR	2266.8 EUR	-1.1	1.1	7.9	3.6	3.6	
USA	LPX Am List PE EUR TR	341.3 EUR	-0.8	1.2	12.0	6.2	6.2	
EUROPE	LPX Eu List PE EUR TR	926.2 EUR	-1.2	0.2	3.6	0.7	0.7	
UK	LPX UK List PE EUR TR	293.9 EUR	-1.4	-1.2	4.6	-0.3	-0.3	

Indices gestion alternative

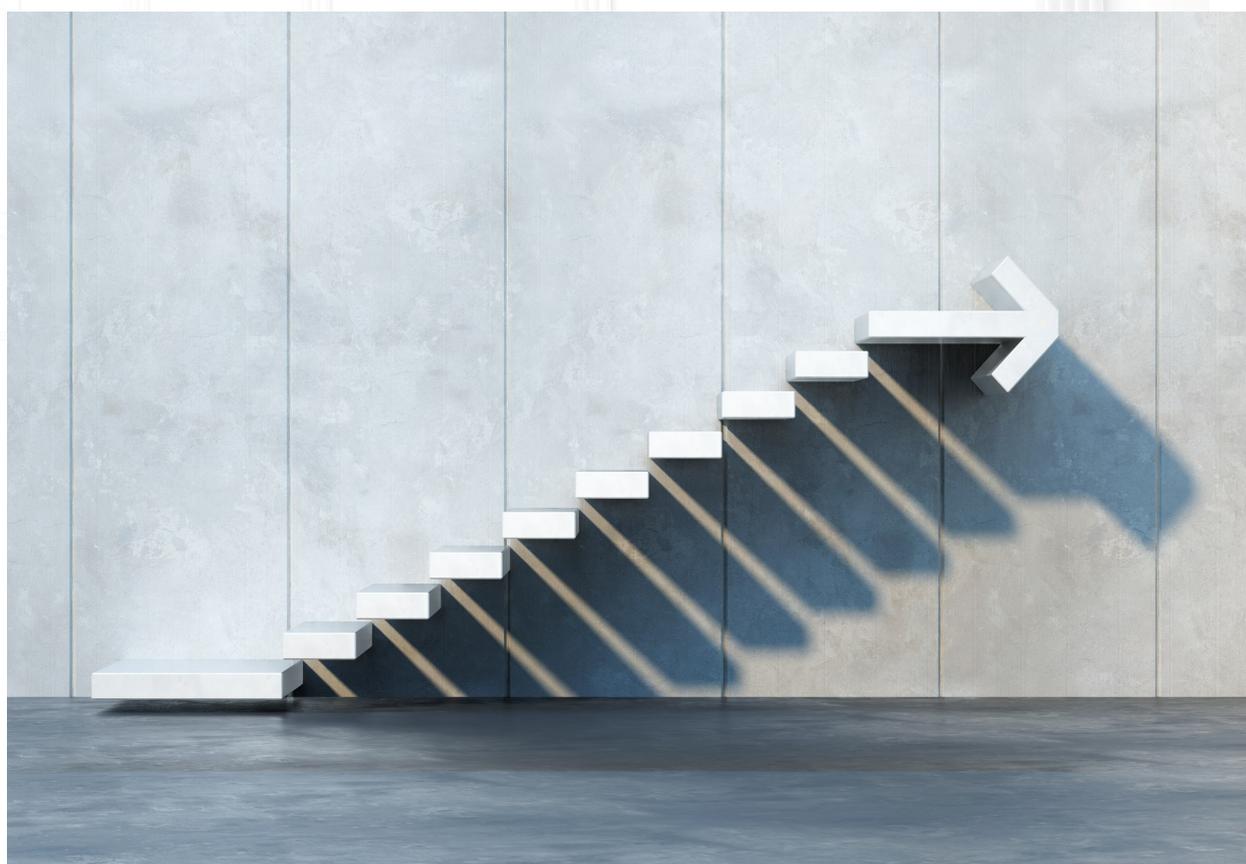


Indices private equity



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

STRATÉGIE GLOBALE ET ALLOCATION D'ACTIFS



STRATÉGIES GLOBALES | ALLOCATION D'ACTIFS

Portefeuille diversifié: risque moyen - CHF

- La prudence reste de mise sur les marchés de taux
- L'immobilier reste l'alternative aux marchés obligataires
- La croissance des profits soutient une allocation surpondérée
- Cycle toujours favorable aux matières premières

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

En l'absence de nouvelles surprises politiques, la fin des interventions de la BCE en septembre pourrait déclencher une nouvelle phase d'ajustement des taux longs en Europe et développer des effets induits dans notre pays. Sur le plan international, la normalisation des rendements aux Etats-Unis est en avance et pourrait se ralentir au cours des prochains mois. Le contexte d'accélération de la croissance mondiale ne manquera pas de développer des effets sur les perspectives d'inflation. Nous estimons que ce facteur prendra de l'importance lorsque l'inflation dépassera les objectifs annoncés des banques centrales. La stratégie obligataire doit donc être prudente, nous maintenons une exposition réduite et favorisons les placements en dollars.

Immobilier

Le secteur immobilier reste la diversification l'alternative principale à l'absence de rendement des marchés de taux. Les rendements immobiliers restent en effet attrayants et les risques de moins-value sur les actifs immobiliers qui pourraient être liés au cycle de remontée de taux d'intérêt ne nous semblent pas significatifs dans la phase initiale de normalisation des taux. Nous restons surpondérés sur l'Europe et l'Asie.

Actions

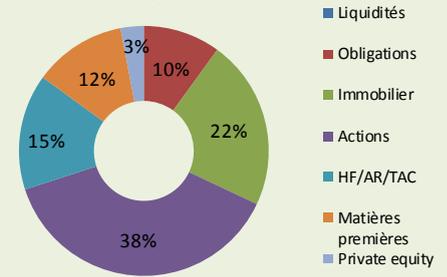
Après la correction des marchés actions observée au premier trimestre nous avons considéré que les niveaux de valorisation étaient à nouveau plus raisonnables et justifiaient de nouvelles prises de positions, notamment en zone euro et en Suisse. Cette position plus opportuniste est maintenue en raison de fondamentaux toujours favorables pour les marchés actions. Malgré les incertitudes liées au durcissement de la position de l'administration américaine en matière de tarifs douaniers, les résultats des entreprises sont bons et la croissance des profits devrait soutenir de nouvelles hausses de cours justifiant une surpondération.

Matières premières

L'escalade des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine constitue un facteur nouveau et potentiellement négatif principalement pour les métaux industriels au second semestre,

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

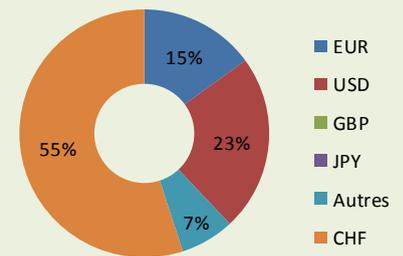
Allocation actifs - portefeuille CHF



Allocation tactique

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

Allocation devises - portefeuille CHF



mais nous estimons que les fondamentaux sont globalement toujours favorables à une poursuite de la tendance haussière observée depuis plusieurs trimestres pour l'ensemble des matières premières. Les cours du brut resteront bien orientés grâce au renversement du déséquilibre entre l'offre et la demande ainsi qu'à la baisse graduelle des inventaires. En ce qui concerne les métaux précieux, les conditions fondamentales sont positives, mais un renforcement des tensions inflationnistes sera certainement nécessaire pour relancer durablement l'intérêt des investisseurs pour l'or et l'argent. Le cycle haussier des matières premières devrait se poursuivre au second semestre.

Devises

Le franc suisse restera encore faible. La récente correction de l'euro est une opportunité de repositionnement pour une appréciation nouvelle à 1.20. Nous recommandons une surpondération également en faveur du dollar US, canadien et australien.

Performance des marchés - Q2 2018

		Q2 2018		YTD		Q2 2018		YTD	
		local	CHF	local	CHF	local	CHF	local	CHF
Devises									
USD/CHF		3.8%		1.7%					
EUR/CHF		-1.6%		-1.1%					
GBP/CHF		-2.2%		-0.6%					
JPY/CHF		-0.3%		3.5%					
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau)									
CHF						-0.73%			
EUR						-0.36%			
USD						2.34%			
JPY						-0.05%			
Marchés actions									
Monde	MSCI World USD	1.7%	5.6%	0.4%	2.1%				
Europe	DJ Stoxx 600	4.0%	2.4%	-0.3%	-1.5%				
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	1.0%	-0.6%	-3.1%	-4.2%				
Allemagne	MSCI Europe S.C.	3.4%	1.8%	0.4%	-0.8%				
	Dax 30	1.7%	0.1%	-4.7%	-5.8%				
France	Cac 40	3.0%	1.4%	0.2%	-0.9%				
Royaume Uni	FTSE 100	8.2%	5.9%	-0.7%	-1.3%				
Suisse	SPI	1.3%	1.3%	-3.9%	-3.9%				
	SMI	-1.5%	-1.5%	-8.2%	-8.2%				
	MSCI Swiss S.C.	-4.3%	-0.6%	-6.3%	-4.8%				
Amérique Nord	SP500	2.9%	6.9%	1.7%	3.4%				
	Nasdaq	6.3%	10.4%	8.8%	10.6%				
	Tse 300	5.9%	8.0%	0.4%	-2.4%				
	SP600 Small C.	8.4%	12.6%	8.7%	10.5%				
Japon	Nikkei 225	4.0%	3.6%	-2.0%	1.4%				
Emerging	MSCI EMF USD	-8.7%	-5.2%	-7.7%	-6.1%				
Marchés obligataires									
Monde	Cit Gr Global Govt USD	-3.4%	0.4%	-0.9%	0.7%				
Europe	Euro Ser-E Gov > 1	-0.9%	-2.4%	0.6%	-0.6%				
Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	0.1%	-2.0%	0.2%	-0.4%				
Suisse	SBI Général AAA-BBB	0.1%	0.1%	-0.6%	-0.6%				
	SBI Govt	0.8%	0.8%	-0.8%	-0.8%				
USA	US Ser-E Gov > 1	0.1%	3.9%	-1.1%	0.6%				
Japon	Japan Ser-E Gov > 1	0.2%	-0.1%	0.6%	4.1%				
Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	-3.5%	0.2%	-5.2%	-3.6%				
Divers									
	Indice LPP 25	0.7%	0.7%	-0.5%	-0.5%				
	Indice LPP 40	1.2%	1.2%	-0.4%	-0.4%				
	Indice LPP 60	1.9%	1.9%	-0.2%	-0.2%				
Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	-0.5%	-0.5%	-2.0%	-2.0%				
Alternatif	Hedge Fund Research USD	0.1%	4.0%	-1.1%	0.5%				
Matières prem.	GS Commodity USD	8.0%	12.1%	10.4%	12.2%				

STRATÉGIES GLOBALES | ALLOCATION D'ACTIFS

Portefeuille diversifié: risque moyen - EUR

- Attention à la hausse des taux longs en zone euro
- L'immobilier s'impose un peu plus comme l'alternative privilégiée
- Maintien de la surpondération en actions
- Perspectives positives pour les matières premières

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

En l'absence de nouvelles surprises politiques, la fin des interventions de la BCE en septembre pourrait déclencher une nouvelle phase d'ajustement des taux longs en Europe et développer des effets induits dans d'autres pays. Sur le plan international, la normalisation des rendements aux Etats-Unis est en avance et pourrait se ralentir au cours des prochains mois. Le contexte d'accélération de la croissance mondiale ne manquera pas de développer des effets sur les perspectives d'inflation. Nous estimons que ce facteur prendra de l'importance lorsque l'inflation dépassera les objectifs annoncés des banques centrales. La stratégie obligataire doit donc être prudente, nous maintenons une exposition réduite et favorisons les placements en dollars.

Immobilier

Le secteur immobilier reste la diversification l'alternative principale à l'absence de rendement des marchés de taux. Les rendements immobiliers restent en effet attrayants et les risques de moins-value sur les actifs immobiliers qui pourraient être liés au cycle de remontée de taux d'intérêt ne nous semblent pas significatifs dans la phase initiale de normalisation des taux. Nous conservons une surpondération sur l'Europe et l'Asie.

Actions

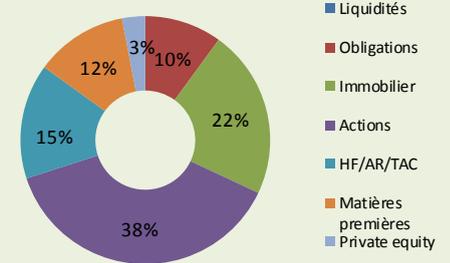
Après la correction des marchés actions observée au premier trimestre nous avons considéré que les niveaux de valorisation étaient à nouveau plus raisonnables et justifiaient de nouvelles prises de positions, notamment en zone euro et en Suisse. Cette position plus opportuniste est maintenue en raison de fondamentaux toujours favorables pour les marchés actions. Malgré les incertitudes liées au durcissement de la position de l'administration américaine en matière de tarifs douaniers, les résultats des entreprises sont bons et la croissance des profits devrait soutenir de nouvelles hausses de cours justifiant une surpondération.

Matières premières

L'escalade des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine constitue un facteur nouveau et potentiellement négatif principale

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

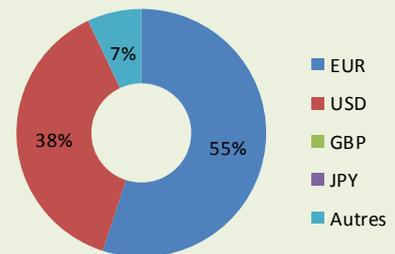
Allocation actifs - portefeuille euro



Allocation tactique

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

Allocation devises - portefeuille euro



ment pour les métaux industriels au second semestre, mais nous estimons que les fondamentaux sont globalement toujours favorables à une poursuite de la tendance haussière observée depuis plusieurs trimestres pour l'ensemble des matières premières. Les cours du brut resteront bien orientés grâce au renversement du déséquilibre entre l'offre et la demande ainsi qu'à la baisse graduelle des inventaires. En ce qui concerne les métaux précieux, les conditions fondamentales sont positives, mais un renforcement des tensions inflationnistes sera certainement nécessaire pour relancer durablement l'intérêt des investisseurs pour l'or et l'argent. Le cycle haussier des matières premières devrait se poursuivre au second semestre.

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 - Q2 2018

	Q2 2018		YTD			Q2 2018		YTD	
	local	EUR	local	EUR		local	EUR	local	EUR
Devises									
USD/EUR	5.5%		2.7%						
CHF/EUR	1.6%		1.1%						
GBP/EUR	-0.7%		0.4%						
JPY/EUR	1.2%		4.6%						
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau)									
CHF					-0.73%				
EUR					-0.36%				
USD					2.34%				
JPY					-0.05%				
Marchés actions									
Monde	MSCI World USD	1.7%	7.3%	0.4%	3.2%				
Europe	DJ Stbx 600	4.0%	4.0%	-0.3%	-0.3%				
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	1.0%	1.0%	-3.1%	-3.1%				
	MSCI Europe S.C.	3.4%	3.4%	0.4%	0.4%				
Allemagne	Dax 30	1.7%	1.7%	-4.7%	-4.7%				
France	Cac 40	3.0%	3.0%	0.2%	0.2%				
Royaume Uni	FTSE 100	8.2%	7.5%	-0.7%	-0.3%				
Suisse	SPI	1.3%	2.9%	-3.9%	-2.9%				
	SMI	-1.5%	0.0%	-8.2%	-7.3%				
	MSCI Swiss S.C.	-4.3%	1.0%	-6.3%	-3.8%				
Amérique Nord	SP500	2.9%	8.6%	1.7%	4.5%				
	Nasdaq	6.3%	12.1%	8.8%	11.8%				
	Tse 300	5.9%	9.7%	0.4%	-1.3%				
	SP600 Small C.	8.4%	14.3%	8.7%	11.6%				
Japon	Nikkei 225	4.0%	5.3%	-2.0%	2.4%				
Emerging	MSCI EMF USD	-8.7%	-3.7%	-7.7%	-5.1%				
Marchés obligataires									
Monde	C&I Gr Global Govt USD	-3.4%	-1.8%	-0.9%	0.1%				
Europe	Euro Ser-E Gov > 1	-0.9%	-0.9%	0.6%	0.6%				
Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	0.1%	-0.5%	0.2%	0.6%				
Suisse	SBI Général AAA-BBB	0.1%	1.7%	-0.6%	0.5%				
	SBI Govt	0.8%	2.4%	-0.8%	0.2%				
USA	US Ser-E Gov > 1	0.1%	5.6%	-1.1%	1.6%				
Japon	Japan Ser-E Gov > 1	0.2%	1.5%	0.6%	5.2%				
Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	-3.5%	1.8%	-5.2%	-2.6%				
Divers									
	Indice LPP 25	0.7%	1.8%	-0.5%	0.6%				
	Indice LPP 40	1.2%	2.3%	-0.4%	0.7%				
	Indice LPP 60	1.9%	3.0%	-0.2%	0.8%				
Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	-0.5%	-0.5%	-2.0%	-1.0%				
Alternatif	Hedge Fund Research USD	0.1%	5.6%	-1.1%	1.6%				
Matières prem.	GS Commodity USD	8.0%	13.9%	10.4%	13.4%				

STRATÉGIES GLOBALES | ALLOCATION D'ACTIFS

Portefeuille diversifié: risque moyen - USD

- Marché obligataire américain à nouveau relativement attrayant
- L'immobilier s'impose un peu plus comme l'alternative privilégiée
- Maintien de la surpondération en actions
- Perspectives positives pour les matières premières

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

En l'absence de nouvelles surprises politiques, la fin des interventions de la BCE en septembre pourrait déclencher une nouvelle phase d'ajustement des taux longs en Europe et développer des effets induits dans d'autres pays. Sur le plan international, la normalisation des rendements aux Etats-Unis est en avance et pourrait se ralentir au cours des prochains mois. Le contexte d'accélération de la croissance mondiale ne manquera pas de développer des effets sur les perspectives d'inflation. Nous estimons que ce facteur prendra de l'importance lorsque l'inflation dépassera les objectifs annoncés des banques centrales. La stratégie obligataire doit donc être prudente, nous maintenons une exposition réduite et favorisons les placements en dollars.

Immobilier

Le secteur immobilier reste la diversification l'alternative principale à l'absence de rendement des marchés de taux. Les rendements immobiliers restent en effet attrayants et les risques de moins-value sur les actifs immobiliers qui pourraient être liés au cycle de remontée de taux d'intérêt ne nous semblent pas significatifs dans la phase initiale de normalisation des taux. Nous conservons une surpondération sur l'Europe et l'Asie.

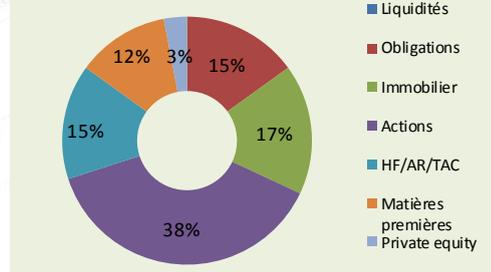
Actions

Après la correction des marchés actions observée au premier trimestre nous avons considéré que les niveaux de valorisation étaient à nouveau plus raisonnables et justifiaient de nouvelles prises de positions, notamment en zone euro et en Suisse. Cette position plus opportuniste est maintenue en raison de fondamentaux toujours favorables pour les marchés actions. Malgré les incertitudes liées au durcissement de la position de l'administration américaine en matière de tarifs douaniers, les résultats des entreprises sont bons et la croissance des profits devrait soutenir de nouvelles hausses de cours justifiant une surpondération.

Matières premières

L'escalade des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine constitue un facteur nouveau et potentiellement négatif principale-

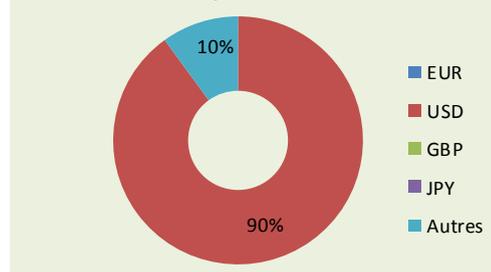
Allocation actifs - portefeuille USD



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



ment pour les métaux industriels au second semestre, mais nous estimons que les fondamentaux sont globalement toujours favorables à une poursuite de la tendance haussière observée depuis plusieurs trimestres pour l'ensemble des matières premières. Les cours du brut resteront bien orientés grâce au renversement du déséquilibre entre l'offre et la demande et à la baisse graduelle des inventaires. En ce qui concerne les métaux précieux, les conditions fondamentales sont positives, mais un renforcement des tensions inflationnistes sera certainement nécessaire pour relancer durablement l'intérêt des investisseurs pour l'or et l'argent. Le cycle haussier des matières premières devrait se poursuivre au second semestre.

Devises

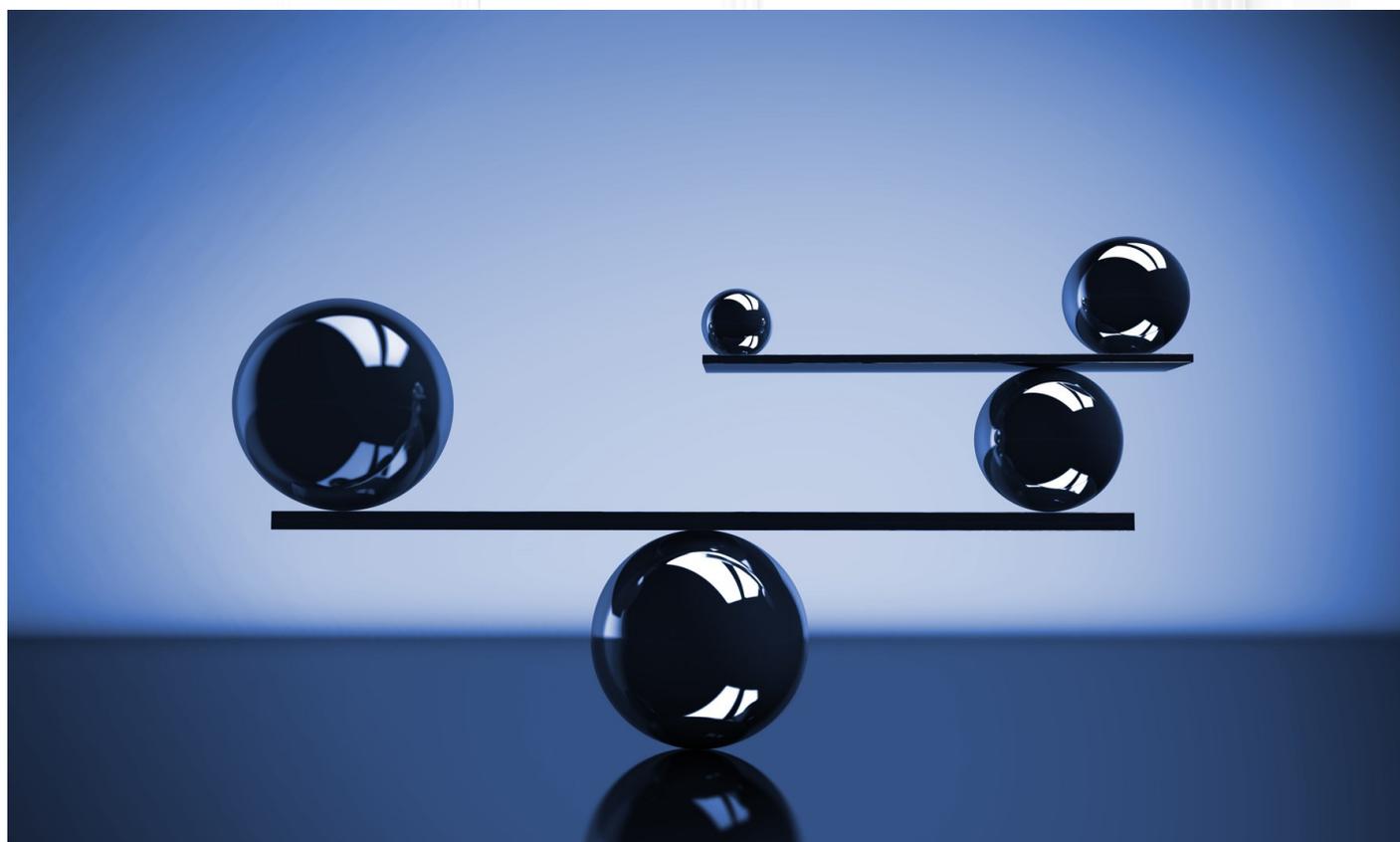
Après une période de faiblesse, le « dollar trade weighed » a retrouvé quelques couleurs. Les différentiels de croissance de PIB et de taux d'intérêt, surtout, devraient à nouveau jouer en sa faveur. Nous estimons que le dollar pourrait s'imposer comme la principale monnaie recherchée.

Performance des marchés - Q2 2018

	Q2 2018		YTD			Q2 2018		YTD			
	local	USD	local	USD		local	USD	local	USD		
Devises					Taux d'intérêt à 3 mois	<i>(niveau)</i>					
CHF/USD		-3.7%		-1.6%	CHF				-0.73%		
EUR/USD		-5.2%		-2.7%	EUR				-0.36%		
GBP/USD		-5.8%		-2.3%	USD				2.34%		
JPY/USD		-4.0%		1.8%	JPY				-0.05%		
Marchés actions					Marchés obligataires						
Monde	MSCI World USD	1.7%	1.7%	0.4%	0.4%	Monde	Cit Gr Global GovtUSD	-3.4%	-6.9%	-0.9%	-2.5%
Europe	DJ Stoxx 600	4.0%	-1.4%	-0.3%	-3.0%	Europe	Euro Ser-E Gov > 1	-0.9%	-6.0%	0.6%	-2.1%
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	1.0%	-4.2%	-3.1%	-5.7%	Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	0.1%	-5.6%	0.2%	-2.1%
	MSCI Europe S.C.	3.4%	-2.0%	0.4%	-2.3%	Suisse	SBI Général AAA-BBB	0.1%	-3.6%	-0.6%	-2.2%
Allemagne	Dax 30	1.7%	-3.6%	-4.7%	-7.3%		SBI Govt	0.8%	-3.0%	-0.8%	-2.4%
France	Cac 40	3.0%	-2.3%	0.2%	-2.5%	USA	US Ser-E Gov > 1	0.1%	0.1%	-1.1%	-1.1%
Royaume Uni	FTSE 100	8.2%	2.0%	-0.7%	-2.9%	Japon	Japan Ser-E Gov > 1	0.2%	-3.8%	0.6%	2.4%
Suisse	SPI	1.3%	-2.4%	-3.9%	-5.5%	Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	-3.5%	-3.5%	-5.2%	-5.2%
	SMI	-1.5%	-5.2%	-8.2%	-9.7%						
	MSCI Swiss S.C.	-4.3%	-4.3%	-6.3%	-6.3%	Divers					
Amérique Nord	SP500	2.9%	2.9%	1.7%	1.7%	Indice LPP 25		0.7%	-0.9%	-0.5%	-2.1%
	Nasdaq	6.3%	6.3%	8.8%	8.8%	Indice LPP 40		1.2%	-0.4%	-0.4%	-2.0%
	Tse 300	5.9%	4.0%	0.4%	-3.9%	Indice LPP 60		1.9%	0.3%	-0.2%	-1.8%
	SP600 Small C.	8.4%	8.4%	8.7%	8.7%	Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	-0.5%	-0.5%	-2.0%	-3.6%
Japon	Nikkei 225	4.0%	-0.2%	-2.0%	-0.3%	Alternatif	Hedge Fund Research USD	0.1%	0.1%	-1.1%	-1.1%
Emerging	MSCI EMF USD	-8.7%	-8.7%	-7.7%	-7.7%	Matières prem.	GS Commodity USD	8.0%	8.0%	10.4%	10.4%

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

THÈME D'INVESTISSEMENT FOCUS



THÈME D'INVESTISSEMENT :

Hedge funds : Quel avenir en 2018 après 10 ans de déroute ?

- La gestion alternative n'a pas été la solution « miracle » attendue par les investisseurs
- Inefficacité encore manifeste en 2018
- Les performances décevantes ne semblent pas détourner pour autant les investisseurs
- La sélection de fonds alternatifs est LE facteur déterminant du succès
- BBGI Alternatif + : une autre approche de la gestion alternative

La gestion alternative n'a pas été la solution « miracle » attendue par les investisseurs à leurs besoins de performance et de décorrélation des actifs

Il y a dix ans, l'éclatement de la crise financière aux Etats-Unis déclenchait une onde de choc mondiale sur l'économie et les marchés financiers. Les conséquences de cette crise, sans réel précédent, ont été multiples, notamment en matière de politiques monétaires mais aussi en termes de performances des actifs financiers et de stratégies d'investissement.

Au cours des dix dernières années, après une période de grande incertitude, les investisseurs ont progressivement repris confiance dans les marchés financiers et, en particulier, la classe d'actifs « actions ».

Alors que les performances annuelles enregistrées entre 2008 et 2012 permettaient d'effacer les pertes de l'année 2008, les années suivantes ont permis de réaliser, sur 10 ans, un rendement de +5%/an au niveau mondial (MSCI World Equities) et +8.3%/an pour le S&P500.

Pendant la même période, ceux de la gestion alternative restaient négatifs et s'enfonçaient de -0.5%/an en moyenne.

Les espoirs de nombreux investisseurs, qui avaient longtemps cru aux mérites espérés de la décorrélation des « hedge funds », sont désormais confrontés à cette réalité objective : la gestion alternative n'a pas été la réponse attendue à l'augmentation de la volatilité des actifs financiers pendant cette période.

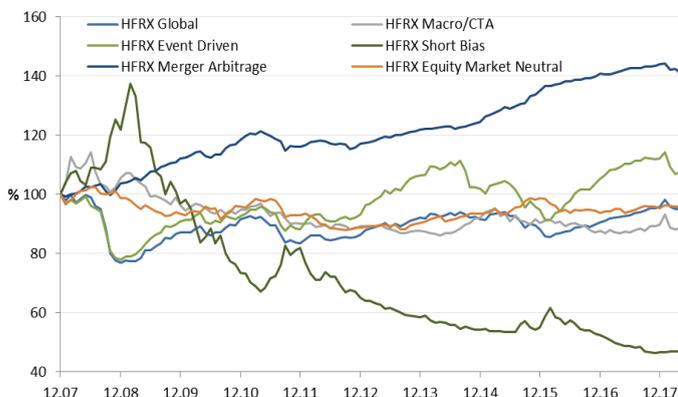
Cette constatation globale au niveau de la classe d'actifs « hedge funds » est d'ailleurs malheureusement confortée par une analyse plus détaillée des résultats obtenus par les stratégies individuelles au sein de ce secteur. En effet, si la performance de l'ensemble de l'univers des « hedge funds », mesurée par l'indice HFRX Global en USD n'a effectivement été que de -0.49% par an depuis dix ans, les stratégies spécifiques les plus populaires telles que le « global macro/CTA » (-1.18%/an) ou l'« equity market neutral » (-0.41%/an) ont générés des performances négatives. Seule la stratégie « merger arbitrage » a finalement tiré son épingle du jeu en réalisant un résultat positif de +3.39%/an, supérieur à celui obtenu par la stratégie « event driven » à peine en progression de +0.68%/an.

Inefficacité encore manifeste en 2018

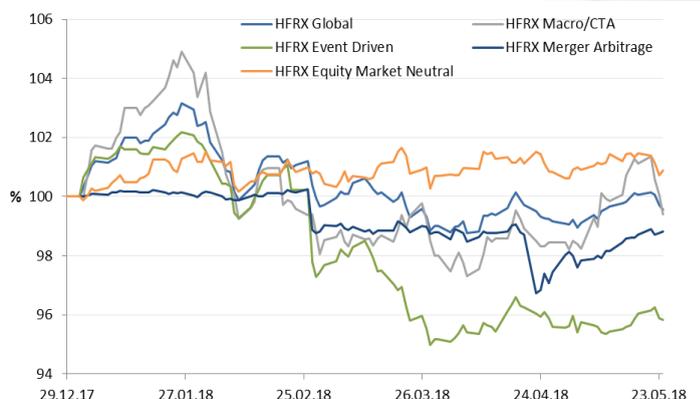
Au cours des cinq premiers mois de l'année 2018, les résultats obtenus par l'ensemble des « hedge funds » n'ont pas été plus brillants et ne laissent malheureusement toujours pas espérer un réveil de cette classe d'actifs. La volatilité des marchés actions a pourtant été présente et suffisante pour permettre une gestion active des risques et opportunités. Mais dans un tel contexte de fluctuation de marchés actions de plus de 10% entre les plus hauts de janvier et les points bas d'avril, lequel aurait clairement dû être favorable à la gestion alternative, l'indice HFRX Global enregistre un résultat très décevant de -0.45%, comparé à la hausse finale de +2.8% pour l'indice S&P500 et de +1.6% pour les actions internationales (MSCI World Equities).

Toutes les stratégies ont été négatives, à l'exception de la stratégie « equity market neutral » en hausse de +0.94%.

Performances stratégies « hedge funds »



Performances YTD stratégies « hedge funds »



On aurait pu espérer mieux en termes de décorrélation.

En effet, si la plupart des stratégies sont perdantes en phase de correction des actions, la corrélation s'exprime donc pleinement en phase de baisse, ce qui est clairement contraire à la perception du principal mérite attendu des « hedge funds ».

A titre de comparaison, notre approche de gestion absolue tactique internationale en USD est restée positive sur toute la période et réalise un résultat de +1.59% similaire à celui des actions internationales, démontrant effectivement une capacité à limiter les risques et les moins-values en périodes de baisse des marchés et à profiter ensuite de la reprise des cours, pour une volatilité évidemment très nettement inférieure. Cette approche permet de lisser à long terme la performance en période moins favorable et de participer aux phases de hausses en captant les tendances positives.

Les performances décevantes ne semblent pas détourner pour autant les investisseurs

On observe donc, avec les exemples ci-dessus, que la classe d'actifs « hedge funds » n'a pas démontré son intérêt en matière de décorrélation et de diversification de portefeuille. Même lorsque l'on se penche sur les résultats de la gestion « long/short equities » ou « market neutral equities », on constate la plupart du temps des biais directionnels tels que les stratégies réellement suivies sont clairement orientées à la hausse. Les stratégies « global macro/CTA », qui avaient particulièrement bien performé durant la décennie précédente en enregistrant des résultats proches de +8%, ou les stratégies « event driven » (+6%), surperformaient toutes deux assez nettement les autres approches à peine positives. Mais celles-ci sont aussi très nettement à la traîne depuis 2008.

Faudrait-il voir, dans les contre-performances des « hedge funds » de ces dix dernières années, l'influence d'une réduction de l'effet de levier ?

La diminution, dans un premier temps en tout cas, du ratio de levier moyen accordé aux fonds alternatifs aurait-il tronqué leur capacité de constitution de performance ?

Même s'il est difficile de mesurer efficacement l'impact du levier sur les performances de fonds alternatifs, dans l'environnement de taux bas que nous avons connu depuis dix ans, le coût du financement du levier était de nature à multiplier les effets potentiels des décisions de gestion et à amplifier les résultats dans toutes les stratégies alternatives y ayant recours.

Cela n'a manifestement pas été le cas, ce qui laisse douter encore un peu plus de la compétence moyenne des acteurs actuels de ce marché. Il semble désormais bien lointain le temps où de véritables talents, pionniers de la gestion alternative, étaient capables d'apporter une réelle valeur ajoutée par rapport à la gestion traditionnelle. Alors que cette dernière semblait s'essouffler et subissait un fléchissement de sa capacité d'action, la gestion alternative pouvait développer des modèles de gestion dynamique, plus agressifs et plus performants. Il est vrai que ces résultats supérieurs étaient acquis au prix de prises de risque plus importantes, d'une volatilité plus élevée, mais les résultats étaient souvent au rendez-vous.

L'industrialisation de la gestion alternative et son développement massif au cours des dix dernières années a modifié l'ADN des acteurs du secteur. Certes, il existe encore des acteurs plus performants qui justifieront toujours l'engouement des investisseurs en quête de performance alternative.

Mais il est désormais très clairement permis, au vu des résultats globaux obtenus depuis dix ans, de douter du rôle de la gestion alternative en tant que classe d'actifs devant contribuer à l'amélioration du couple rendement/risque de portefeuilles diversifiés.

L'amélioration du rendement global et la diminution du risque de portefeuilles qui devait être obtenu grâce à la corrélation nulle avec les autres actifs traditionnels n'est pas démontrée.

Et pourtant, les flux de fonds continuent d'alimenter le secteur avec près de 10 milliards de nouveaux fonds investis en 2017 et environ 1.1 milliard au premier trimestre 2018. La quête du « graal » continue de profiter aux « hedge funds ». Toutefois, il semblerait que ces fonds se dirigent plutôt vers de plus petits gestionnaires de fonds (moins de 1 milliard), qui ont reçu près de 2.8 milliards pendant la période, au détriment des plus importants acteurs qui ont, au contraire, connu des retraits de fonds de près de 1.7 milliard.

Les déceptions alimentent certainement les retraits de fonds tandis que les nouveaux investissements se portent sur des stratégies, sans doute plus innovantes, sur lesquelles reposent encore les nouveaux espoirs qui resteront à se concrétiser.

La situation spéciale des marchés financiers ne justifie pourtant pas un recours indifférencié aux « hedge funds »

L'année 2018 sera encore marquée par le changement de politiques monétaire aux Etats-Unis et dans d'autres pays qui deviendront progressivement plus restrictives, après une première phase de normalisation. Le niveau élevé de valorisation actuelle des marchés actions et les rendements insuffisants dans les marchés des capitaux pourraient relancer l'intérêt de certains investisseurs pour la classe d'actifs « hedge funds ».

De plus en plus d'investisseurs pourraient, en effet, rechercher des solutions alternatives à la problématique des taux bas et des marchés actions peut-être déjà en partie assez généreusement valorisés.

La tentation d'accorder une place plus importante au « hedge funds » ne nous semble pas raisonnable, si elle n'est pas implémentée avec davantage de discernement dans la sélection des produits que pour la mise en œuvre d'une stratégie en actions.

En effet, dans ce dernier cas, l'application d'une exposition en actions de manière passive est déjà suffisante pour générer un résultat positif satisfaisant à long terme, lequel pourrait être amélioré par une sélection appropriée de titres ou de fonds.

La sélection de fonds alternatifs est LE facteur déterminant du succès

Ce n'est malheureusement pas assuré pour la gestion alternative dont le résultat global ou celui qui aurait été obtenu par une gestion passive ou indicielle n'a pas permis d'enregistrer de performance notable depuis une décennie. Dès lors, une exposition à cet actif devrait être soigneusement constituée par une sélection de fonds spécifiques. Nous venons de l'évoquer, l'absence de discernement ou de prises de positions divergentes à l'égard des indices de gestion alternative a conduit indubitablement à obtenir des résultats médiocres ces dernières années.

Une exposition de type « passif » à cet actif n'aura donc pas les mêmes caractéristiques qu'une sélection adéquate et évolutive entre les diverses stratégies existantes (« global macro/CTA », « event driven », « merger arbitrage », etc...). Il en ira de même de la sélection des fonds choisis pour mettre en œuvre une stratégie alternative.

Investisseurs institutionnels suisses déçus mais pas tout à fait échaudés

Dans le cadre de la gestion LPP, les investisseurs institutionnels ont pourtant assez largement introduit cette classe d'actifs dans leur politique de placement depuis que la révision de l'OPP 2 en 2009 définissait clairement les placements alternatifs comme une classe d'actifs suffisamment développée pour représenter au maximum 15% de la fortune des institutions de prévoyance. Rares sont celles qui peuvent aujourd'hui témoigner de leur satisfaction à avoir diversifié leurs placements depuis cette date dans des « hedge funds ».

La tentation existe toujours en 2018 d'exploiter plus efficacement cette opportunité, mais il n'est pas évident que toutes soient parfaitement conscientes des résultats réellement obtenus par cette classe d'actifs, dans son ensemble. D'autant que pour une comparaison complète, il faudrait encore souligner que les résultats mentionnés ici ont été obtenus par un ensemble de « hedge funds » ayant très largement recours à l'effet de levier et dont les performances en US dollars auraient été plus volatiles et souvent plus négatives, si elles avaient été exprimées en francs suisses.

Dans un environnement de taux bas, la déception des investisseurs institutionnels pourrait, cependant, ne pas être suffisante pour modifier radicalement leur attitude à l'égard des « hedge funds ».

Nous estimons ainsi que l'appétit pour de la gestion absolue et de véritables autres alternatives aux actifs traditionnels devrait se développer au cours des prochaines années.

Des concepts de gestion tactique des allocations sans effet de levier devraient, par exemple, être plus recherchés, tout comme d'autres solutions faisant partie des actifs alternatifs, tels que le « private equity » ou les matières premières, dont les résultats en période de renforcement du cycle conjoncturel devraient être décorellés et performants.

BBGI Alternatif + : une autre approche de la gestion alternative

Avec la baisse des taux d'intérêt à des niveaux proches de zéro dans les principales devises, à l'exception du dollar US, et les risques élevés de moins-value pour le segment à revenu fixe des portefeuilles, les investisseurs sont en effet en quête de rentabilité alternative et ouvrent davantage leurs stratégies d'investissement à des formes de placement un peu moins traditionnelles.

Nous avons répondu à ces préoccupations et à cette recherche d'autres formes d'investissement en mettant à disposition notre expérience et notre expertise en matière de sélection de concepts et de produits financiers pour combiner de manière plus efficiente les diverses sources potentielles « alternatives » de génération de performance.

En effet, nous offrons la possibilité de compléter toute stratégie diversifiée traditionnelle grâce à un service dédié exclusivement à des placements alternatifs définis de manière plus large.

Cette approche unique de la gestion alternative dépasse la notion simple de « hedge funds » en intégrant d'autres actifs non traditionnels, en conformité des règles de l'OPP2 et la philosophie de placement de la clientèle institutionnelle notamment.

Ainsi, ce concept permet une intégration optimale des alternatives de placement, au sens large, avec comme objectif d'offrir une compétence professionnelle dédiée à la sélection de produits de gestion non traditionnels pour une mise en œuvre sereine et sans conflit d'intérêt d'une stratégie complémentaire et plus efficiente qu'une gestion exclusivement réalisée avec des « hedge funds ».

L'optimisation de la diversification des placements alternatifs et non traditionnels est, dans ce cas, réalisée par une combinaison d'investissements non corrélés en « private equity », matières premières, immobilier non conventionnel, placements dans les infrastructures, produits à rendement absolu, produits structurés et « hedge funds ».

Cette approche globale de la gestion alternative permet de faire évoluer la stratégie au plus près des objectifs et du style de gestion désirés avec le plus haut degré de confort possible pour intégrer de nouvelles formes de placements qui contribueront, encore à l'avenir, plus efficacement à la construction du rendement attendu par les investisseurs.









Renseignements

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

T : + 41 22 595 96 11

F : + 41 22 595 96 12

E : 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.



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
GENEVE



SHAMBALLA JEWELS

HYT



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